



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze Economiche Finanziarie

**VERSO UN PORTAFOGLIO MULTIPOLARE: LA
CRESCITA DEGLI EMERGING MARKETS E GLI STATI
UNITI**

**TOWARDS A MULTIPOLAR PORTFOLIO: THE GROWTH OF
EMERGING MARKETS AND THE UNITED STATES**

Relatrice:
Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:
Demis Dottori

Anno Accademico 2022 – 2023

Credo che se continuassimo a guardare il cielo

finiremmo per avere le ali

Gustave Flaubert

INDICE

INTRODUZIONE.....pag 5

CAPITOLO 1: EMERGING MARKETS

1.1 Le caratteristiche.....pag 7

1.1.1 *Le classificazioni*.....pag 7

1.1.2 *Emerging e Developed attraverso i dati*.....pag 12

1.2 Investire negli Emerging Markets.....pag 18

1.2.1 *Il rischio politico*.....pag 19

1.2.2 *Le riforme*.....pag 27

1.2.3 *La diversificazione internazionale*.....pag 33

1.2.4 *Mercati Emergenti in portafoglio*.....pag 39

CAPITOLO 2: LA CINA

2.1 Le riforme e la crescita.....pag 46

2.2 Economia e finanza.....pag 52

2.2.1 *Situazione macroeconomica e finanziaria cinese*.....pag 52

2.2.2 *Il mercato azionario*.....pag 55

2.2.3 *Il Made in China*.....pag 58

2.2.4 *I settori del futuro*.....pag 63

2.3 Il rischio stagnazione e le prospettive.....pag 67

CAPITOLO 3: L'INDIA

3.1 Uno sviluppo tardivo.....	pag 75
3.2 Nel vivo dell'espansione.....	pag 80
3.2.1 <i>Il service Led-Development.....</i>	pag 85
3.2.2 <i>Il mercato azionario e l'IT.....</i>	pag 91
3.3 La popolazione tra opportunità e disuguaglianza.....	pag 91

CAPITOLO 4: GLI STATI UNITI

4.1 La crescita endogena.....	pag 96
4.2 L'egemonia finanziaria di Wall Street.....	pag 100
4.2.1 <i>L'S&P 500 e le "Magnifiche 7".....</i>	pag 109
4.2.2 <i>King Dollar.....</i>	pag 112
4.3 Il circolo vizioso.....	pag 112

CONCLUSIONI.....	pag 118
-------------------------	----------------

BIBLIOGRAFIA.....	pag 121
--------------------------	----------------

SITOGRAFIA.....	pag 124
------------------------	----------------

INTRODUZIONE

Sono ormai passati più di due decenni da quando gli economisti di Goldman Sachs hanno iniziato a effettuare loro previsioni economiche su 104 paesi, con l'audace obiettivo di condurre un'analisi continuativa che perduri fino al 2075. Proprio con *“Path to the 2075”* sono stati oggetto di analisi settanta paesi appartenenti ai cosiddetti “Emerging Markets” e, tramite nuove misurazioni e nuove tecniche di collezione dati sviluppate negli anni, GS ha voluto richiamare l'attenzione di tutti gli operatori economici, sottolineando come già dai prossimi anni queste realtà avranno un ruolo sempre meno marginale in ambito internazionale. Negli ultimi decenni, infatti, questi paesi si sono distinti per aver registrato tassi di crescita economica sorprendenti rispetto alle nazioni occidentali. Sempre nel suddetto report del famoso intermediario americano, viene ipotizzato come nel 2075 si andranno a modificare le gerarchie delle prime economie mondiali, con le prime due posizioni che verranno occupate rispettivamente da Cina e India mentre nelle altre prime dieci posizioni troveremo altri cinque paesi, classificati attualmente come economie in via di sviluppo: Indonesia, Nigeria, Pakistan, Egitto, Brasile.

La tesi in questione si propone di analizzare le dinamiche, le opportunità e i rischi presenti nei Mercati Emergenti, andando a presentare i maggiori fattori che giustificano le previsioni appena citate.

In un primo momento verranno evidenziate le caratteristiche che accomunano questi paesi, secondo le loro classificazioni e la composizione degli indici a loro dedicati, con la finalità di esporre delle considerazioni a eventuali investimenti finanziari in questi mercati, descrivendo opportunità e rischi che fanno parte delle caratteristiche di questi Paesi.

I successivi tre capitoli si dedicheranno allo studio più dettagliato delle nazioni destinate a ricoprire le prime tre posizioni per quanto riguarda il Pil: Cina, India e Usa. In particolare, saranno mostrati dati riguardanti l'andamento economico e finanziario e i recenti svolgimenti interni che hanno mutato il ruolo di questi Paesi nell'economia odierna. India e Cina, considerate le regine dell'economie emergenti, condividono con gli altri paesi non ancora avanzati molti fattori di crescita e aspetti negativi che limitano lo sviluppo, seppur in maniera diversa. Allo stesso modo gli Stati Uniti, da molto tempo leader a livello economico politico e finanziario e soprattutto simbolo del dominio occidentale, deve affrontare nuove sfide per poter confermare la sua egemonia mondiale e la crescita futura.

L'obiettivo finale è dunque quello di fornire una visione completa di come e perché l'ascesa di nuovi protagonisti potrà cambiare l'economia e la finanza mondiale nei prossimi anni, per poter comprendere al meglio quali saranno le conseguenze per i mercati finanziari.

CAPITOLO 1: EMERGING MARKETS

1.1 LE CARATTERISTICHE

1.1.1 CLASSIFICAZIONI

Agli inizi degli anni 90, la World Bank ha organizzato la conferenza “Portfolio Flows to Emerging Markets”¹, con l’obiettivo di istituire il primo database per poter comprendere in maniera accurata le dinamiche di questi mercati. In quegli anni, infatti, queste realtà hanno dato il via ad una robusta crescita che giustificò i primi importanti investimenti in questi stati da parte degli operatori economici. Il primo obiettivo era quello di stabilire le differenze che vi erano con gli altri tipi di mercati, quelli che erano da sempre al centro del potere finanziario, ossia i mercati più sviluppati. Il termine “Emerging Markets” è stato coniato per la prima volta nel 1981 dall’economista Van Agtmael, dirigente della International Finance Corporation (IFC), divisione della World Bank, proprio per rendere più appetibili gli investimenti nei paesi conosciuti in precedenza come “paesi del terzo mondo”. Per quanto riguarda la classificazione, vengono usati pressoché gli stessi macroparametri, mentre l’inserimento dei paesi in questa categoria varia leggermente a seconda dell’istituzione e della situazione economica dei singoli stati; attualmente l’International Monetary Fund inserisce nella lista trenta paesi, a differenza

¹ Bekaert, Harvey e Modino “Emerging Markets in A Globalized World”, 2023

dell'MSCI e del FTSE che ne considerano ventiquattro. In generale, oltre agli Emerging Markets, i vari paesi nel mondo sono distinti in altre due categorie, oltre a quella riportata, in modo da raggruppare alcune caratteristiche comuni che possano aiutare nel condurre indagini economiche e finanziarie.

Nelle "Advanced Economy" vengono riportati i paesi caratterizzati dal più alto livello di Pil pro-capite al mondo con una buona qualità di infrastrutture e un ottimo grado di stabilità politica e finanziaria. Il loro commercio è altamente diversificato con un forte orientamento agli scambi internazionali. Il loro sviluppo è trainato dall'innovazione, garantita dall'alto grado di istruzione e capitalizzazione dei mercati finanziari. Parte dei loro bilanci pubblici servono per garantire politiche di welfare ai loro cittadini, per cui i tassi di scolarizzazione e di sviluppo umano sono alti in tutti i paesi di questa sezione. Il loro centenario dominio economico è stato irrobustito ulteriormente in questi decenni dal fenomeno della globalizzazione, che ha permesso loro di aumentare i margini di profitto nella produzione tramite delocalizzazione di alcuni sistemi produttivi nei paesi a basso costo. In particolare, in questa sezione rientrano i paesi che di solito si riferiscono all'economia capitalista Occidentale: Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Honk Kong, Irlanda, Israele, Italia, Giappone, Lussemburgo, Olanda, Nuova Zelanda, Norvegia, Portogallo, Regno Unito, Singapore, Corea del Sud, Spagna, Stati Uniti e Svizzera.

Nel polo opposto troviamo i paesi cosiddetti di “frontiera”, categoria residuale rispetto ai paesi avanzati e quelli emergenti. Queste realtà vengono identificate per il loro sviluppo a livelli quasi primordiali. La loro crescita non è continua come quella dei paesi emergenti, ma i loro mercati interni stanno sperimentando una certa apertura verso il commercio internazionali. Tuttavia, il basso grado di liquidità dei loro strumenti finanziari, la totale instabilità politica, l’inadeguatezza delle istituzioni e la fragilità verso gli shock esterni rendono questa categoria di mercati la più rischiosa e la meno gettonata tra gli investitori. Fanno parte dei paesi di frontiera: Bahrain, Bangladesh, Botswana, Bulgaria, Costa d’Avorio, Croazia, Cipro, Giordania, Ghana, Kazakistan, Kenya, Libano, Macedonia, Malta, Marocco, Mauritius, Mongolia, Oman, Palestina, Serbia, Slovacchia, Slovenia, Sri Lanka, Tanzania, Trinidad, Tunisia, Vietnam. Molti paesi appena elencati saranno promossi secondo le stime dei prossimi anni nei mercati emergenti e, alcuni di loro sono già considerati dei “borderline” in questa classificazione.

Nella categoria intermedia vengono riportate le nazioni nelle quali si è assistito ad una transizione più marcata verso le economie più avanzate: le economie emergenti. Nel classificare questi paesi, l’International Monetary Fund prende in considerazione paesi che da decenni presentano una forte e costante crescita, con la capacità di produrre beni e servizi ad alto valore aggiunto, una maggiore partecipazione al commercio internazionale e mercati finanziari sempre più diretti verso un’integrazione maggiore.

In particolare, l'agenzia finanziaria delle Nazioni Unite identifica un mercato emergente servendosi di tre livelli di indagine. Un primo fattore è quello della *systemic presence*, che fornisce dati riguardanti il Pil nominale, la popolazione e la percentuale di esportazioni.

Altro aspetto preso in considerazione è collegato alla *market access*, che definisce la quota di passività nel debito estero globale, l'inclusione negli indici globale usati maggiormente dagli investitori, l'ammontare e la frequenza di emissione di bonds internazionali. Per ultimo, ci si riferisce al Pil pro capite nominale. L'Imf combina questi tre fattori eseguendo un calcolo per ogni economia considerata non avanzata, e, tramite la ponderazione di cinque variabili, si giunge ad uno score per ciascuno di essi:

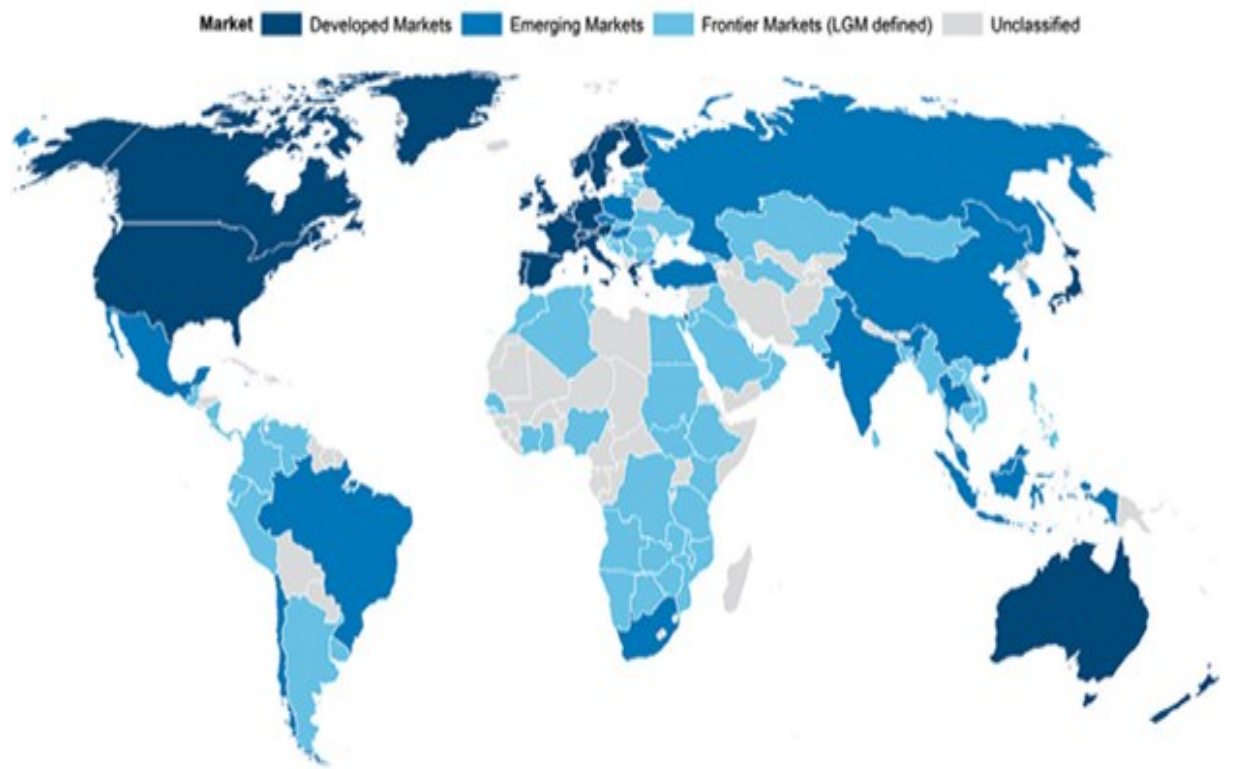
$$0,40*\textit{nominal GDP} + 0,15*\textit{population} + 0,15*\textit{GDP per capita} + \\ 0,15*\textit{shares of world trade} + 0,15*\textit{share of world external debt}$$

[1.1]

Se un paese occupa una posizione tra le prime venti per il periodo 2010-2020, quest'ultimo riceve uno score di 1 per ognuna di queste variabili; altrimenti viene assegnato uno 0. Tramite questa metodologia sono stati individuati i seguenti paesi: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Egitto, Emirati Arabi, Filippine, India, Indonesia, Iran, Malesia, Messico, Polonia, Russia, Sud Africa,

Tailandia, Turchia, Ungheria. Questa base di misurazione è stata usata da alcune società come J.P Morgan, Morgan Stanley e Bloomberg per la costituzione dei loro indici. Tuttavia, alcuni paesi come Nigeria e Qatar che non hanno raggiunto un punteggio sufficiente sono ugualmente considerati a tutti gli effetti Emerging Markets in molte altre sedi di indagine.

Figura 1.1 Divisione dei mercati globali



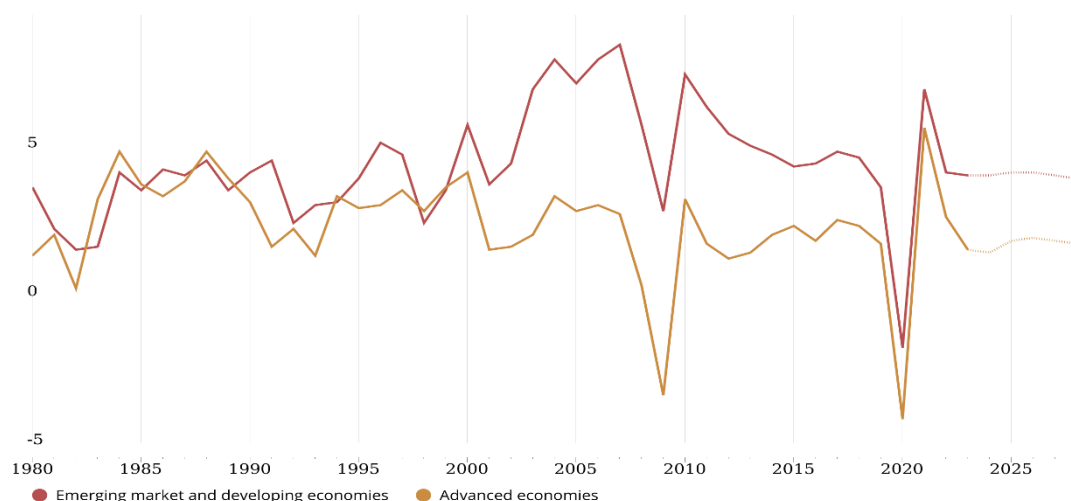
Fonte: Fundsglobalmena

1.1.2 EMERGING E DEVELOPED ATTRAVERSO DATI ED INDICI

La precedente partizione delle macroeconomie del mercato globale può essere ben più tangibile attraverso la comparazione di alcuni indicatori che verranno di seguito elencati, ognuno dei quali mette in luce le grandi differenze che ancora intercorrono tra i paesi avanzati e quelli emergenti.

Per quanto riguarda la fattispecie economica, alcuni tra i più importanti parametri vengono forniti dal World Economic Outlook dell'Imf che dal 1980 calcola alcuni dei criteri più rappresentativi, considerando anche le stime per i prossimi 5 anni. Il primo dato in rassegna, forse uno dei più rilevanti, è la crescita reale del Pil in percentuale annua: 1,5% per i mercati avanzati e 4% per quelli emergenti.²

Figure 1.2 Crescita annua del Pil



² International Monetary Fund: “World Economic Outlook”, Ottobre 2023

Fonte International Monetary Fund

Le regioni dei mercati emergenti che registrano dati più alti sono quelle dei Caraibi e dell'Asia del Sud, rispettivamente con un tasso di crescita annua del 9,8% e del 5,4%, mentre nessuna delle regioni dei mercati sviluppati supera il 3%, con l'Europa all'1% e il Nord America a 2,1%. Per quanto netta sia questa differenza, è l'unico dato riferito al Pil con cui i paesi emergenti si impongono sugli altri. Il volume del Pil registrato in tutti i paesi emergenti è di soli 43,55 trilioni di dollari, contro i 60,93 proveniente dai paesi avanzati. A seguito di un Pil molto più basso, i paesi emergenti devono suddividere la minor ricchezza su una popolazione che conta 6,75 miliardi di persone, ben più di sei volte il numero degli abitanti nei paesi sviluppati (1,09 miliardi). Ne segue che la differenza nel Pil pro-capite è ancora a livelli colossali: 55192 dollari per i cittadini dei paesi avanzati e appena 6450 per quelli nelle zone in via di sviluppo. Il benessere di questi cittadini è oltretutto continuamente eroso da un'inflazione che è di media molto più alta di quella dei cittadini della parte più abbiente del globo: 8,5% di crescita annua contro i 4,6%.

Per quanto riguarda un ulteriore confronto, ancora più dettagliato, viene preso in esame l'indice che la Morgan Stanley Capital International ha dedicato ai mercati emergenti. Il MSCI Emerging Markets Index è un l'Etf più gettonato per tracciare l'andamento congiunto di queste economie dal 1988. Durante il corso degli anni la lista dei paesi facenti parte di questo indice è decisamente aumentata: nei primi anni

l'indice era composto da soli 10 paesi membri, con rappresentato solamente l'1% dell'equity globale.

Attualmente i membri sono 24 paesi, da cui proviene l'11% dell'equity disponibile al mondo³. L'assetto di questo indici è oggetto di revisione ogni trimestre e di ribilanciamento ogni sei mesi. La Global Investable Market Indexes Methodology (GIMI) con la quale è stato costituito questo indicatore, assicura il corretto confronto con gli altri indici finanziari mondiali, grazie all'inserimento di titoli che rispettano precisi parametri in ambito di investibilità, liquidità e replicabilità. In ossequio alla metodologia appena citata, di anno in anno vengono aggiunti o eliminati alcuni membri. Per esempio, nel 2022 la Russia è stata delistata dopo lo scoppio della guerra in Ucraina e il blocco dei suoi mercati.

A seguito di un imponente sviluppo del settore equity, la regione più rappresentata è diventata quella dell'Apac (Asia Pacifica) con il 78,1%, con China, Taiwan e India che hanno un peso rispettivamente del 31,4%, 14,8% e India con il 13,7%. La rappresentazione dell'EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa) è calata vertiginosamente nonostante l'aggiunta di molti paesi negli ultimi anni, arrivando al 13,2%. La regione con meno peso nella composizione dell'indice è quella delle Americhe, 8,7% che ha visto ridurre di recente il contributo del Brasile. L'Etf in oggetto copre circa l'85% del flottante di ogni paese, con la presenza di 1437 titoli.

³ MSCI: "Sizing Up Opportunity in Emerging Capital Markets", 2023

A settembre 2023 questo strumento contava di 6523118,42 milioni di market cap, con il settore finanziario e tecnologico tra i più rappresentati, con 22,5% e il 20,22% ciascuno. Le aziende che compongono l'indice sono per il 70% Large Cap (14% Small Cap e il 16% Mid Cap). In particolare, le prime cinque aziende per peso ponderato sono Taiwan Semiconductor, Tencent Holdings, Samsung Electronics, Alibaba e Reliance Industries.

I settori più presenti nell'indice sono quello chimico, che conta ben 218 aziende inserite nell'indice, seguito dal settore dei semiconduttori con 162 componenti. Altri settori con un peso rilevante nell'indice sono quello dei costruttori materiali con 60 imprese e 56 provenienti dal settore delle energie rinnovabili.

Fig 1.3: Performance netta cumulata degli indici azionari



Fonte: MSCI

Dal dicembre del 2000, i tre indici MSCI hanno rispettivamente fatto segnare un rendimento netto del 7,06% per gli Emerging, contro i 5,49% dei Developed e del 5,59% per l'indice World⁴. Tuttavia, come si può ben costatare, negli ultimi dieci anni l'indice azionario composto da aziende dei mercati emergenti ha iniziato a sottoperformare sia rispetto all'indice globale, sia rispetto all'indice riferito ai paesi sviluppati. Analizzando più accuratamente, il Price to Earnings per gli EM è di 14, contro i 20 del ACWI e del 21,22 del World. I mercati emergenti hanno fatto registrare un minore Price to BookValue, 1,58 contro 2,86 e 3,14 degli altri due indici a confronto. Per quanto riguarda i parametri di rischio, negli ultimi dieci anni la deviazione standard degli EM è stata del 17,02 contro i 14,5 circa degli altri due ETF. Sempre a partire dal 2000, lo Sharpe Ratio registrato dai paesi emergenti risulta essere leggermente più alto degli altri, ma se si prendesse in considerazione gli ultimi 5 anni, quest'ultimo si rivela solamente dello 0,08 mentre gli altri due benchmark hanno segnato circa uno 0,4 nello stesso periodo di analisi. Per cui, chi ha di recente investito nell'ETF azionario degli emergenti ha assistito ad una minore redditività a seguito di un maggior rischio assunto.

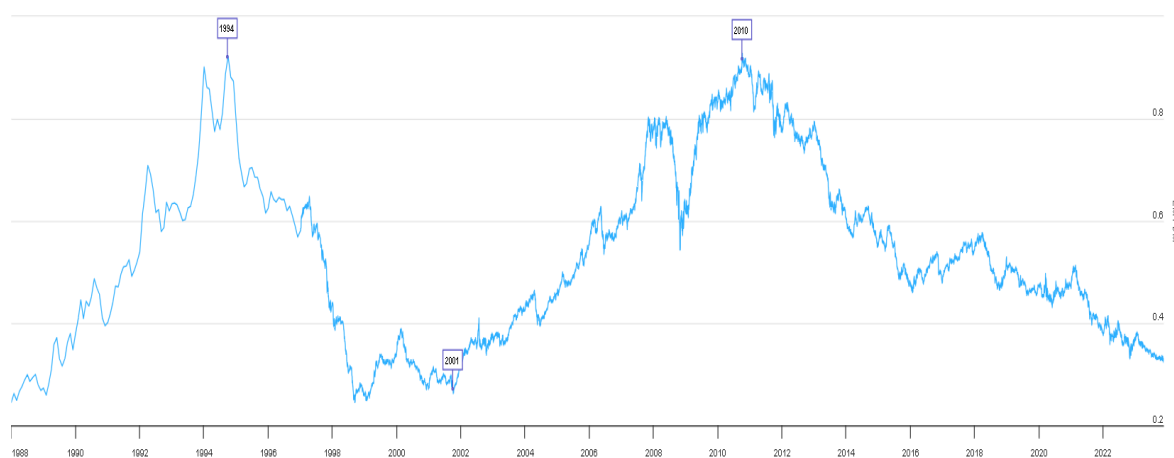
Sharpe Ratio: (Ritorno atteso – Tasso di interesse risk-free) / deviazione standard

⁴ MSCI Emerging Markets Index factsheet, 31 Ottobre 2023

[1.2]

I Paesi Emergenti infatti sembrano aver risentito maggiormente gli ultimi avvenimenti che hanno rallentato i mercati finanziari a livello globale, soprattutto la crisi dell'approvvigionamenti. L'MSCI Emerging Markets ha chiuso nel 2023 con un rendimento del 9,83% dopo aver registrati negli ultimi due anni performance negative, ovvero -20,9% nel 2022 e -2,54% nel 2021, quando entrambi gli indici World e Advanced Economy hanno premiato gli investitori con risultati positivi per quasi 20 punti percentuali ciascuno.

Fig 1.4 MSCI Emerging Markets / MSCI World Ratio dal dicembre dal 1998 al novembre 2023



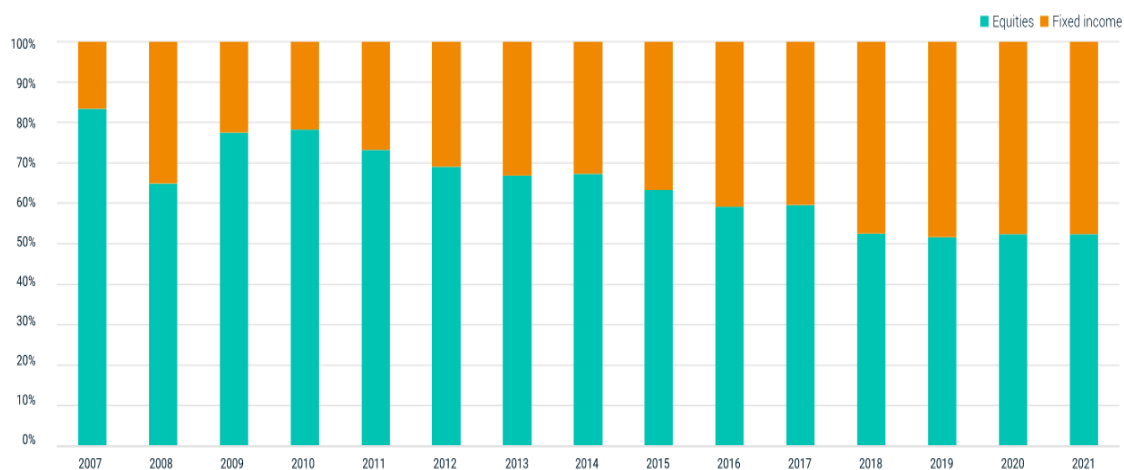
Fonte: Longtermtrends

Tuttavia, secondo gli operatori economici già nel 2024 la tendenza di questi ultimi anni potrà subire una fase di arresto, viste le minori previsioni di crescita per quanto riguarda i mercati avanzati rispetto agli altri paesi.

Per quanto riguarda i strumenti di debito, negli ultimi 30 anni si è assistito a nuove emissioni in valuta locale da parte dei paesi emergenti.

Attualmente, infatti, le emissioni denominate in “hard currency” come il dollaro e l’euro rappresentano solamente il 15% del totale delle emissioni in questi paesi. Tutto ciò ha permesso una maggiore presenza nei mercati globali dei bond emessi dai governi degli stati emergenti, arrivando a rappresentare il 25% dei bond globali nei mercati finanziari (nel 2000 le emissioni totali erano appena il 2% del totale).

Fig 1.5: Percentuali delle Equities e dei Fixed Income nei mercati finanziari globali



Fonte: MSCI

1.2 INVESTIRE NEGLI EMERGING MARKETS

Secondo le previsioni nel report di Goldman Sachs, già nel 2030 le capitalizzazioni dei mercati azionari dei paesi emergenti supereranno quelle del mercato azionario americano. I ricercatori del noto intermediario americano hanno previsto che la presenza delle stocks provenienti dai mercati internazionali degli EM saranno il 35% del totale nel 2030 e il 47% nel 2050. Tali previsioni sono giustificate dalla

rapida crescita del Pil pro capite dei paesi in via di sviluppo, che dà luogo ad una continua convergenza dei consumi interni con i paesi sviluppati. Difatti, il rapporto equity market capitalization-GDP andrà ad aumentare grazie proprio ad un aumento del Pil pro capite. I paesi, con l'espansione della ricchezza interna, andranno ad incrementare la porzione delle loro aziende quotate nei mercati borsistici locali, bisognose di nuovi capitali. Inoltre, i titoli di aziende provenienti da paesi più ricchi sono caratterizzati da multipli maggiori rispetto alle economie più povere. Per cui molti investitori cercheranno maggiori rendimenti nelle economie emergenti dove di è più margine di crescita nelle valutazioni azionarie.

Ecco il motivo per cui gli operatori di GS si aspettano un'espansione delle equity maggiore rispetto a quella del Pil pro capite. Attualmente le azioni dei mercati emergenti sono il 27% della capitalizzazione globale, mentre il Pil ha una porzione del 45% su quello mondiale. In ogni caso, la crescita futura del settore equity di queste regioni non garantisce un incremento delle prestazioni dei singoli titoli rispetto ai titoli dei paesi avanzati. Gli investitori chiedono ancora un premio per il rischio ancora molto alto, a seguito dell'alta volatilità insita nei titoli di queste regioni e della presenza di alcune problematiche interne, le quali richiedono diverse considerazione prima di indirizzare i propri capitali in questi mercati. Di seguito verranno presi in esame alcuni aspetti che accomunano i paesi emergenti e che hanno frenato l'appetibilità dei loro strumenti finanziari e ostacolato il loro progresso economico e sociale.

1.2.1 IL RISCHIO POLITICO

Le politiche nazionali creano le fondamenta per la creazione di un'economia stabile e rigogliosa nel tempo. Tuttavia, i paesi emergenti sono storicamente caratterizzati

da una marcata e consistente instabilità politica. Le diverse realtà politiche hanno un importante riflesso sul livello di liquidità e credibilità dei mercati finanziari. Per cui, per analizzare la situazione economica e finanziaria di un'economia è necessario comprendere il fattore istituzionale.

Secondo la letteratura finanziaria, con la limitazione dell'incertezza si ha un aumento del risk adjustment returns, ossia il rendimento al netto della rischiosità del titolo. Gli investitori richiedono infatti un rendimento maggiore per poter compensare le varie fluttuazioni di prezzo dei strumenti finanziari. Di conseguenza, una diminuzione dell'incertezza, favorita anche dal rischio politico, fa aumentare lo Sharpe Ratio degli investimenti.

L'accezione "rischio politico" racchiude una serie di sub-componenti, i quali hanno un effetto eterogeneo sui titoli. Con un'indagine condotta dal 2000 al 2019 sui rendimenti annualizzati mensili di 28 paesi considerati emergenti si è voluto determinare come ognuno di questi elementi del rischio politico si manifesta sulle performance azionarie⁵. Tramite più di 6000 osservazioni ottenute dal World Bank Global Economic Monitor (GEM) Database si è creato un indice composto del rischio politico, in modo da distinguere paesi con alto rischio politico e paesi con basso rischio politico. Alle diverse sub-components viene dato un peso differente ai fini classificatori. Con un peso del 12% si considera la stabilità governativa, condizioni socioeconomiche, profilo di investimento, conflitti interni ed esterni. Altri fattori come la corruzione, presenza di corpi militari nelle istituzioni pubbliche, tensioni religiose, ordine pubblico, tensioni etniche e controllo democratico sono ponderati al 6%. La qualità della burocrazia è pesata al 4% all'interno dell'indice. Per considerare il rischio dei diversi fattori e il rischio

⁵ Sonenshine e Hosn "Impact of Political Risk on Emerging Markets Risk Premiums and Risk Adjusted return", 2023

politico a livello generale, un numero elevato dell'indice si riferisce ad un basso rischio politico.

Fig 1.6: Rendimenti, Risk Premium, Sharpe Ratio e Deviazione Standard

Variable	Observations	Total Sample	High Political Risk (<67.0)	Low Political Risk (>67.0)
Annualized Monthly Returns in local currency (in percent)	6,080	10.0 (1.15)	12.3 (1.7)	5.6 (1.2)
Annualized Risk Premium (in percent)	6,080	4.92 (1.15)	4.92 (1.9)	4.92 (1.2)
Annualized Sharpe Ratio	5,759	1.08 (0.05)	0.94 (0.07)	1.22 (0.07)
Standard Deviation of monthly returns	5,759	1.72 (0.012)	1.52 (0.012)	1.86 (0.012)

Fonte: Soneshine e Hosn pag 10

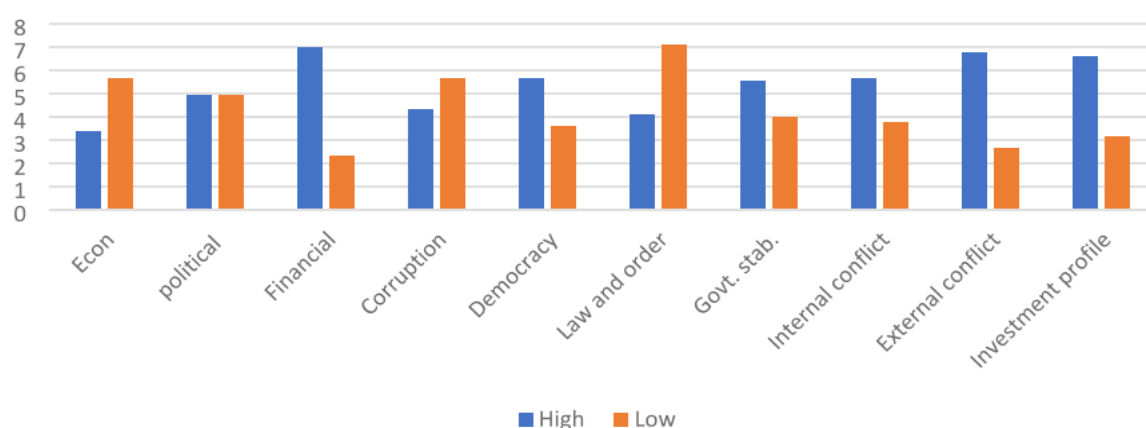
Come riportato in tabella, lo Sharpe Ratio risulta essere più alto per i paesi che presentano un rischio politico minore. Se si guardano i rendimenti mensili annualizzati, ci si accorge di quello che viene definito come il “paradosso del rischio politico”: i paesi con un alto livello di rischio politico sono anche quelli che offrono rendimenti migliori (12,3% contro i 5,6%). La formula di regressione usata per ricavare i vari risk premium è la seguente:

$$\ln(\text{Risk Premium}) = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{indice rischio politico}) + \beta_2 \ln(\text{indice economico}) + \beta_3 \ln(\text{indice finanziario}) + \beta_4 X + v_s + \delta_t + \epsilon_{st} \quad [1.3]$$

Il valore X si riferisce ad un vettore che racchiude le volatilità mensili misurate con il VIX dell'indice azionario americano, mentre gli ultimi tre termini sono inseriti per fissare gli effetti e il tempo delle osservazioni nei singoli paesi. Lo studio dei dati raccolti ha affermato che gli stati con il premio di rischio più alto sono quelli

caratterizzati da maggiori instabilità governative e conflitti, sia interni che esterni. Questi risultati sono in linea con il paradosso sopra citato, visto che i paesi con un basso rischio politico hanno un risk premium più basso, e quindi un expected return minore.

Fig 1.7: Livelli di Risk Premium tra paesi ad alto e basso rischio politico a seconda dei diversi fattori



Fonte: Soneshine e Hosn pag 12

Tra i vari fattori presi in oggetto, le uniche due eccezioni sono inerenti all'ordine pubblico e alla corruzione, dove a seguito di un basso livello di questi fattori si ha un alto premio di rischio. Per cui, miglioramenti nell'ordine pubblico, inteso come la capacità di far rispettare la legge e le giurisdizioni, per i paesi a basso rischio politico porta ad un aumento del premio. Viceversa, un aumento nelle qualità delle istituzioni democratiche fa abbassare il risk premium. In generale, nei paesi a basso rischio politico, le sub-componenti che possono influenzare la redditività dei contratti, i profitti e le scadenze dei pagamenti fanno incrementare il risk adjusted return, mentre con l'aumento dei fattori democratici si ha l'effetto opposto. Per quanto riguarda i paesi in cui il rischio politico è più accentuato, i coefficienti riferiti alla stabilità governativa e i conflitti esterni hanno l'impatto più significativo nello

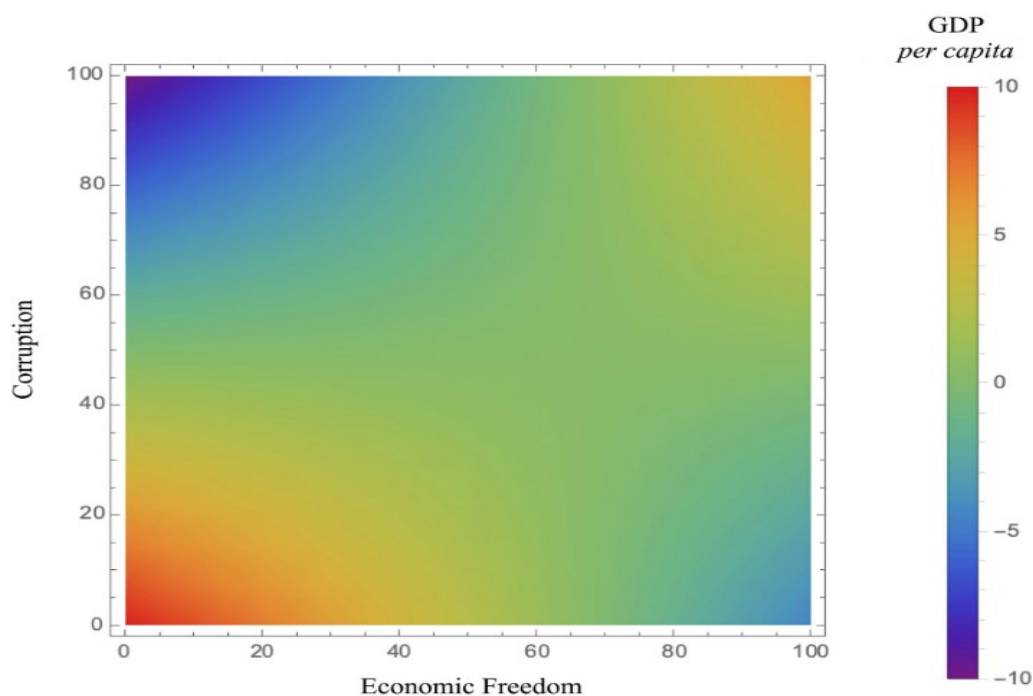
Sharpe ratio, ma non molto nel risk adjusted return. In ogni caso, gli investitori dovrebbero considerare ognuno dei diversi fattori separatamente e analizzare il loro livello di intensità all'interno di uno stato.

Il fattore di rischio più controverso sembra essere quello riferito alla corruzione, che ha effetti nella crescita a seconda del grado di libertà economica in una nazione. Infatti la corruzione può essere vista sia come “Grease in the wheel” oppure come “Sand in the wheel”, a seconda che si riveli un fattore positivo o un fattore ostativo sullo sviluppo di un paese.⁶ La corruzione può compromettere la competizione delle varie imprese. Inoltre, limita la capacità dello stato centrale di intervenire per eliminare le inefficienze del mercato. Talvolta però, è uno strumento che riduce i costi e le tempistiche di una cattiva burocrazia, la quale è presente soprattutto nei paesi con basso grado di libertà economica e basso Pil pro capite. In queste realtà infatti, la corruzione apporta efficienza allocativa, facilitando la formazione del capitale e incentivando l'imprenditorialità. Per cui la corruzione si sostituisce alle istituzioni inefficienti che, o con la loro inadeguatezza o con i loro eccessivi interventi, danneggiano l'attività privata. L'opposto succede nei paesi con un alta qualità di istituzioni e alto grado di libertà economica, dove la corruzione riduce gli investimenti e la fiducia nei mercati.

Uno studio attuato dal 2000 al 2017 su 19 paesi dell'America Latina, 9 dell'Asia e 2 dell'Oceania ha confermato questo particolare legame tra corruzione e grado di libertà economica. Specie in America Latina, tassi di crescita più alti si sono verificati in situazioni di alta corruzione e bassa libertà economica, oppure in casi di bassa corruzione e alta libertà economica.

⁶ Malanski e Pòvoa: “Economic Growth and Corruption in Emerging Markets”, 2021

Fig 1.7: Relazione tra corruzione e libertà economica



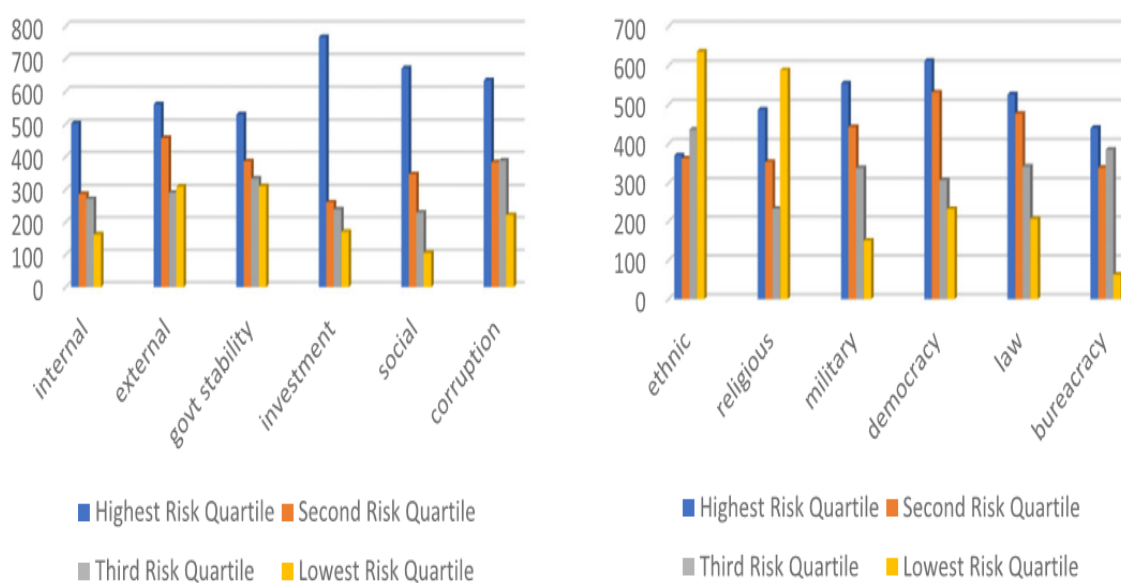
Fonte: Malanski e Povò pag 65

L'effetto dei rischi politici si riflette anche per quanto riguarda il mercato dei fixed income. Il debito dei paesi emergenti è di recente diventato molto allettante per gli operatori economici, grazie alla maggiore liquidità e al periodo di bassi tassi di interesse offerti dagli strumenti di debito dei paesi occidentali. Tuttavia l'alto rischio paese di ogni singolo stato emergente e la loro vulnerabilità alle crisi finanziari globali rendono il risk premium per i bond emessi dai governi EM più alto, aumentando il costo dei finanziamenti per questi paesi. Oltre agli elementi macroeconomici come il livello del debito, il tasso di inflazione, i tassi di cambio reali, il grado di liquidità e le condizioni fiscali hanno un effetto determinante nella formazione dello spread rispetto ai titoli obbligazionari dei paesi avanzati. L'eliminazione di parte di questi rischi si concretizza in un minore spread sui debiti sovrani e in un migliore rating creditizio. Specialmente nelle regioni in cui si è

assistito in passato a dei default, nel periodo dal 2001 al 2011 lo spread si è ridotto a seguito di una consolidazione fiscale da parte dei poteri centrali.⁷

La democrazia sembra un fattore importante per attrarre investimenti, ma solamente nei paesi più poveri dove le condizioni economiche sono molto più instabili. Analizzando le prestazioni in 20 anni (2000-2019) dell'indice JP Morgan Emerging Market Index, il quale comprende 26 paesi emergenti (7 ad alto reddito pro capite, 14 medio reddito e 5 a basso reddito) è stato possibile comprendere quali componenti del rischio politico hanno più effetti sui bond. Per misurare lo spread è stato usato l'Emerging Market Bond Index Global che traccia i spread mensili dei bond emessi da questi paesi e, per quanto riguarda il merito creditizio, è stato preso come riferimento il S&P Credit Rating per ogni paese emergente per 240 mesi.

Fig 1.8: Spread in base alle sub-componenti del rischio politico in quartili



Fonte: Soneshine e Kumari pag 5

⁷ Sonenshine e Kumari “The differential impact of risk factors on emerging market bond spreads and credit rating outlooks”, 2022

A seguito di 5626 osservazioni dei spread sui bond, la media generale per gli emerging markets è di 420 punti base sopra l'US Treasury Bill. I paesi classificati come alto rischio politico hanno una media di 579 punti base, mentre quelli meno rischiosi di soli 255 punti. Vi è una grande differenza anche a livello di credit outlooks negativi, con una media del 22,5% per i paesi più instabili contro l'11,8% dei paesi con basso rischio politico. Tramite regressione lineare dei spread per ogni sub-categoria del rischio politico si è stabilito che in generale il rischio politico incide solitamente del 41% nella formazione dello spread, e nei paesi ad alto rischio, una riduzione di un punto percentuale dell'instabilità politica consente di ridurre lo spread del 3,9%, con l'ordine pubblico e la presenza dei conflitti interni che apportano influenza più significative. Nei paesi meno rischiosi, i differenziali nei tassi di interesse sono meno sensibili al fattore politico, dove le incertezze derivanti da fattori economici e finanziari sono più decisivi nell'aumento degli yield. Per questi paesi, il coefficiente di democrazia sembra non avere nessun impatto: paesi con regimi autoritari come China e Arabia Saudita hanno spesso rating creditizi migliori rispetto ad alcune democrazie (Repubblica Ceca, Chile e Slovenia). Anche il coefficiente di corruzione sembra non avere un impatto rilevante.

Per concludere, il rischio politico causa un importante aumento del costo del debito nei paesi dove i rischi finanziari sono sopra la media globale, mentre sono meno influenti nei paesi più stabili a livello macroeconomico. Per cui, coloro che sono percepiti come più rischiosi, tendono ad avere più difficoltà a raccogliere capitali, la cui mancanza non può alimentare lo sviluppo economico e sociale.

1.2.2 LE RIFORME

I governi dei paesi emergenti devono necessariamente adottare misure che consentano di creare un contesto per assecondare lo sviluppo economico.

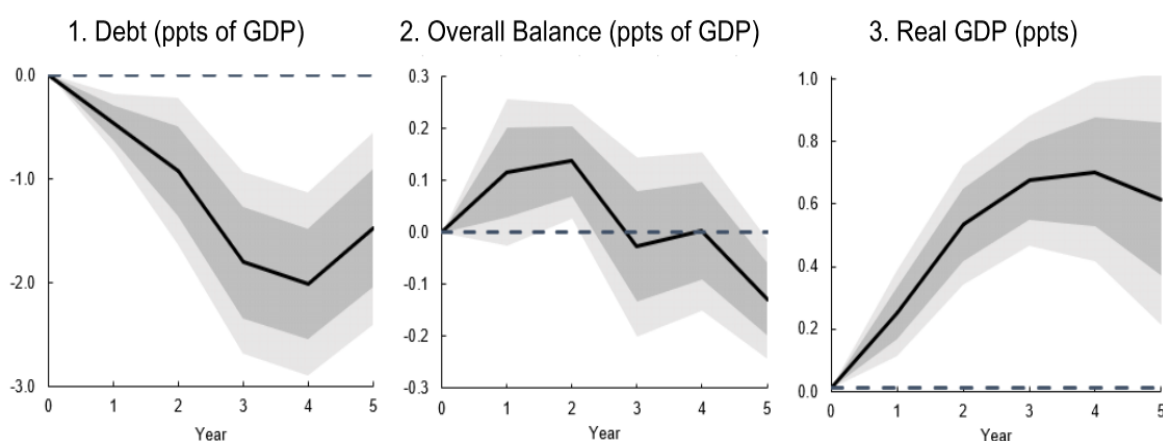
Per realizzare ciò è fondamentale attuare una certa disciplina finanziaria, ovvero i vari governi devono considerare un trade off tra l'immediato supporto economico e la sostenibilità fiscale almeno nel breve periodo, specialmente durante le crisi. I cittadini dei paesi emergenti sono peraltro molto più esposti alle conseguenze delle crisi mondiali, con meno reddito a disposizione sono più vulnerabili ai shock che limitano il loro accesso ai beni di prima necessità. Inoltre, nella maggior parte dei stati in via di sviluppo, i policy maker hanno poco spazio di manovra visto il loro alto debito accumulato, specie nei confronti di istituti internazionali come la Banca Mondiale o il Fondo Monetario Internazionale. Dunque, sembrerebbe necessario porre in atto riforme, le quali, in modo diretto o indiretto, agiscono sul parametro debito pubblico-pil. Le misure devono riguardare in particolar modo cinque aree: finanza domestica, finanza esterna, commercio, mercato del lavoro e dei prodotti.⁸ Le riforme orientate al mercato adottate dai governi in via di sviluppo rispetto ai paesi avanzati sono ancora non sufficientemente e, nei paesi a basso reddito pro-capite sono ancora una rarità. Nel medio termine, dal lato dei ricavi, queste riforme incoraggiano l'attività imprenditoriale, per cui potranno nascere nuove imprese con l'effetto principale di veder ampliata la base tassabile di una nazione e la diversificazione dei suoi prodotti in commercio. Grazie ad una maggiore competizione i prodotti avranno più qualità. Le imprese non redditizie statali potranno essere privatizzate, togliendo un grosso peso dalle casse statali. Dal lato delle spese invece, si potranno ottenere miglioramenti nella qualità creditizia,

⁸ International Monetary Fund "Market Reforms and Public Debt in Emerging Markets and Developing Markets", 2023.

aumentando la fiducia degli investitori esterni, con la conseguenza di un minore spread dei titoli governativi, fondamentale per la resilienza verso i shock esogeni e per aumentare le linee di credito per le aziende domestiche.

Analisi empiriche su un dataset proveniente da 62 stati in via di sviluppo hanno stabilito che, dopo aver intrapreso grandi riforme incentrate sul mercato il rapporto debito pubblico-Pil diminuisce in media di 3 punti percentuali, con un miglioramento del bilancio pubblico di circa il 0,26% il Pil nel breve termine. I vantaggi si concretizzano generalmente in un aumento delle entrate governative e di una riduzione dei spread sui bond emessi: durante i primi due anni si possono verificare incrementi dei ricavi dello 0,4% del pil, principalmente come conseguenza maggiori tasse e di minori dazi doganali. La riduzione degli spread è in media di 188 bp dopo quattro anni. I dati suggeriscono che gli impatti sui ricavi si affievoliscono già a seguito del quinto anno dalla riforma, anche se permane il vantaggio di aver creato uno spazio fiscale che lo stato potrà utilizzare nel lungo periodo.

Fig 1.9: Effetti di una riforma orientata sul mercato nei primi 5 anni con un intervallo di confidenza del 90% (grigio chiaro) e 68% (grigio scuro)



Fonte: *Imf Worl Economic Outlook*

Altra conseguenza indiretta provocata da tali riforme è l'aumento della spesa pubblica dello 0,15 del Pil circa. Una maggiore spesa da parte dello stato centrale va a compensare i nuovi ricavi, che potranno essere destinati all'erogazione di servizi pubblici essenziali come l'educazione, le cure assistenziali e la sicurezza, in modo da aumentare il benessere medio del cittadino.

Più nel dettaglio, interventi statali che coinvolgono la finanza domestica, le privatizzazioni e l'eliminazione dei dazi doganali incrementano in media il Pil del 10% nel medio periodo.

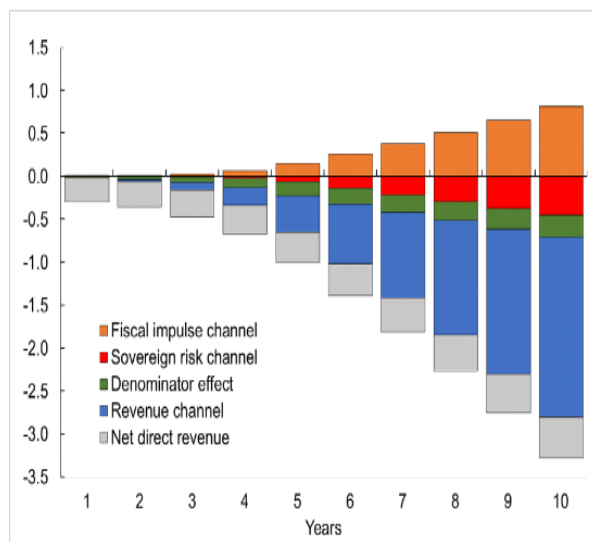
Misure finanziate solamente tramite forti spese fiscali possono fomentare ulteriormente la sperequazione sociale, nonostante gli effetti positivi per la crescita aggregata. Specie nei paesi meno abbienti, sembrano essere più efficaci interventi rivolti a migliorare le risorse per i cittadini, come la costruzione di infrastrutture necessarie per l'attività economica. Riforme attuate in fasi espansione economica risultano più efficaci, visto che nel breve periodo il governo dovrà spendere in un contesto che offre maggiori sicurezze economiche.

L'impatto di una riforma può differire anche a seconda della fragilità fiscale di uno stato. Per esempio, la fiducia degli investitori sarà maggiore nei confronti di riforme economiche in uno stato dove il debito pubblico è molto alto rispetto a paesi con meno debito, almenoché altre difficoltà endogene portino ad una sottostima degli effetti delle misure.

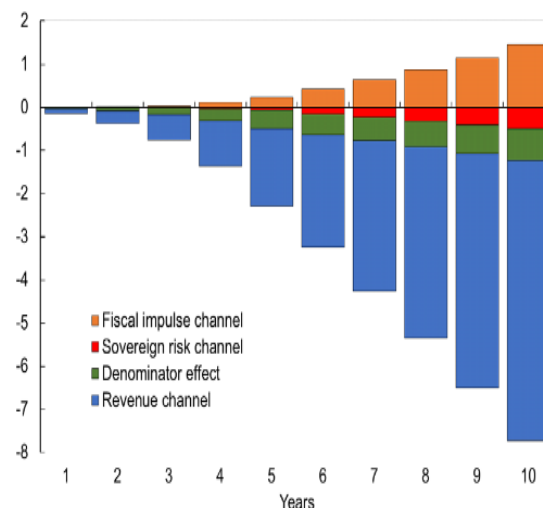
Per comprendere in modo più dettagliato gli effetti di varie riforme nel lungo periodo nei paesi emergenti, l'Imf ha usato un modello dinamico chiamato DIGNAR 19, che ha il compito di simulare le conseguenze macroeconomiche, differenziando le riforme orientate al mercato dalle riforme finanziarie.

Fig 1.10: Misurazione degli effetti delle due riforme sui vari canali

1. Product Market Reform



2. Financial Market Reform



Fonte: Dignar-19 Imf

Il modello in oggetto ha osservato che fra il quinto e il decimo anno dall'implementazione della riforma si ha un possibile calo del debito del 5,4% del Pil se si tratta di riforma finanziaria e un calo del 1,6% se la riforma concerne il mercato dei prodotti, mentre se si amplia l'orizzonte temporale ulteriormente, il calo del debito può arrivare a toccare il 2,5 e il 7,7 percento del Pil a seconda del tipo di riforma.

Il cambiamento nell'indicatore debito pubblico-Pil si verifica in modo diverso per entrambe le riforme, visto che bisogna prendere in esame i diversi canali su cui agiscono i due tipi di cambiamenti. Per entrambe le riforme i maggiori effetti si notano nel canale dei ricavi, dove nel lungo termine le entrate possono crescere dal 2% al 6,5% del pil, attraverso maggiore produttività del capitale e dei lavoratori. L'impulso fiscale, dovuto a maggiori tasse da poter spendere, può ridurre il debito di un range tra il 0,8% e l'1,5% del pil.

L'aumento degli output domestici provoca il cosiddetto effetto denominatore, in quanto il pil interno subirà una crescita, influenzando positivamente sia il mercato delle equity che quello delle fixed income.

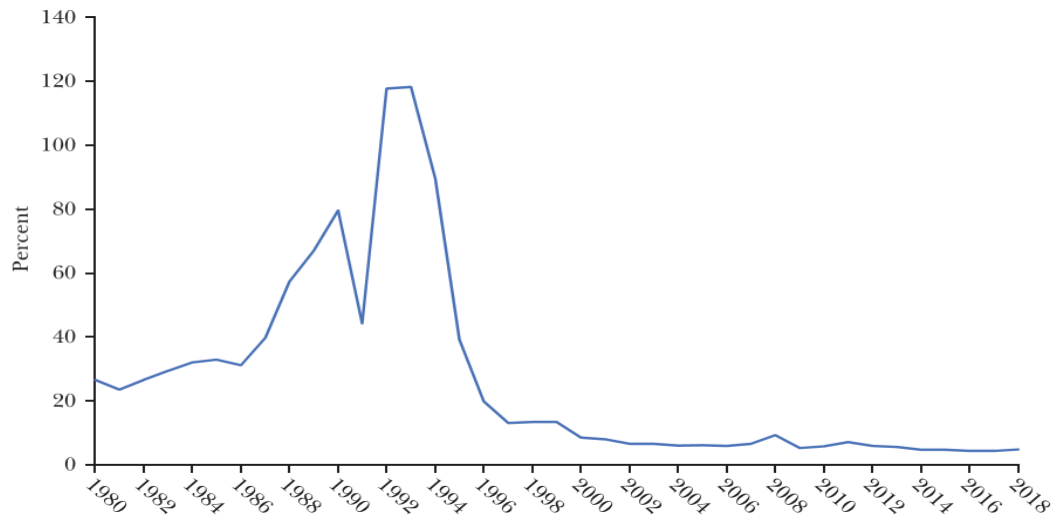
I ricavi netti dovuti alle privatizzazioni scaturiti dalla vendita di compagnie statali e la riduzione dei costi dovuti al loro mantenimento porta in media una riduzione del debito-pil dello 0,5% in 10 anni.

Come già ripetuto, è importante utilizzare il surplus dei ricavi dati dalle riforme in modo ottimale, altrimenti si rischia di neutralizzare tutti gli effetti positivi ottenuti. Evidenze di lungo periodo confermano che le spese in conto capitale danno luogo ad un moltiplicatore fiscale ben più efficace della mera spesa fiscale. I policy makers devono quindi indirizzare le loro risorse in investimenti pubblici, affiancando alle riforme misure fiscali appropriate e migliorando la loro capacità di riscossione delle tasse.

Alcuni di questi interventi strutturali hanno favorito l'importante crescita dei paesi emergenti, avuta luogo principalmente a partire dagli anni 90, periodo in cui la crescita media del Pil ha superato per la prima volta quella dei paesi avanzati.⁹ In quegli anni ci furono importanti stabilizzazioni dell'inflazione interna, la quale è un fattore fondamentale nel diminuire la distorsione dei prezzi dei fattori produttivi in aggregato, permettendo alle imprese di produrre di più senza veder erosi i loro margini di profitto. Il pericolo dell'inflazione inattesa può oltretutto scoraggiare i creditori a lungo termine, visto che il fenomeno inflattivo permette ai debitori di dover restituire un somma minore rispetto a quella pattuita inizialmente, vista la perdita di valore della moneta.

⁹ Chari, Henry, Reyes "The Baker Hypothesis: Stabilization, Structural Reforms and Economic Growth", 2021

Fig 1.11: Caduta del tasso di inflazione nei paesi emergenti



Fonte: Chari, Henry e Reyes pag 87

Un'inflazione che registra stabilmente una bassa percentuale (non superiore ai 10 punti percentuali) permette la creazione di un ambiente macroeconomico favorevole all'apertura verso i mercati internazionali. I titoli finanziari possono quindi essere oggetto di libera compravendita da parte di investitori stranieri. Nello studio di 64 paesi in via di sviluppo, si è notato come dopo 10 anni dalla liberalizzazione al commercio internazionale, la percentuale di crescita è passata da 1,72% al 4,38%. Tale aumento ha superato quello di fattori specifici di un paese: la crescita è stata molto più netta rispetto a quella registrata prima della liberalizzazione. In particolare, la liberalizzazione della componente "conto capitale" nella bilancia commerciale di un paese, rende più efficiente l'allocazione delle risorse internazionali: il surplus di capitali proveniente dai paesi più ricchi può essere investito nei mercati in via di sviluppo, i quali necessitano di ingenti capitali a disposizione per poter investire.

Il P/E del mercato finanziario internazionale (aggregato dell'earnings yield) è la media del costo del capitale azionario per le società quotate nei mercati regolamentati. Tale metrica è fondamentale per misurare il tasso di rendimento richiesto dagli investitori. Con la liberalizzazione dei mercati, l'earnings yield aggregato è diventato il tasso di interesse privo di rischio globale, maggiorato dell'equity risk-premium del paese. Inoltre, grazie all'integrazione con il mercato internazionale, l'equity premium è dato dalla covarianza dei rendimenti del mercato domestico con i rendimenti del mercato globale. Il tasso di interesse globale privo di rischio è sensibilmente più basso di quello domestico, e la varianza insita nel mercato dei paesi emergenti è molto più alta della covarianza con i mercati internazionali. Tutto ciò si concretizza quindi nella riduzione del costo del capitale azionario in questi paesi. Si è assistito quindi ad un incremento della raccolta di investimenti e di diversificazione del rischio per gli operatori domestici, i quali hanno visto crescere i loro investimenti.

Come dimostrato, gli intervenenti dei poteri centrali di uno stato possono creare dei circoli virtuosi a livello macroeconomico, fondamentali per creare una nazione resiliente e stabile nel contesto internazionale.

1.2.3 LA DIVERSIFICAZIONE INTERNAZIONALE

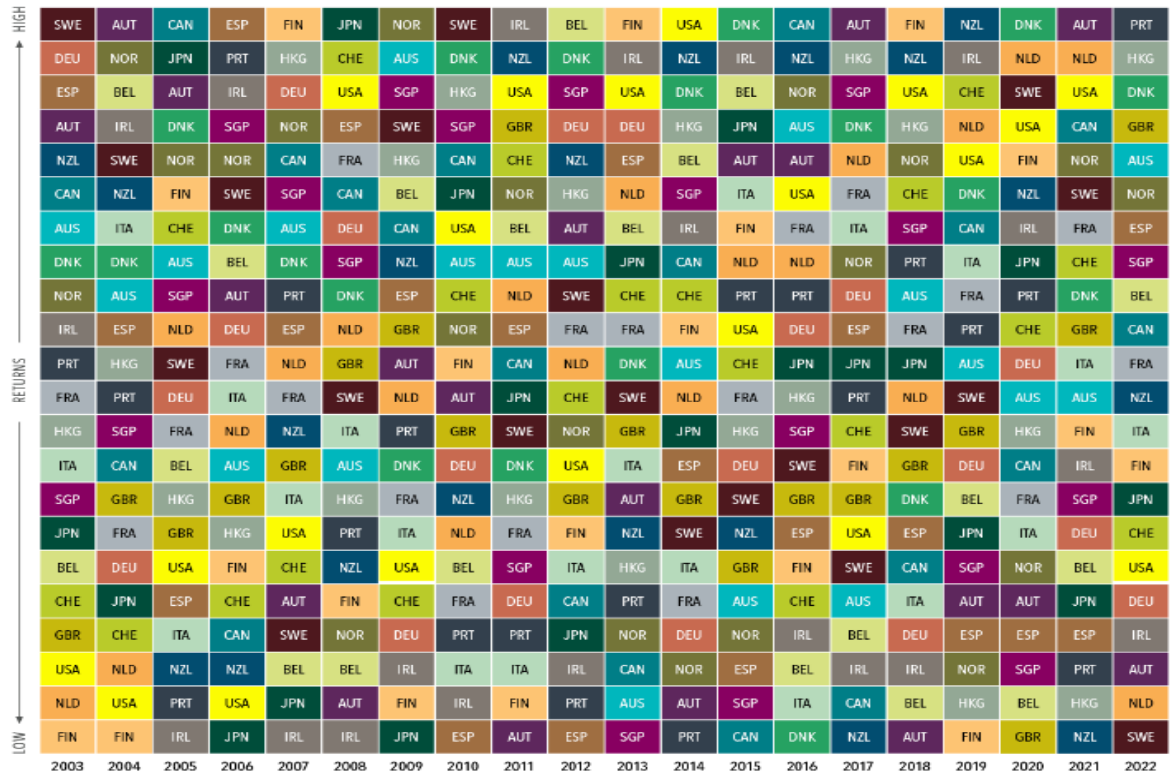
Nel 1952 Harry Markowitz con la pubblicazione del suo modello teorico "Teoria del Portafoglio" ha rivoluzionato la letteratura finanziaria e il modus operandi di tutti gli investitori. Nel suo articolo pubblicato nel Journal of Finance viene descritta l'ottimizzazione di un portafoglio di investimenti. L'obiettivo di un gestore dovrebbe essere quello di costruire un portafoglio efficiente, con al suo interno una combinazione di titoli che possano minimizzare il rischio e massimizzare il

rendimento complessivo. Le teoria di Markowitz si è distinta dalla letteratura dell'epoca nell'affermare che l'andamento di un portafoglio dipende dalla correlazione dei suoi titoli e non dal rischio specifico di ognuno di essi. Per comporre un portafoglio che non sia dominato da altri (a parità di rendimento ha rischio minore, e viceversa), il gestore del fondo deve attuare un processo di diversificazione, ossia scegliere titoli che siano imperfettamente correlati tra loro (indice di correlazione minore di 1), in modo da raggiungere maggiori rendimenti senza aumentare il rischio totale. Qualche anno più tardi, Sharpe ha rivisto il lavoro di Markowitz e nella sua Capital Asset Pricing Model (CAPM) ha preso in considerazione anche il rischio di mercato, la parte di rischio sistemico e non diversificabile, risultante dalla varianza media del portafoglio ottimale. Sharpe ha introdotto il coefficiente Beta come espressione del rischio di mercato. Tale coefficiente si riferisce al cambiamento delle performance di un titolo a seguito di una variazione nell'andamento del mercato.

Le opportunità di investimento sono presenti in tutti i mercati finanziari nazionali, ma l'aleatorietà dei rendimenti azionari rende molto difficile prevedere con precisione quale mercato sovraperformerà gli altri in futuro¹⁰. Come riportato dall'immagine, in arco temporale di 20 anni, i rendimenti di 22 paesi sono variati sensibilmente nel corso del tempo. A titolo d'esempio, il mercato azionario austriaco ha fatto registrare nel 2017 uno dei migliori tassi di crescita, per poi neutralizzare i rendimenti nell'anno successivo con delle basse performance. Per cui i dati storici non danno alcun risultato predittivo riguardo le performance future dei titoli di una particolare mercato.

¹⁰ Dimensional Fund Advisor "Which Country Will Outperform? Here's Why It Shouldn't Matter", 2023

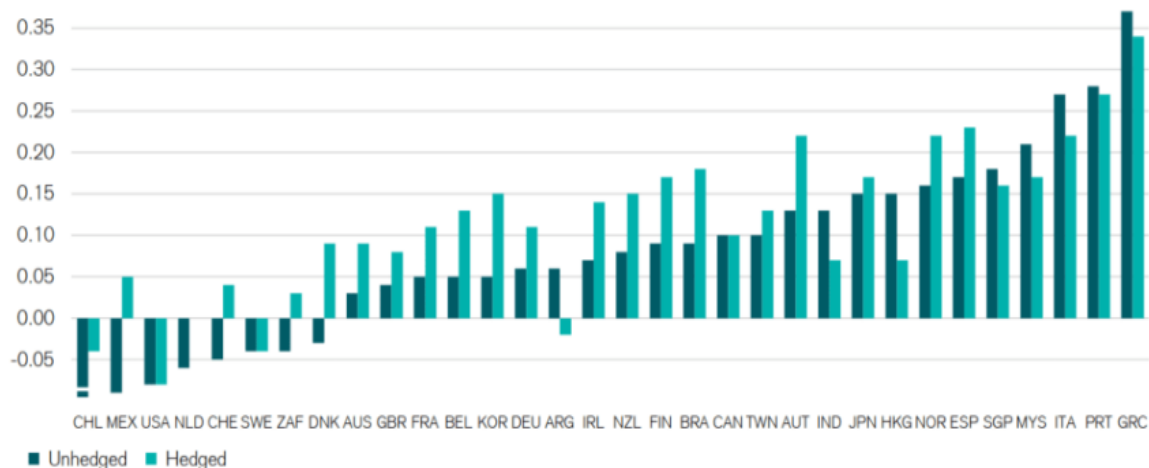
Fig 1.12: Rendimenti annualizzati dal 2003 al 2022



Fonte: Dimensional Fund Advisor

L'unica soluzione contro discontinuità dei rendimenti dei mercati azionari nazionali è quella di possedere titoli provenienti da più mercati nel mondo, cosicché grandi rendimenti provenienti da una nazione possano compensare eventuali ribassi registrati altrove. Gli investitori sono esposti ad un'ampia gamma di opportunità di investimento, a fronte di una maggiore stabilità di portafoglio.

Fig 1.13: Sharpe Ratio dal 1974 al 2021 di portafogli solamente domestici e portafogli con titoli sia domestici che internazionali



Fonte: Credit Suisse Global Investment Returns

La globalizzazione finanziaria ha provocato un aumento della correlazione cross-country: gli shock dei flussi di cassa e dei tassi di sconto dei diversi mercati hanno visto le loro correlazioni aumentare già agli inizi degli anni 90. Specie per quanto riguarda i tassi di interesse, le notizie riguardanti le politiche monetarie delle varie banche centrali sono molto più amplificate rispetto al passato. Il mercato obbligazionario ha infatti sperimentato negli ultimi decenni un minor beneficio a causa della diversificazione globale, mentre non ci sono verifiche empiriche per un miglioramento della diversificazione per quanto riguarda il settore equity. Il flusso di cassa delle azioni infatti non è solamente determinato dalla componente aggregata ma anche dal rischio idiosincratco, il quale rende il mercato azionario meno correlato a livello mondiale. Quindi, anche se i tassi reali hanno subito una forte convergenza, i fondamentali dei vari titoli azionari risultano piuttosto

indipendenti tra loro.¹¹ Nel breve periodo, eventuali shock dei flussi di cassa hanno reso la diversificazione internazionale meno efficace.

Tuttavia, nel lungo termine gli investitori hanno ancora margine per ridurre il cash flows risk diversificando il loro portafoglio con investimenti internazionali. Nel lungo termine anche l'effetto sui tassi di interesse sembra avere un impatto irrilevante, favorendo i fondi che investono in bond a lunga scadenza, i quali possono ampliare il loro universo di titoli obbligazionari a disposizione e comprare quote di obbligazioni estere che sono più liquide rispetto a quelle domestiche. Per cui, sia per il mercato azionario che per i fixed income la correlazione cross-country è aumentata in modo rilevante solo per quanto riguarda il breve periodo. Nelle crisi finanziarie, i mercati tendono a subire un ribasso quasi contemporaneo, ma se si allarga l'orizzonte temporale, i rendimenti dei mercati globali sono meno influenzati dai momenti di panico. Inoltre, concentrare i propri investimenti in mercati caratterizzati da basse performance per lunghi periodi di tempo può essere dannoso per qualsiasi investitore.¹² La diversificazione non può essere ottenuta con le multinazionali, anche se i loro ricavi provengono da più zone del mondo. Le aziende large growth risultano molto più correlate tra i paesi rispetto alle small value. La differenza tra le correlazioni delle diverse tipologie di aziende sembra aumentare nel tempo. Per cui le aziende value e le small cap sembrano dare più valore alla diversificazione globale.¹³

Un ulteriore studio su 38 mercati azionari dal 1990 al 2019 ha evidenziato come gli investitori hanno il 13% delle possibilità di perdere potere di acquisto se investono

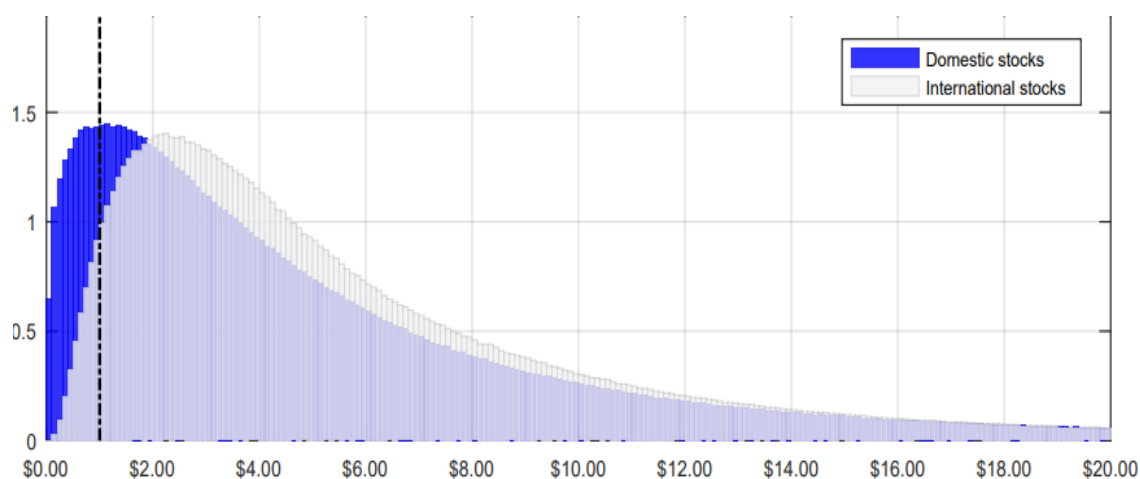
¹¹ Viceira e Wang "Global Diversification for Long-Horizon Investors", 2018

¹² Asness, Israelov e Liew: "International Diversification eventually works", 2011

¹³ Bekaert, Hodrick e Zhang "International Stock Return Comovements". 2008

nel mercato domestico. La probabilità di perdita si riduce al 4% se si investe in stocks internazionali.¹⁴

Fig 1.15: Left Tail di investimenti azionari domestici e internazionali



Fonte: Viceira e Wang pag 50

In aggiunta, in un periodo che va dal 1996 al 2017, solamente il 31% delle 70000 azioni analizzate ha sovraperformato il rendimento mensile dei Treasury bills. Non sapendo con esatta precisione quali titoli e quali mercati garantiscono alti rendimenti in modo continuativo, la diversificazione è l'unico strumento per diminuire la volatilità e aumentare il rendimento atteso dell'investimento azionario, specie nel lungo periodo.¹⁵

Molti investitori non sembrano comprendere tali dinamiche nella costruzione del loro portafoglio. French e Poterba hanno preso in esame quello che viene chiamato "Home Country Bias"¹⁶. Il motivo per cui gli investitori preferiscono dedicare la

¹⁴ Anarkulova, Cederburg e O'Doherty "The Long Horizon Returns of Stocks, Bonds and Bills", 2021

¹⁵ Fang, Marshall, Nguyen "Do Stocks Outperform Treasury Bills in International Markets?", 2019

¹⁶ French e Poterba "Investor Diversification and International Equity Markets", 1991

maggior parte delle loro risorse nei mercati domestici è dovuto ad un'attribuzione di alti rendimenti attesi nei loro mercati nazionali rispetto ai mercati esteri. La differenza di rendimenti attesi tra il mercato domestico e quelli esteri è molto spesso anche di centinaia di punti base.

1.2.4 MERCATI EMERGENTI IN PORTAFOGLIO

Secondo Kritzman un asset class è un insieme di titoli omogenei e capaci di soddisfare grandi capitali di investimento, garantendo una bassa correlazione in relazione alle altre classi di investimento, all'uopo di migliorare l'utilità del portafoglio. Per considerare l'inserimento di titoli dell'asset class Emerging Markets bisogna comprendere alcuni aspetti fondamentali. Ci sono vari elementi che portano gli investitori ad essere sovraesposti in particolari mercati: l'home country bias e la grande concentrazione di alcuni indici azionari. Alta crescita economica e valutazioni attrattive possono invece condurre ad una sovraesposizione verso questa asset class. Quella della crescita economica sembra essere uno dei miti più controversi in ambito finanziario. Vi è infatti una correlazione negativa tra la crescita del Pil pro-capite e i rendimenti finanziari aggiustati per l'inflazione nel lungo periodo¹⁷.

La crescita economica di un paese si realizza principalmente tramite l'incremento di input produttivi e del lavoro aggregato, realizzabile soprattutto tramite il cambiamento tecnologico delle fasi produttive. I benefici di tale crescita saranno destinati ai lavoratori e consumatori, ma non necessariamente ai stockholder.

La correlazione negativa riflette inoltre la tendenza degli investitori ad affidare alte aspettative di crescita del prezzo di un'azione, per cui viene assegnato un alto P/E

¹⁷ Ritter "Is Economic Growth Good for Investors?", 2012

in presenza di una crescita del Pil. Tutto ciò ha l'effetto di abbassare il rendimento realizzato, visto il maggior capitale impiegato da chi investe per ricercare lo stesso livello di profitti. L'alto rendimento atteso quindi neutralizza i benefici di una unexpected growth. I rendimenti delle stock sono principalmente derivati dall'earnings growth per share e non dalla crescita dei profitti dell'intera nazione. Se i maggiori capitali derivanti dal miglioramento economico sono destinati a società non quotate o in procinto di quotarsi, la crescita economica di un paese ha un ruolo prettamente insignificante nelle performance dei mercati finanziari.

La vera importanza dell'inserimento dei titoli di mercati emergenti si ha quando si vogliono ottimizzare le performance di portafoglio, nonostante l'integrazione dei mercati globali degli ultimi decenni.

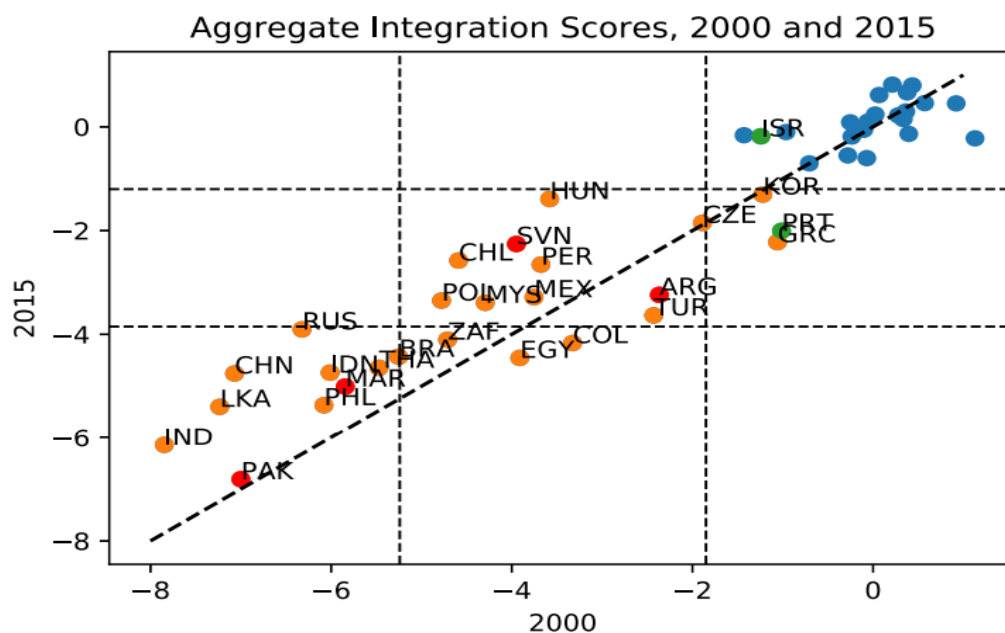
Il processo di liberalizzazione di un mercato finanziario produce un aumento dei prezzi delle azioni e, di conseguenza, una riduzione dei rendimenti attesi e una minore correlazione con il mercato azionario globale. Tuttavia, a livello di valutazioni, i mercati emergenti sembrano avere dei vantaggi rispetto ai mercati sviluppati. Il P/E è di 3 punti percentuali più basso e il dividend yield 25 punti base più alto. Molti degli Emerging Markets presentano infatti un'integrazione ancora parziale, soprattutto per la presenza di rischi politici e cattive politiche di governance che non permettono la convergenza totale con i paesi sviluppati. L'integrazione finanziaria registra livelli diversi tra i stessi paesi emergenti. Se si evidenziano fattori come la dimensione del mercato, i livelli di liquidità e la sua accessibilità si può notare come alcuni paesi considerati spesso emergenti, hanno un livello di integrazione paragonabile a quello dei paesi di frontiera (Pakistan), viceversa altri sono paragonabili ai mercati occidentali (Repubblica Ceca).

Per cui molto spesso le classificazioni dei vari indici risultano molto spesso imprecise e fuorvianti, visto che raggruppano mercati che hanno livelli di sviluppo finanziario molto diversi tra loro. In base ai suddetti criteri, ci sono mercati

considerati di frontiera che in vista della loro integrazione possono essere considerati emergenti e, viceversa, mercati emergenti con mercati finanziaria anche a livelli primordiali.

Le differenze in ambito finanziario ci sono tuttavia anche tra i mercati avanzati, dove molti paesi fanno più affidamento al sistema bancario rispetto che al mercato dei capitali (Germania e Italia) e hanno quindi un mercato azionario con basse capitalizzazioni.

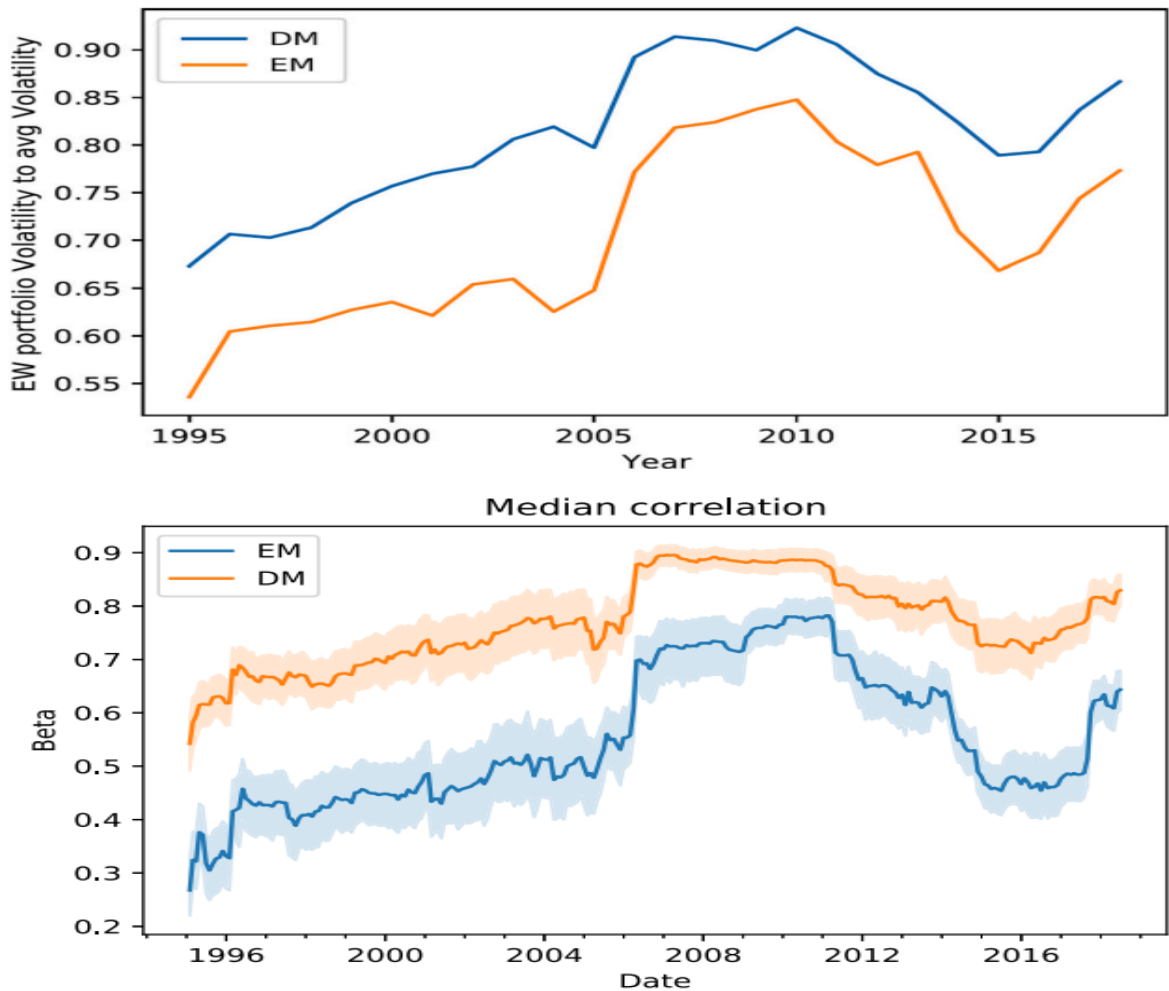
Fig 1.16: Livello di integrazione dei mercati Emergenti in arancione, Avanzati in blu e di Frontiera in rosso dal 2000 al 2015



Fonte: Bekaert, Harvey e Modino pag 8

I paesi emergenti hanno quindi ancora un importante ruolo nella diversificazione di portafoglio, evidenziato in maggior modo dagli indici di volatilità e di correlazione.

Fig 1.17: Indice di volatilità e correlazione media dei pesi emergenti e paesi avanzati



Fonte: Bekaert, Harvey e Modino pag 11-12

Dai grafici sopra riportati vengono presi in considerazione due indici: MSCI equal-weighted, dedicato ai paesi emergenti e l'MSCI ACWI con all'interno titoli di paesi avanzati. Nella costruzione dei grafici vengono entrambi messi in relazione con l'indice MSCI World. Analizzando le immagini, si nota come da metà anni 90, i paesi emergenti abbiano diminuito la loro volatilità nei confronti del mercato globale. Attualmente la volatilità dell'indice dei paesi in via di sviluppo è di 11 punti percentuali maggiore rispetto all'indice dei mercati avanzati (33% contro il 22%). La componente specifica per i paesi emergenti rimane molto rilevante: la

volatilità dei singoli paesi emergenti è del 9,36% più alta e il rischio idiosincratico è maggiore dell'11,80% rispetto a paesi appartenenti all'altro indice. Se si considera un'analisi cross-country, l'eterogeneità delle singole economie emergenti si sostanzia in una volatilità molto diversa tra i paesi, così come la loro correlazione: 0,45 tra i paesi emergenti e 0,66 tra i paesi avanzati¹⁸. Le diverse nazioni emergenti concentrano la loro forza economica in diversi settori: Taiwan e Corea del Sud sono leader nel settore tecnologico, mentre paesi come Sud Africa e Brasile hanno una forte prevalenza sulle materie prime.

Avendo un fattore specifico molto importante, un investimento nei paesi considerati emergenti è considerato un'assicurazione contro i ribassi dei mercati avanzati. Come ben visibile dal grafico, l'indice di correlazione è sceso dalla crisi del 2008. La correlazione odierna dei paesi emergenti con l'azionario globale è di circa 0,6, mentre nel lungo periodo la correlazione media è compresa tra lo 0,55 e il 0,36, con una differenza massima di 0,4 con i paesi avanzati.

Per ottimizzare un processo di diversificazione ogni investitore deve considerare il concetto di simmetria (skewness) del suo portafoglio. La negative skewness azionaria tipica dei paesi in via di sviluppo è un concetto a favore per il loro inserimento in portafoglio, potendo contrabilanciare la skewness positiva dei developed markets. Tale effetto è ulteriormente amplificato nei mercati ancora parzialmente integrati. La skewness negativa implica un Value at Risk (VAR) negativo: alti expected returns a causa dell'assunzione di un maggior rischio (viceversa una skewness positiva indica alti prezzi correnti e bassi rendimenti attesi).¹⁹.

Il coefficiente Beta, indice meno temporaneo rispetto all'indice di volatilità, per i paesi avanzati si attesta intorno all'1, mentre i paesi emergenti hanno fatto registrare

¹⁸ Bekaert, Harvey e Mondino "Emerging Market in A Globalized World", 2023

¹⁹ Harvey "The Drivers of Expected Returns in International Markets", 2000

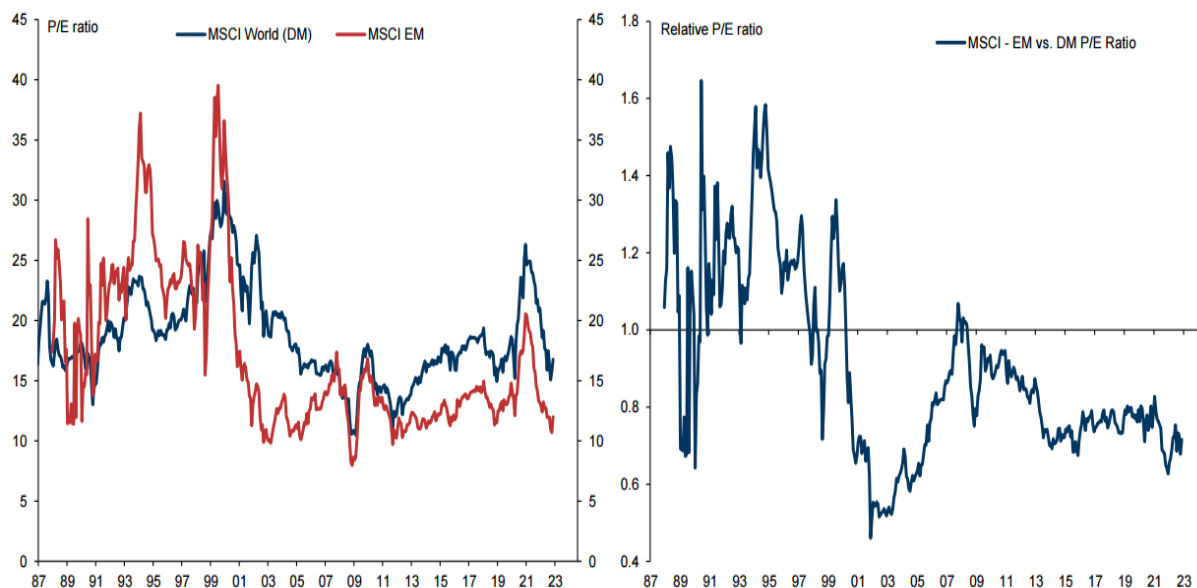
di recente un valore tra l'1,1 e 1,4. Tali risultati confermano come, nonostante la globalizzazione finanziaria, i mercati emergenti siano da considerare ancora un asset class rischiosa ma più remunerativa. Dal 1990 infatti le migliori e le peggiori performance azionario provengono nel 90% dei casi dalle zone in via di sviluppo. Da questi risultati è chiaro come i benefici della diversificazione siano ancora ben presenti in questi titoli. In particolare, per i gestori attivi, la combinazione Emerging Markets e Developed Markets in portafoglio può determinare un coefficiente Alpha negativo con l'indice azionario globale, utile nei momenti di crisi finanziarie. Una ponderazione basata sulle valutazioni o sull'inverso del rapporto Market Cap-GDP sembrano essere valide strategie che garantiscono un Alpha maggiore. Una ponderazione basata sul Pil favorisce invece la concentrazione in grandi economie come India, Cina e Brasile.

Molti investitori istituzionali, a differenza del passato, stanno iniziando a considerare gli Em nei loro fondi. Una ricerca condotta da MSCI nel 2021 ha evidenziato come gli investitori dedicano meno capitali nei mercati avanzati a favore dei mercati emergenti.

Nonostante in molti di questi paesi si sia assistito ad una crescita percentuale molto più marcata rispetto a quella dei mercati avanzati, dagli anni 2000 i loro mercati azionari hanno sottoperformato. A seguito di scarsi rendimenti offerti dal negli ultimi vent'anni, gli asset degli emerging markets risultano molto più convenienti in termini assoluti e relativi. Il minore gap tra la crescita dei paesi emergenti rispetto a quelli avanzati dal 2000 al 2010 ha provocato una fuga eccessiva dai mercati finanziari emergenti. La previsione di una crescita ancora più evidente in futuro può tramutarsi in importante incremento degli Earnings per share. Spesso tuttavia, come accennato in precedenza, la relazione tra Pil-crescita utili è meno netta rispetto a quanto avviene nei paesi sviluppati. Molti dei rendimenti provocati dagli investimenti esteri ritornano nei paesi d'origine: l'output viene registrato nei paesi

emergenti e l'utile nei paesi avanzati. Ciononostante, negli ultimi 35 anni l'MSCI EM ha registrato una crescita media dell'Eps del 5% contro il 2,7% dell'indice DM²⁰.

Fig1.18: Confronto tra i P/E ratio degli indici MSCI



Fonte: Goldman Sachs

I risultati appena mostrati confermano dunque come, nonostante le recenti dinamiche, i mercati emergenti conservino ancora le loro peculiarità che la rendono un asset classe separata e fondamentale sia nell'asset allocation sia in un'ottica di ricerca dei rendimenti.

CAPITOLO 2: LA CINA

²⁰ Goldman Sachs: "The Path to 2075", Dicembre 2022

2.1 LE RIFORME E LA CRESCITA

La Repubblica Popolare Cinese è stato di gran lunga il primo paese emergente ad aver attirato l'attenzione degli agenti economici. La Cina ha infatti superato negli anni le diverse economie avanzate in termini di ricchezza creata. Dati alla mano, la grandezza e la velocità in cui è avvenuta la trasformazione dell'economia cinese non ha precedenti storici. Dal 1978 ad oggi il Pil reale ha vissuto una crescita incontrastata con una media del 10% all'anno, trasformando la Cina nella seconda nazione al mondo dopo gli Stati Uniti. Solamente dal 2000 al 2010 la ricchezza prodotta in Cina ha un valore di 11,6 trilioni di dollari, cifra equivalente a quattro volte il Pil del Regno Unito, due volte quello del Giappone e tre volte quello della Germania, mentre 30 anni fa il Pil cinese era pari circa a quello austriaco. Nel 2022 il Pil è arrivato al 73% di quello Us (nel 1990 era il 7%). Tuttavia la ricchezza pro capite è di 13000 dollari, ossia il 17% di quella statunitense (trenta anni fa di appena il 2%). Anche questo dato, seppur nettamente più basso confrontato con quello di molti paesi occidentali, è cresciuto in maniera esorbitante: dal 2005 al 2010 ha avuto un tasso di crescita annuo dell'8,9%²¹.

L'enorme sviluppo economico è iniziato nel 1978, quando Deng Xiaoping divenne il leader del Partito Comunista. Xiaoping ereditò una delle economie più arretrate al mondo: dal 1952 il tasso di crescita pro capite del paese ha registrato il 3% annuo, perlopiù dovuto all'aumento negli investimenti e il miglioramento nel settore scolastico. Sin dalla nascita della Repubblica Popolare Cinese nel 1949, si è cercato di attuare una ristrutturazione sociale ed economica tramite incentivi per il settore agricolo e l'industria pesante.

Dal 1952 al 1978 si è assistito alla strategia del government-led industrialization tipica dei paesi autoritari, dove i maggiori investimenti vengono dirottati verso

²¹ Barro, "Economic Growth and Convergence, Applied Especially to China" 2016

l'industria pesante, imponendo bassi prezzi ai prodotti agricoli, la vendita dei quali potesse finanziare il settore industriale²². In questo contesto la crescita passa principalmente da quanto un'azienda potesse risparmiare, per cui in questo caso è necessario ogni anno aumentare il numero di output e la disponibilità di capitale per occupato. Tale tipo di regime economico si è dimostrato fin da subito insostenibile nel lungo periodo: in pochi anni si è assistito a grandi carestie che hanno provocato decine di milioni di morti in tutto il paese. Per mitigare gli spostamenti tra zone rurali e urbane, ai contadini è stato proibito di migrare in città e i prezzi dei loro raccolti erano completamente prefissati dal governo. Sebbene fino agli anni 70 il 70% della popolazione lavorasse nel settore agricolo, i prodotti agricoli cinesi si sono rilevati malapena sufficienti per il fabbisogno interno (spesso si è dovuto ricorrere a grandi importazioni di grano).

Solamente dal 1978 però la crescita cinese è stata generata dalla produzione piuttosto che dal semplice aumento di capitale. Infatti in questo periodo sono iniziate le prime fondamentali riforme che hanno dato il via alla convergenza con le altre economie avanzate. Xiaoping appena salito al potere ha avviato la nazione ad un'apertura verso l'esterno, senza però stravolgere l'assetto istituzionale. A differenza di quanto fatto dall'Unione Sovietica, non si è deciso per un approccio completamente orientato al mercato. Le riforme graduali hanno principalmente basato lo sviluppo interno sul concetto del Total Factor Productivity (TFP), ossia la produzione residua rispetto a ciò che dipende dai fattori produttivi (lavoro e capitale). Secondo Kehoe e Prescott, il tasso di crescita del Pil pro capite può essere scomposto in quattro tipi di tassi di crescita: il tasso di crescita della partecipazione al lavoro, del rapporto tra capitale e output, del capitale umano e della crescita del TFP. Quest'ultimo indicatore è al centro della teoria neoclassica del modello Solow, visto che misura l'efficienza congiunta di tutti i fattori produttivi rispetto ad una

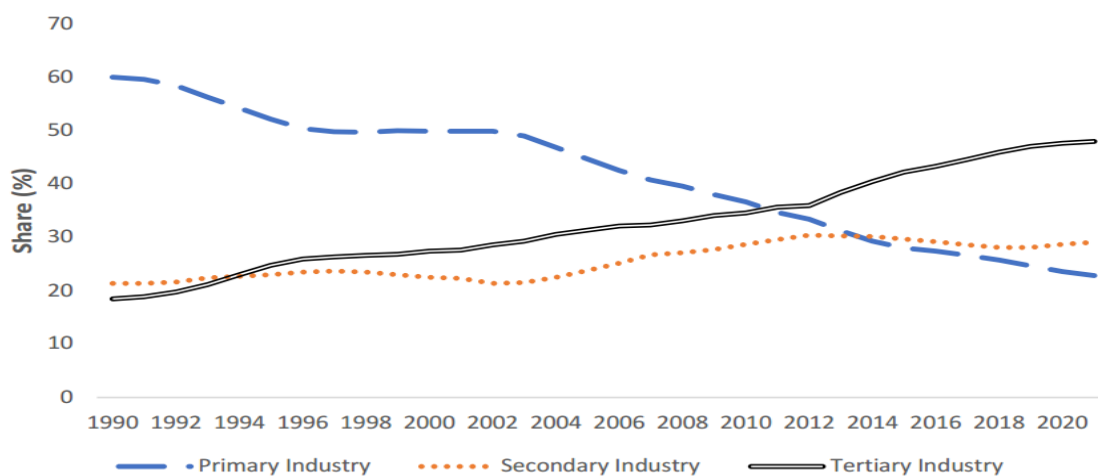
²² Zhu, "Understanding China's Growth: Past, Present and Future", 2012

certa quantità di input utilizzati nella produzione. Solow prende in considerazione il progresso tecnologico, considerato come la parte di crescita non dipesa dall'aumento dei fattori lavoro e capitale.

I primi cambiamenti strutturali sono iniziati nel settore agricolo: le imprese sono state suddivise in statali e non statali. Secondo la curva di Kuznets infatti, lo sviluppo economico di una nazione passa su tre tipi di cambiamenti strutturali: una prima fase di dominazione agricola, seguita da una dominazione industriale che successivamente è sostituita dalla prevalenza dei servizi. Il passaggio da un'economia agricola a una più industriale è ciò che stanno vivendo tutti i paesi emergenti in epoche recenti, ma che spesso trovano difficoltà nell'ampliare il loro settore terziario.

Il settore agricolo è in particolare visto di grande importanza nello sviluppo di un paese: ha un effetto sia diretto che indiretto nell'economia di una nazione. Con una maggiore produzione, i contadini possono adottare nuove tecnologie che permettono di soddisfare la domanda di prodotti usando meno lavoratori, i quali saranno di conseguenza ricollocati in altri settori con maggiore valore aggiunto. Il tutto si sostanzia in una maggiore ricchezza a livello di output. Già nel 1984, la produzione è aumentata del 57% con una riallocazione lavorativa di ben 49 milioni di persone. Nel 2007 gli occupati nel settore agricolo sono arrivati al 26%.

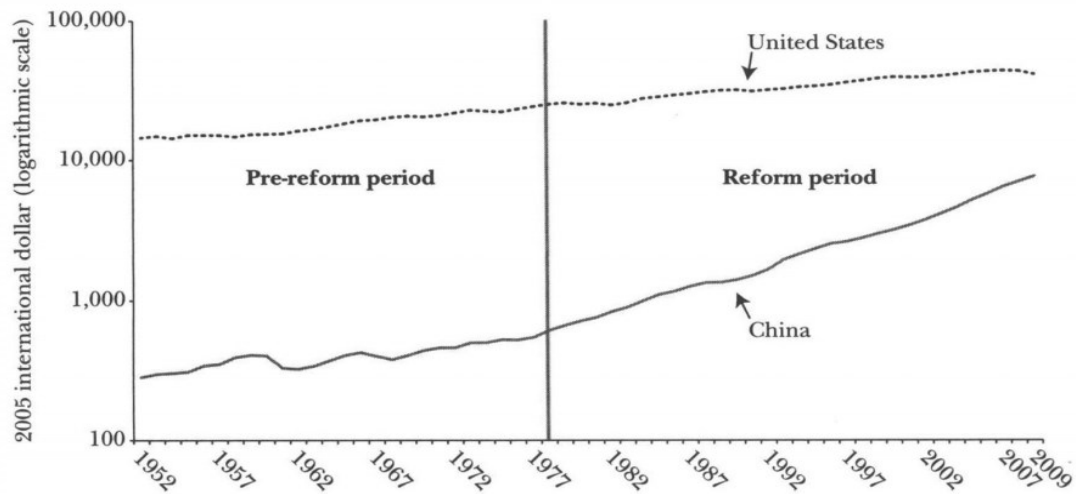
Fig 2.1: Ripartizione dei settori per percentuale di impiego



Fonte: CEIC Data and National Bureau of Statistics

Il governo cinese ha da subito attuato un sistema economico detto “Dual Track”: le imprese operanti in settore considerati strategici (energia e telecom) sono rimaste nel pieno controllo statale, mentre altre tipi di impresa come le società quotate sono state ristrutturate e date in gestione ai privati, con lo stato che deteneva comunque la maggior parte delle azioni di controllo. Con questo approccio il governo ha stabilito quantità e prezzi. La quantità in eccesso rispetto a quella concordata è stata scambiata liberamente, secondo le leggi del libero mercato. Inoltre, le barriere di entrata e uscita per le imprese sono state successivamente alleggerite. In un decennio da questi interventi, i lavoratori in imprese pubbliche sono scesi dal 38% al 15%. Il TFP ha conosciuto una crescita media del 3,66% per le imprese private e del 2,96% per quelle pubbliche.

Fig 2.1: evoluzione Pil pro capite China-US dal 1952 al 2009



Fonte: Zhu, pag 106

Dal 1980 le imprese rurali sono state poste sotto il controllo delle amministrazioni locali. Lo Stato centrale con questo assetto economico è riuscito a controllare in modo diretto le imprese statali fornendo incentivi e linee di credito e, allo stesso tempo, ha permesso la crescita delle attività imprenditoriali con meno controllo pubblico, attuando la cosiddetta “riforma senza perdenti”, intesa come la convivenza dei due tipi di impresa che ha dato luogo ad una competizione interna, con le imprese private oggetto di capitali esteri e quelle pubbliche supportate maggiormente dal governo. Negli anni 90, quando gli effetti delle politiche sul settore agricolo si sono esauriti, sono state ulteriormente implementate nuove misure rivolte alla liberalizzazione delle imprese. L’ascesa delle privatizzazioni ha influenzato anche le aziende statali, che hanno avuto più incentivi all’efficienza per continuare a competere con le compagnie private. Le trasformazioni nel tipo di governance delle imprese ha creato il 21% della crescita fino al 2007, quando le imprese private sono arrivate ad essere il 51% del totale.

Grazie alla tassazione delle nuove imprese private il governo ha avuto a disposizione più fondi per finanziare le attività che controllava. Nel periodo tra il

1998 e il 2007 il settore manifatturiero si è ampliato ad un tasso annuo del 13,4%. La grande mole di output prodotta ha così iniziato ad inondare i mercati mondiali. Nel 2001 la Cina è entrata nella World Trade Organisation, ha tagliato la maggior parte delle tasse doganali e regolato i Foreign Direct Investment, fondamentali per l'adozione di nuovi know how provenienti da altri stati.

La seconda fase della crescita cinese (dal 1998 al 2016) , a differenza di quella precedente che è stata guidata dalle politiche industriali del governo, è caratterizzata dall'investment led growth, fenomeno che ha alimentato anche l'evoluzione degli altri paesi dell'Asia dell'Est (Taiwan, Korea, Giappone, Singapore) e le ha rese paesi a reddito medio-alto²³.

A differenza delle “tigri asiatiche”, lo sviluppo della Cina si è concentrato in un'epoca già ad alto livello tecnologico, che ha reso più facile il catch-up con le altre nazioni. Inoltre, le altre economie asiatiche essendo di piccole dimensioni e orientate al mercato, si sono concentrate principalmente sulle politiche di domanda estera. La Cina ha invece regolato l'offerta di prodotti, che ha poi esportato in grande quantità in tutto il mondo grazie al suo ecosistema istituzionale e produttivo. La lungimiranza del governo e l'attuazione di riforme graduali, adottate appena gli effetti delle misure precedenti si andavano ad esaurire, sono il principale motivo per cui la Cina ha sostenuto una crescita a ritmi senza eguali per così tanti anni.

2.2 ECONOMIA E FINANZA CINESE

2.2.1 SITUAZIONE MACROECONOMICA E FINANZIARIA

²³ Garnaut, Huang “The Risks of Investment-led Growth”, 2005

La Cina è, dopo la Russia, il territorio più esteso del continente asiatico con un'estensione di 9 milione e mezzo di chilometri quadrati, in cui vivono 1,41 miliardi di persone (seconda nazione al mondo per numero di abitanti).

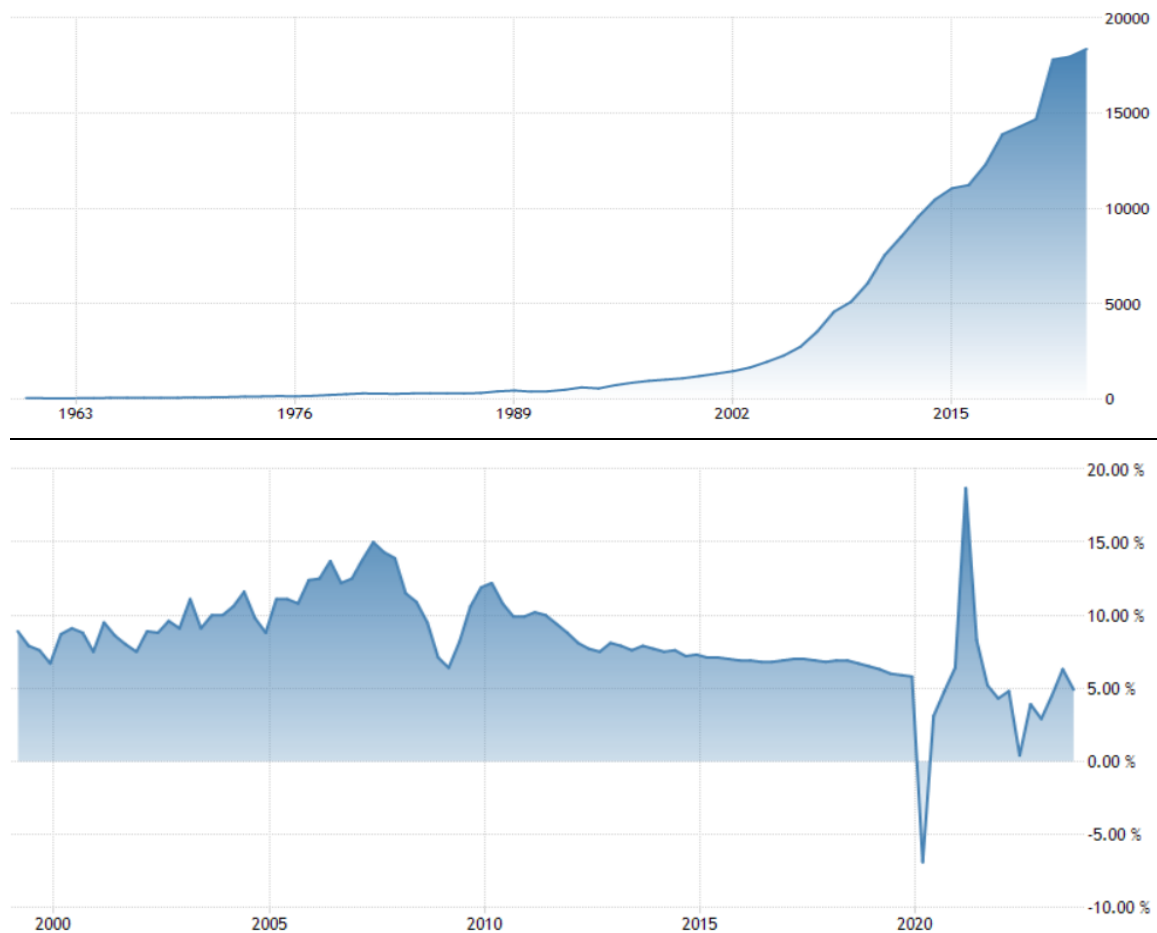
Il suo Pil è di circa 18,56 trilioni di dollari, che rappresenta circa il 19% del Pil mondiale. Il Pil pro capite è di poco superiore ai 12000 dollari, con una crescita piuttosto bassa, che si attesta sul 1,3% annuo. Proprio il livello non elevato di benessere economico medio a disposizione dei cittadini rende la Cina ancora a pieno titolo un paese emergente. Nei paesi avanzati infatti la media di Pil pro capite è di circa 35000 dollari.

Ciononostante, il ritmo con cui è cresciuta la ricchezza prodotta all'interno del paese negli ultimi 40 anni resta impressionante, anche se a livello reale la percentuale di crescita del Pil ha subito un netto rallentamento dal 2010 rispetto alla crescita avvenuta in passato.²⁴

Nell'ultimo trimestre del 2023 l'economia cinese è aumentata del 4,9% come prefissato dal governo centrale e sopra le stime degli analisti (4,4%). Nel 2022, anche a causa dei blocchi imposti per combattere l'epidemia, il Pil è cresciuto del 3%, livello insolito per la media degli ultimi quarantanni e che ha mancato l'obiettivo ufficiale di Pechino del 5%.

Fig 2.3: Livello del Pil e il suo tasso di crescita reale

²⁴ IMF Data Mapper, Ottobre 2023



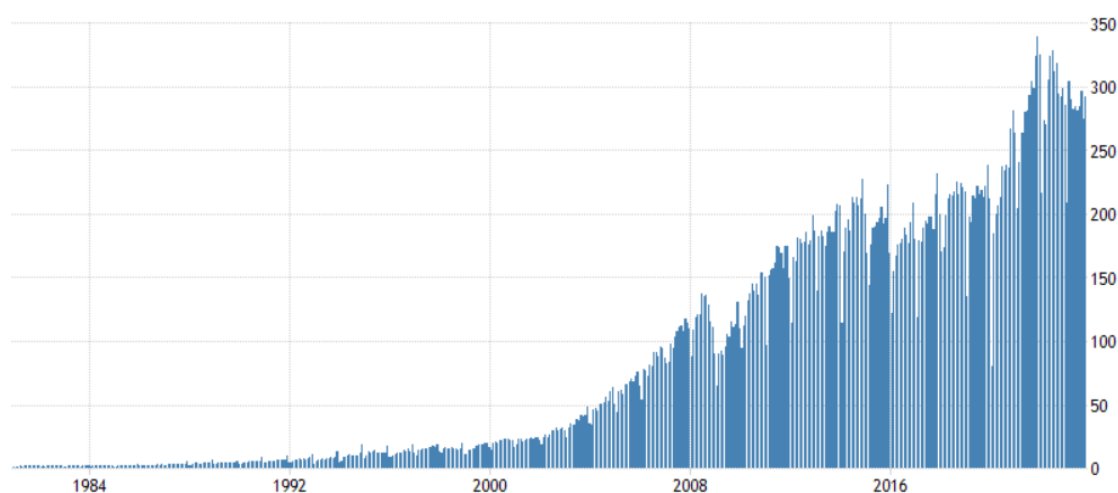
Fonte: Trading Economics

Il livello di disoccupazione si attesta sul 5,5%. Il 24% degli occupati lavora nel settore primario, il 29% nel settore secondario e il 47% nel terziario. I settori con più cittadini occupati sono quelli della manifattura (37 milioni di persone), della Pubblica Amministrazione (20 milioni), dell'educazione (19,5 milioni) e delle costruzioni (18 milioni). I lavoratori delle imprese statali sono 56 milioni, mentre 109 milioni di cittadini lavorano in altri tipi di impresa²⁵.

²⁵ National Bureau of Statistics of China

Per quanto riguarda la bilancia dei pagamenti, il conto dei movimenti di capitale (capital account) nel 2022 era di 25,58 miliardi di dollari, mentre il financial account negativo di 623 milioni. Importante è il saldo delle partite correnti (current account), arrivato a 62,8 miliardi dollari nell'ultimo trimestre del 2023, a seguito di esportazioni pari a 293 miliardi. La Cina infatti detiene il primato di nazione con più esportazioni al mondo, davanti a Stati Uniti e Germania.²⁶

Fig 2.5: Esportazioni cinesi in miliardi di dollari



Fonte: *Trading Economics*

Proprio nel commercio con l'estero si affida gran parte dell'economia cinese, considerata il "factory del mondo". Dal 1993 il Terms of Trade cinese ha avuto una media di 98,67 (attualmente 90,80). Macchinari ed attrezzatura per trasporti sono tra i beni più esportati, rispettivamente il 27% e il 15%. Altri prodotti venduti oltre i confini riguardano il settore della telecomunicazione (12%) e vari beni di manifatturiera (23%). I principali destinatari di queste merci sono gli Stati Uniti che rappresentano il 17% delle esportazioni (quasi 600 miliardi di importazioni dalla Cina solamente nel 2022). La Cina, specie a seguito dei blocchi americani, esporta

²⁶ Trading Economics

molto anche ai paesi limitrofi: in tutta l'Asia sono destinati il 46% dell'output venduto (Giappone 4,9% e Honk Kong 8,5% e Sud Corea 40,6%)²⁷. Per quanto riguarda le importazioni, la Cina compra dall'estero perlopiù beni elettronici (24%) e minerali fossili (20%) da Corea del Sud (8,1%), Giappone (7,5%) e Usa (7,2%).

2.2.2 IL MERCATO AZIONARIO

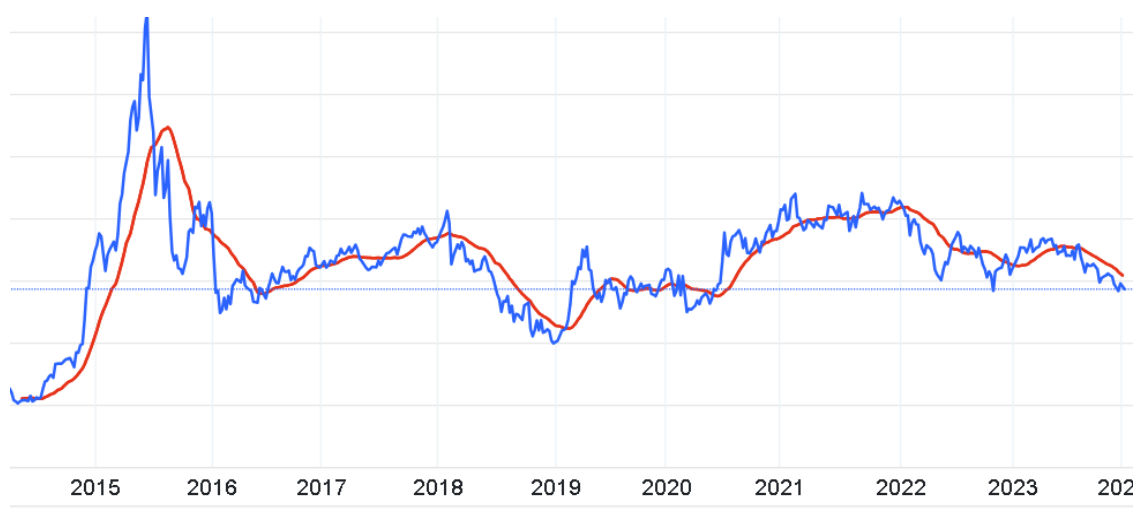
La borsa cinese, creata nel 1990, si trova a Shanghai e di recente è diventata la sesta più grande piazza finanziaria del mondo in termini di capitalizzazione. Gli altri due poli borsistici presenti nei confini nazionali sono la borsa di Shenzhen e quella di Honk Kong. Proprio quest'ultimo mercato borsistico è sede di contrattazione tra gli investitori esteri, visto che le azioni presenti nei suoi listini sono meno soggette al controllo del governo rispetto alle due altre borse. Per cui la particolarità del mercato azionario cinese è la convivenza di queste tre centri finanziari, due considerabili onshore (Shanghai e Shenzhen) e una offshore (Honk Kong). Nei mercati onshore è possibile scambiare azioni di tipo A e di tipo B, entrambi titoli che rappresentano un insieme variegato di imprese locali, identificando la crescita economica interna. La tipologia A è oggetto di compravendita solamente per gli investitori domestici o per gli operatori esteri che hanno ottenuto un consenso dal governo. Le azioni di tipo B sono destinate invece agli investitori esteri e sono denominate in valuta straniera. Le azioni H sono quotate nella borsa di Honk Kong e, come detto in precedenza, non hanno nessuna restrizione. Nel mercato offshore sono presenti altresì le P-chips, azioni di società cinesi costituite offshore e

²⁷ Comtrade Database

controllate da investitori cinesi e le azioni cinesi quotate sulle altre borse internazionali tramite gli American depositary receipts (ADR)²⁸.

Per analizzare sia il mercato onshore che quello offshore cinese verranno proposti di seguito due indici. Il primo è lo Shanghai Composite Index (SSEC), indice ponderato per la capitalizzazione dei titoli al suo interno e che riflette maggiormente il rendimento del settore equity continentale. È formato da 1692 azioni di tipo A, 44 di tipo B e 567 che appartengono alla categoria Star Market. Quasi tutte le imprese inserite sono situate nelle regioni più orientali del paese, decisamente la parte più dinamica del paese.

Fig 2.6: Andamento decennale del SSEC e la media mobile a 20 settimane



Fonte: Trading Economics

Le prime cinque imprese per market capitalization dell'indice sono in ordine: Kweichow Moutai, specializzata nella produzione di distillati tipici, la Petrochina che distribuisce combustibili fossili, la ICBC, la Bank of China e l'Agricultural Bank of China che si occupano di servizi bancari a diversi livelli. Questi ultimi tre istituti finanziari hanno ottenuto grandi rendimenti nel 2023, tutti sopra il 10%,

²⁸ Invesco: "Guida alle azioni cinesi", 2021

mentre la Petrochina ha fatto addirittura meglio assicurando un aumento del 50,70%. Il grafico sottolinea come, dopo aver raggiunto il suo massimo storico nel 2016, l'indice cinese sia in una critica fase di lateralizzazione da ormai da 8 anni. Nel 2023 l'indice ha perso lo 0,85% e negli ultimi cinque anni l'1,54%. Le azioni delle compagnie dedicate all'industria pesante sembrerebbero quelle a offrire rendimenti più deludenti.

L'indice più rappresentativo del mercato offshore della borsa hongkonghese è il Hang Seng Index (HSI), lanciato nel 1969 e attualmente composto da 80 imprese internazionali e non, principalmente provenienti dai settori IT e finanziario. Come l'indice precedentemente analizzato è pesato in base alle capitalizzazioni delle imprese. Le cinque imprese per numero di capitalizzazioni dell'indice sono HSBC Holdings, gruppo bancario pesato quasi al 9% nell'indice, la società di investimenti Tencent Holdings (8,61%), la società assicurativa AIA (7,45%), Alibaba Group specializzata nel commercio elettronico (6,94%) e la società di vendite al dettaglio Meituan (4,86%)²⁹.

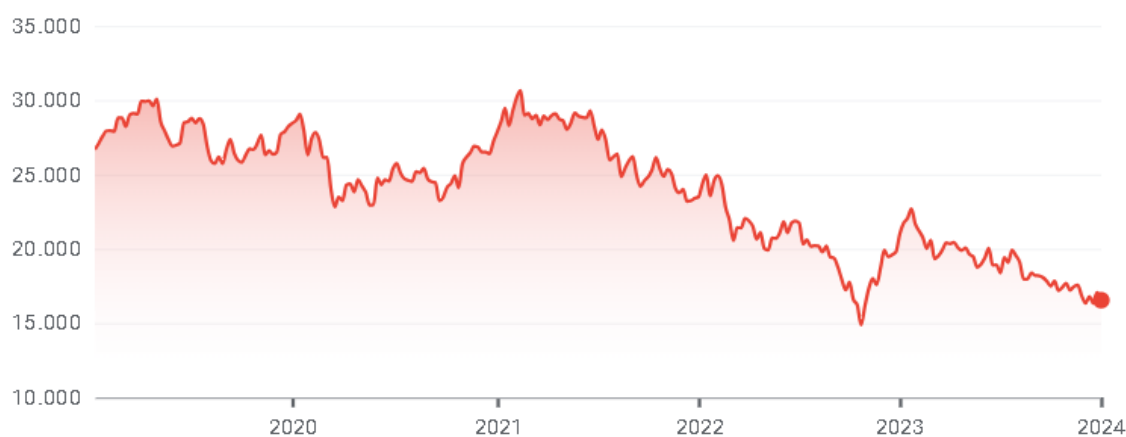
La fase di grande debolezza del mercato azionario cinese ha riguardato in maniera ancora più netta anche la borsa di Honk Kong. L'Hang Seng negli ultimi ha registrato una perdita del 40% negli ultimi 5 anni e del 25 % nell'ultimo anno.

Altro indice molto importante del mercato cinese è il CSI 300, introdotto nel 2005 e che racchiude 300 titoli provenienti dal mercato di Shanghai e di Shenzhen. Nel 2023 anche il CSI ha ottenuto una perdita di quasi il 20%. Se si vogliono combinare i titoli provenienti dal mercato inshore e dal mercato offshore, l'indice più utilizzato è quello MSCI China Index, che ha al suo interno tutti e tre i tipi di titoli e copre l'85% delle azioni cinesi³⁰. Anche questo benchmark ha conseguito una perdita del 25% nell'ultimo anno.

²⁹ Hang Seng Index Factsheet, Novembre 2023

³⁰ MSCI China Factsheet, Dicembre 2023

Fig 2.7: Andamento del Heng Seng Index negli ultimi cinque anni



Fonte: Google Finanza

2.2.2 IL MADE IN CHINA

Per comprendere le dinamiche con cui la Cina è arrivata ad essere la seconda economia del mondo non si può non prendere in considerazione il suo settore manifatturiero che l'ha resa il paese con più esportazioni al mondo (275 miliardi da ottobre 2022 a ottobre 2023). La Cina si è infatti guadagnata la posizione di "World Factory", sorpassando Stati Uniti nel 2010.

L'ideazione delle State Owned Enterprise (SOE) è stato il tentativo più importante nella creazione di un'economia mista, sistema orientato al mercato ma col continuo controllo dello Stato. Dal 1999 con la pubblicazione del "Decision on several important issues regarding reform and development Soe" il governo ha deciso di ampliare ulteriormente questo tipo di attività economica, principalmente incoraggiando la diversificazione nella ownership di impresa (IPO, Joint Ventures e mutual shareholding). A fine 2012 più di 1000 imprese statali sono state quotate e quasi la metà di esse sono considerabili come SOE. Nel 2013, con l'obiettivo di

dare eterogeneità e attrattiva a queste imprese, il governo centrale ha deciso di dividerle in tre categorie. Il primo tipo di SOE è quello che più fa riferimento all'impresa moderna. Questo assetto è previsto per i settori competitivi industriali, dove l'attività d'impresa è posta in essere principalmente per la massimizzazione del profitto, con l'intervento statale residuale e limitato. Il management è capital oriented e i finanziamenti da terze parti sono fondamentali per il loro sviluppo.

Per quanto riguarda i settori più strategici, il governo ha ritenuto di adottare un ruolo più centrale per garantire il welfare sociale e la profittabilità delle imprese è posta in secondo piano. In questi contesti vi è una netta separazione tra la governance e l'attività economica: i poteri centrali formulano obiettivi per salvaguardare il benessere nazionale nel tentativo di limitare i possibili fallimenti di mercato che possono ledere i valori perseguiti dal governo.

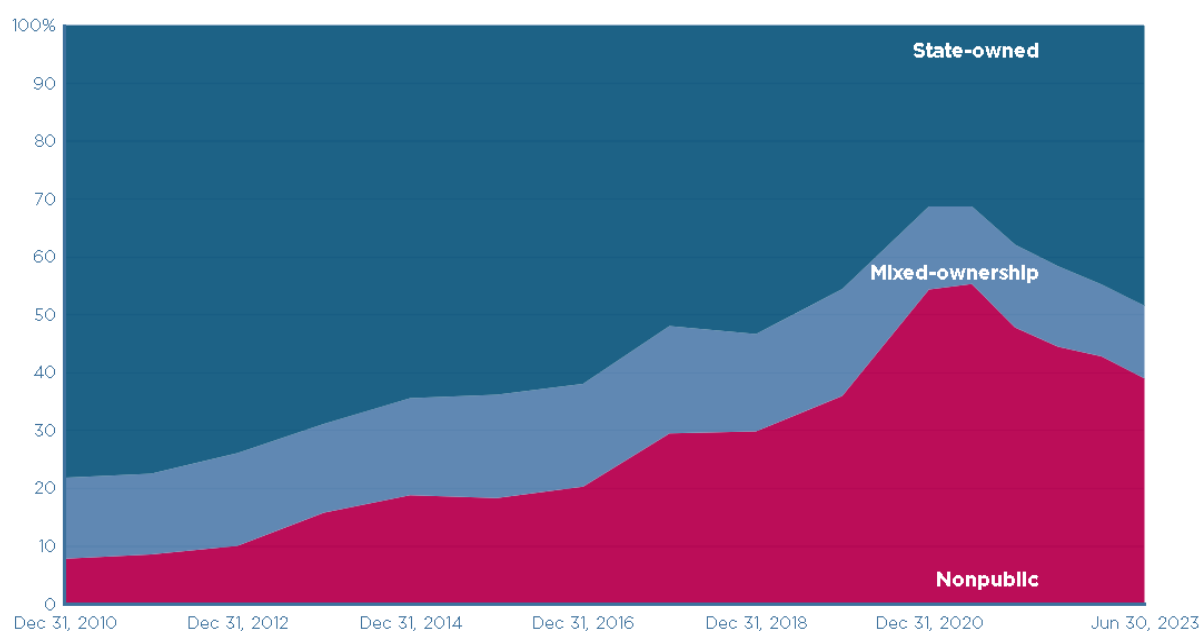
Ultimo assetto delle SOE è quello delle imprese "public utility", caratterizzate dalla presenza totalmente statale. Quest'ultime devono assicurare il welfare pubblico tramite l'erogazione di beni e servizi la cui qualità e prezzo è strettamente decisa dalle amministrazioni pubbliche. Gli investimenti non-statali sono possibili solo tramite delega o in forma di franchising³¹.

In generale le società controllate dallo Stato sono solitamente 15 volte più grandi e occupate da 4 volte il numero di lavoratori rispetto alle società private e, producendo di più, sono il tipo di società che più fanno affidamento alla domanda estera. In ogni caso, la connessione tra società statali e società private è un fenomeno che nelle ultime decadi ha avuto un'importante ascesa. Infatti dal 2000 al 2019 questa connessione è aumentata del 20%. Le società a controllo statale hanno infatti aumentato i loro investimenti in joint venture con imprenditori privati, i quali a loro volta hanno acquisito quote di altra attività private. Il sistema posto in essere ha dato irrobustito la crescita dell'output aggregato, creando una sorta di

³¹ Jin, Xu, Xin "Political governance in China's state-owned enterprises", 2023

gerarchia a livello di organizzazione d'impresa. Le Directly Connected Private Owners sono attività con proprietà private ma che hanno una joint venture statale. Le Indirectly Connected Private Owners sono invece imprese pienamente a controllo privato ma con un certo legame statale, posto in essere da una joint venture privata che a sua volta ha presenza statale al suo interno³². Nel 2023 tra le 100 società più grandi per capitalizzazione, il 61% risultano controllate a livello statale, mentre solamente l'11% ha un controllo esclusivamente privato.

Fig 2.8: Tipo di governance nelle 100 imprese cinesi per capitalizzazione



Fonte: Peterson Institute for International Economics

Inoltre il mercato delle Venture Capital e delle Private Equity è risultato essere secondo solamente dietro a quello americano, con cifre coinvolte pari a quella del Pil italiano³³.

³² En-Bai, Hsieh, Song, Wang “Special Deals from Special Investors: The Rise of State-Connected Private Owners in China”, Novembre 2020

³³ Colonelli, Li, Liu: “Investing with The Government: A Field Experiment in China”, Giugno 2022

Pilastro centrale nel successo del “Made in China” è sicuramente il fenomeno dell’outsourcing: trasferimento in un altro sito estero di un particolare processo di produzione, derivante da un appalto da parte di una società ad un’impresa estera, dove i costi dei fattori produttivi risultano più bassi. Infatti, dalla crisi degli anni 70’ i paesi occidentali hanno iniziato a trovare difficoltà nella competizione basata sull’aumento della produzione. Molte società per aumentare i loro margini di profitto hanno cominciato quindi a trasferire i loro impianti di produzione in Cina, specie coloro che si occupavano di settori labor intensive e a basso margine di profitto (settore tessile). Le altre imprese operative nei confini nazionali, per non essere escluse dal mercato, hanno fatto lo stesso per rimanere competitive. Negli anni 80 ha avuto inizio anche la delocalizzazione della produzione di macchinari e di altra manifattura più sviluppata, favorita dalla cooperazione e il knowledge sharing delle imprese estere. Così le imprese cinesi hanno iniziato la loro crescita, alimentata dai guadagni dovuti alla instaurazione di economie di scala in un ambiente caratterizzato dall’ampia disponibilità di personale e materie prime a basso costo e dove le riforme del governo hanno fin da subito velocizzato il trasferimento di capitali. Le conoscenze tecniche derivanti dalle relazioni con le aziende estere (specie quelle americane) hanno arricchito il mercato interno e permesso alle imprese domestiche di ideare e produrre nuovi beni originali, senza dipendere dall’azienda da cui è stato appreso il know-how. Dopo aver raccolto investimenti dai paesi più avanzati e fondi derivanti dalle attività poste in essere, dagli inizi anni 90 la Cina si è mossa anche nella manifattura ad alto valore aggiunto (software e semiconduttori), dedicandosi perlopiù alle fasi finali del processo di assemblaggio. Il governo in quel periodo ha anche aumentato le spese in ricerca e sviluppo (passate da 11 a 30 miliardi dal 2000 al 2005) proprio per

commercializzare indipendentemente nuovi prodotti da scambiare con tutto il mondo³⁴.

Nell'incoraggiare ulteriormente gli investimenti esteri nella manifattura interna, Pechino ha istituito le Special Economic Zones (SEZ), zone destinate al commercio intensivo tramite istituzione di un regolamento proprio, con numerosi benefici per chi volesse intraprendere attività economiche in queste regioni: riduzione delle tasse sui profitti, riduzione base imponibile per imprese estere, alcune esenzioni in caso di perdita di profittabilità e duty free su alcuni tipi di beni³⁵. La Sez che ha guidato il recente sviluppo cinese è senz'altro rappresentata dalla città di Shenzhen, che nell'arco di 30 anni è passata ad essere una piccola cittadina costiera di 30000 abitanti ad una delle città più densamente popolate al mondo (30 milioni di cittadini) e, soprattutto, capitale mondiale della manifattura tecnologica. Apple, Canon, Microsoft, Samsung e altre importanti multinazionali hanno deciso di delocalizzare la loro produzione in questa città, da cui proviene quasi il 90% della componentistica elettronica.

Di recente la Cina ha iniziato a sua volta a riallocare le sue industrie in altre economie emergenti, tramite la "one plus strategy". Molti dei processi produttivi svolti precedentemente in Cina, sono così stati trasferiti dove la manodopera risulta ancora più conveniente. Questo processo di riallocazione ha permesso di rafforzare i rapporti con le economie asiatiche più limitrofe e con altri paesi del Sud America e dell'Africa, dove la Cina può sostituirsi al mondo occidentale anche per quanto riguarda il fattore politico. Tramite queste cooperazioni Pechino vuole compensare

³⁴ Lei, "Outsourcing and China's Rising Economic Power", 2007

³⁵ Msadvisory, "Guide to Special Economic Zones of China", Dicembre 2023

la diminuzione dell'esportazioni in Usa a seguito delle politiche protezioniste attuate da Washington³⁶.

2.2.3 I SETTORI CHIAVE DEL FUTURO

Nel mantenere alta la propria crescita economica e continuare la convergenza con i paesi avanzati, lo Stato ha pesantemente finanziato e indirizzato l'attività imprenditoriale in determinati settori, ritenuti obiettivi strategici per la sicurezza economica nazionale in ottica di lungo periodo: la transizione ecologica e l'alta tecnologia. Il governo cinese vuole infatti raggiungere l'indipendenza strutturale, realizzabile tramite la sovranità tecnologica.

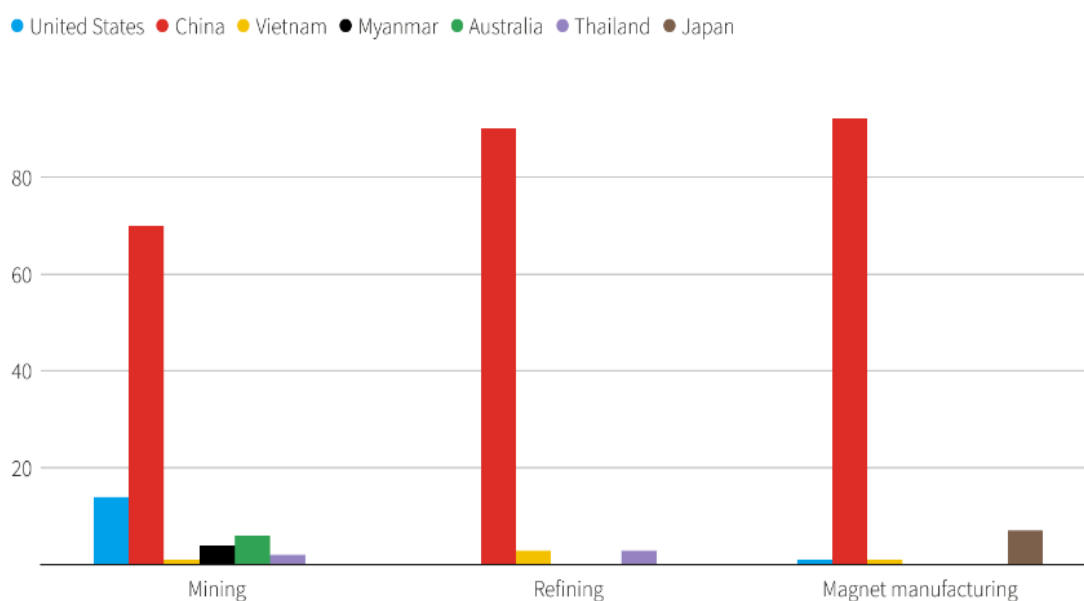
I temi che in particolar modo sono di particolar importanza nelle politiche e nelle strategie socio-politiche del mondo odierno sono quelli della transizione ecologica intesa come riduzione dell'uso dei carburanti fossili e l'espansione della digitalizzazione. Gli obiettivi prefissati dai vari governi e comitati internazionali si legano necessariamente alla produzione di determinati prodotti e materie prime per realizzare fonti di energia rinnovabile e strumenti tecnologici avanzati.

Nello specifico si parla sempre di più della disponibilità delle terre rare, 17 elementi con proprietà che permettono la produzione di numerose attrezzature tecnologiche. Proprio l'alta presenza delle riserve di questi minerali, combinata alla produzione in scala della sua manifattura e al continuo supporto del governo permette alla Cina di avere il predominio mondiale su tre settori che verranno di seguito preso in oggetto: i semiconduttori, i pannelli solari e le auto elettriche.

³⁶ Global Times, "China Status as World factory Remain Solid Amid Changes in Global Industrial Change", Agosto 2023

Nel territorio cinese ci sono circa il 60% delle riserve di questi materiali critici per la produzione del futuro e la Cina da sola garantisce l'85% della loro raffinazione. Per cui Pechino riesce a controllare l'intera filiera per quanto riguarda molti prodotti la cui domanda è decisamente in crescita nei prossimi anni. Recentemente le imprese cinesi, nel tentativo di raggiungere la completa integrazione verticale dei processi produttivi, stanno acquisendo società estere specie in Sud America (Argentina, Cile e Bolivia) e Africa (Congo e Mali), specializzate nell'estrazione di nickel, cobalto e litio, materiali il cui prezzo è aumentato anche di 9 volte negli ultimi anni³⁷.

Fig 2.9: Dominio delle terre rare nel 2023



Fonte: Reuters

I mercati occidentali in passato hanno sottovalutato l'importanza dell'estrazione dei materiali sopra citati e importato la maggior parte di essi.

³⁷ S&P Global: "China's Global reach grows behind critical minerals", Agosto 2023

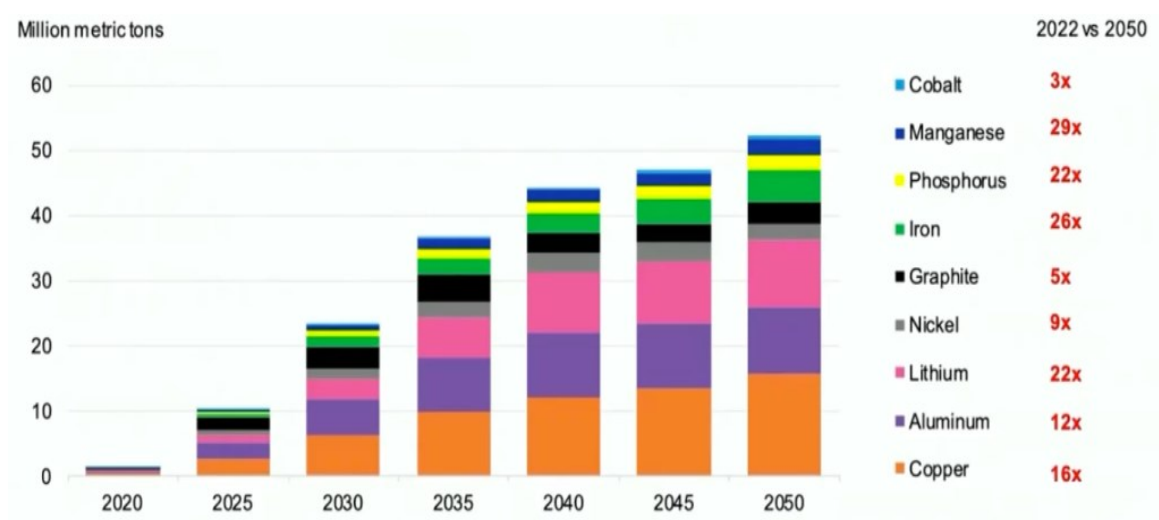
La prima area economica interessata da questi vantaggi è quella dei microchips, elementi essenziali per produzione della maggior parte dei prodotti tecnologici di uso quotidiano e sempre più richiesti specie per promuovere l'ascesa dell'intelligenza artificiale e le altre politiche di digitalizzazione. L'importanza di questo tipo di factory si è tramutata in una vera e propria guerra geopolitica. Per combattere il possibile monopolio mandarino il governo americano con Trump prima, e successivamente con Biden nel 2022, ha posto il divieto alle esportazioni cinesi per quanto riguarda i microchips di ultima generazione. La Cina è infatti attualmente leader mondiale nella produzione di semiconduttori, con il 31,4% delle vendite mondiali nel 2022³⁸. La spinta del governo è stata determinante: dal 2014 al 2030 sono stati prefissati investimenti per ben 150 miliardi con l'obiettivo di raggiungere l'autosufficienza nei semiconduttori per almeno il 70%³⁹.

Altro bene realizzabile tramite l'estrazione delle terre rare sono le batterie. La domanda di batterie è cresciuta di 5 volte solamente dal 2020 al 2022 e la richiesta di questo bene in futuro è prevista schizzare alle stelle. Le materie prime rappresentano circa il 60% del loro costo di produzione.

³⁸ CitiGroup: "Who's Winning the Us-China Chip War?", Ottobre 2023

³⁹ Semiconductor Industry Association: "Taking stock of China's semiconductor industry", 2020

Fig 2.10: Domanda annuale di materiali per la produzione di batterie



Fonte: BloombergNEF

L'abbondanza di questi materiali nei sottosuoli cinesi e le numerose joint venture per ampliare l'offerta a monte ha permesso alle imprese cinesi di imporsi su altri due mercati. La Cina ha il controllo dell'80% della supply chain mondiale dei pannelli solari (circa il doppio della domanda interna). Nel 2021 l'export dei pannelli è stato di 30 miliardi di dollari (circa il 7% del surplus commerciale interno), il 70% in più rispetto l'anno precedente. L'industria in oggetto si affida quasi completamente alle imprese cinesi, che secondo le stime entro il 2025 potranno soddisfare il 95% della domanda globale. La produzione nel territorio cinese vanta infatti un costo minore del 10% rispetto all'India, 20% rispetto agli Stati Uniti e del 35% rispetto alle imprese europee⁴⁰.

L'ultimo settore su cui la Cina sta facendo la voce grossa è quello degli Electric Vehicles. In passato tutti i tentativi del governo di aumentare la competitività nei

⁴⁰ International Energy Agency: "Special Report on Solar PV Global Supply Chains", 2022

confronti di Usa, Ue e Giappone nel mercato delle automobili a combustione sono risultati piuttosto fallimentari (esportato solo il 3,9%).

Le imprese cinesi hanno dovuto fronteggiare una competizione tra aziende con una lunga tradizione e molto più sviluppate, le quali disponevano un network ben avviato. Inoltre la tecnologia per la produzione è caratterizzata da una complessità in cui gli ingegneri cinesi non hanno saputo adattarsi. La transizione ecologica ha drasticamente aumentato la domanda internazionale nel settore automotive. Le tecnologie per realizzare EV sono molto meno complesse da realizzare e grazie ai fattori produttivi a disposizione, la Cina è diventata in breve tempo la maggior esportatrice di automobili al mondo, superando gli Usa nel 2021 e il Giappone nel 2023. La BYD nel 2023 ha venduto più veicoli del leader di settore Tesla. Principali destinatari delle auto cinesi sono altre economie emergenti (America Latina ed Est Europa). L'Unione Europea che con le sue politiche sta lentamente immobilizzando i suoi produttori sta indirettamente favorendo la Cina nella penetrazione nel mercato europeo. Con il progetto "Made in China 2025" Xi Jinping vuole arrivare a detenere il 20% delle auto immatricolate al mondo entro il 2024⁴¹.

2.3 IL RISCHIO STAGNAZIONE E LE PROSPETTIVE

Nel 1990 ben 150 milioni di abitanti vivevano sotto la soglia di povertà, mentre nel 2016 appena 7 milioni. Negli ultimi 10 anni la Cina è stata responsabile del 35% della crescita mondiale (gli Stati Uniti il 27%). Il miracolo cinese ha pochi precedenti nella storia, eppure la crescita in questi anni si attesta su ritmi moderati. Tutto ciò è stato raggiunto senza i tipici canoni di un'economia moderna: sistema finanziario ed istituzionale aperto e democratico ed economia pienamente di

⁴¹ South China Morning Post: "China's Electric vehicle industry", 2021

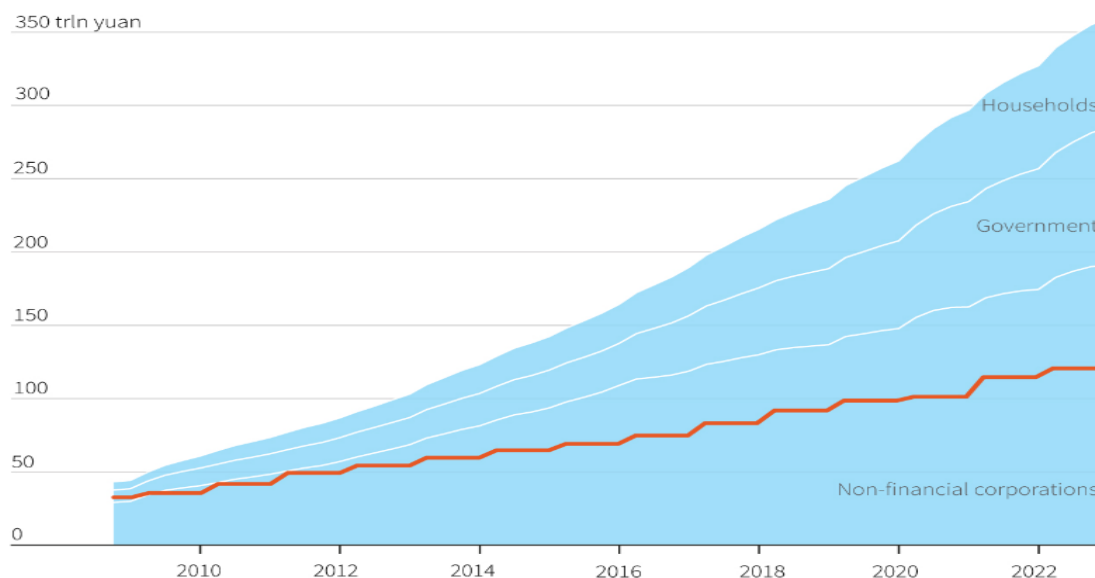
mercato. Il Covid ha mostrato per primo le vere debolezze del sistema politico. Molte riforme, pur avendo contribuito a rilanciare l'economia, nel lungo periodo si sono rilevate non bilanciate, avvantaggiando solamente alcuni settori e spesso escludendo dallo sviluppo le zone più rurali. Dal 2008, 2/3 dell'aumento del Pil è dovuto agli investimenti del sistema bancario. Il sistema finanziario è ancora troppo poco sviluppato se si considera il volume dell'economia. L'elevato capital to labor ratio giustifica l'alta iniezione di fondi dagli istituti di credito. L'alta concentrazione di banche statali ha però pilotato questi investimenti verso le società a controllo pubblico, le quali molto spesso si sono rilevate poco profittevoli. Alcuni settori, specie quelli dove operano piccole imprese private, non sono sufficientemente finanziati e molto spesso ricorrono alle "Shadow Banks", istituti di credito non allineati al regolamento bancario nazionale.

La popolazione tra i 15 e i 64 anni si sta contraendo, dato preoccupante per una nazione che ha basato la sua produzione sulla forte disponibilità della forza lavoro⁴². Il livello attuale del debito pubblico rispetto al Pil è più alto solamente della Germania nei paesi del G7 (78% del Pil). Tuttavia se si combina il debito del governo centrale con quello accumulato dalle varie istituzioni locali, e quello dei cittadini (cresciuto in una decade dal 30% al 60%) si arriva quasi al 300% del Pil. I cittadini, duramente colpiti dalla crisi immobiliare, sono costretti a ricorrere sempre di più ai mutui per fronteggiare l'aumento recente del prezzo delle case. I governi locali, nel raggiungere gli obiettivi posti dal governo si affidano sempre di più a fonti esterne. Il debito estero rappresenta però solamente il 16% e meno della metà è denominato in valuta estera. In aggiunta i creditori e i debitori sono molto spesso entità collegato allo Stato, che ne limita le vulnerabilità.

Inoltre, oltre alla grande disoccupazione giovanile (più del 20%), la riduzione della crescita ha avuto come effetto immediato la riduzione dei salari.

⁴² International Monetary Fund: "China's Bumpy Path", Dicembre 2023

Fig 2.11: Crescita debito cinese confrontato con la crescita del Pil



Fonte: Refinitiv Datastream

Per far aumentare la crescita degli output interni, il governo ha fortemente investito nel settore immobiliare, gonfiando artificiosamente il Pil. Il tutto è sfociato in una bolla immobiliare, scoppiata definitivamente nel 2021 e che ha visto il fallimento di aziende importanti come Country Garden e Evergrande e di molte altre imprese che avevano investito nel real estate, settore tipicamente meno remunerativo rispetto ad altri asset finanziari. La cattiva gestione del governo nell'allocazione dei capitali ha causato un'eccessivo investimento anche da parte dei privati nel settore immobiliare, ampliando la crisi a tutta l'economia, specie dopo la diminuzione della crescita produttiva.

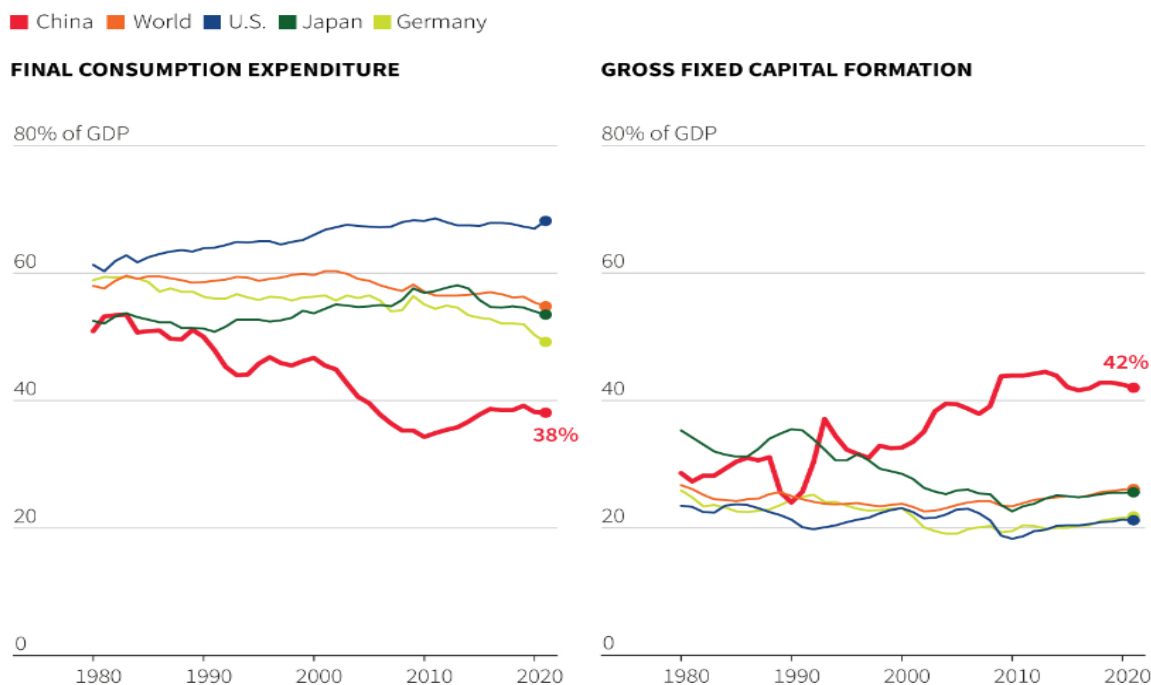
Connotato importante dei paesi avanzati è il consumo interno, che rappresenta pressoché la metà dei Pil nazionali. Il consumo dei cinesi non arriva nemmeno al 40% della sua ricchezza prodotta. La Cina produce il 18% dell'output mondiale,

con consumi interni che rappresentano solamente il 13% del totale⁴³. Questi dati presentano una grande contraddizione: un paese caratterizzato da un perenne surplus commerciale dove i cittadini non riescono ad acquisire quanto prodotto. I surplus commerciali sembrerebbero infatti scaturiti dall'eccessivo risparmio rispetto ai consumi. Il tasso di risparmio dei cinesi, da sempre peculiarità di tutto il territorio asiatico, è in eccesso del 30% da circa 20 anni (sei volte il tasso europeo o americano). Nonostante la spesa del governo è di recente aumentata e la Banca Centrale sta attuando una politica piuttosto accomodante, la domanda interna non sembra reagire positivamente agli stimoli. In generale, il quadro politico cinese sembra essere avverso al consumatore. La tendenza a svalutare la moneta per favorire le esportazioni in modo da ottenere continui surplus abbassa costantemente il potere d'acquisto dei cittadini.

Per molti infatti la Cina ha raggiunto un livello in cui non può ulteriormente aumentare il benessere dei cittadini senza migliorare la qualità delle sue istituzioni, trovandosi nella sopra citata “middle income trap”.

Fig 2.12: Disequilibrio tra consumi domestici e investimenti di capitali

⁴³ Hinrich Foundation: “Why China is in a massive consumption slump”, Settembre 2023

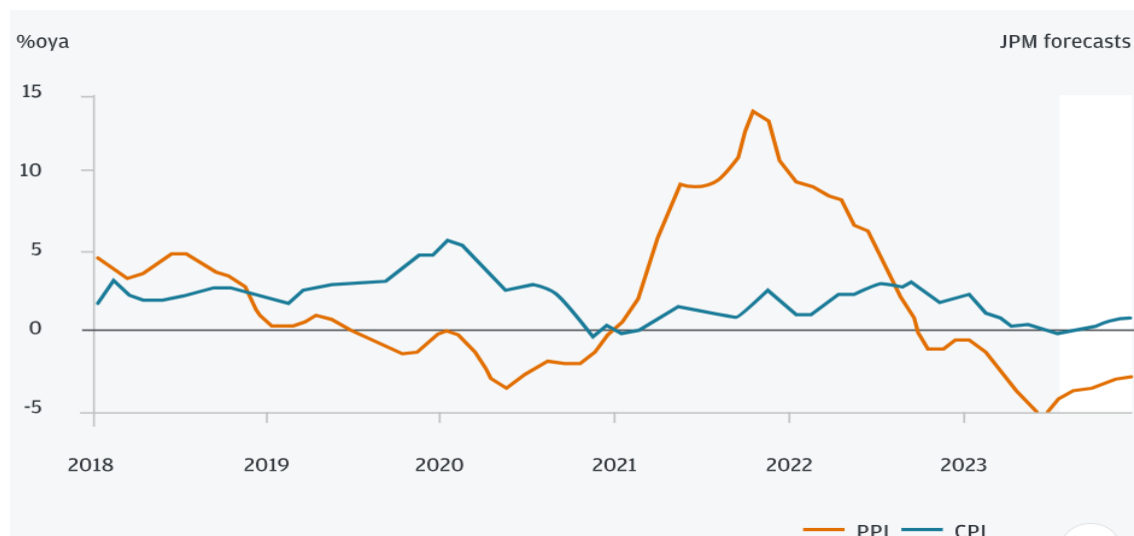


Fonte: World Bank

Inoltre l’allocazione dei capitali sono perlopiù destinate alle industrie statali e poco rimane per le imprese più piccole o per i finanziamenti di sistema di previdenza sociale. Per cui la prosecuzione di un’economia guidata dalle esportazioni sembra non essere sostenibile per convertire il paese da middle income a upper income. Nel tentativo di aumentare i salari, la Cina potrebbe favorire la concorrenza di nuove economie emergenti che vogliono espandersi economicamente promuovendo la loro manifattura a basso costo (Malesia, Vietnam, India, Filippine, Bangladesh). Questi paesi hanno infatti approfittato dei conflitti commerciali cinesi con gli Us e l’aumento del costo del lavoro causato dall’invecchiamento della popolazione cinese, presentandosi come una valida alternativa per le multinazionali occidentali. Se infatti la Cina ha visto aumentare il costo del lavoro orario di 8 dollari, queste altre realtà emergenti possono offrire delle prestazioni lavorative a meno di 4 dollari l’ora.

Il continuo aumento della produzione unito alla debolezza dei consumi interni ha dato luogo ad un fenomeno deflazionistico che sta limitando lo spazio di manovra dei policy makers. Con un'economia in deflazione l'aumento del debito risulta più oneroso da sostenere. Oltretutto, una demand driven deflation può comportare, come successo al Giappone a fine anni 90, una balance sheet recession: crescita stagnante per molti anni in cui l'abbassamento dei tassi di interesse non produce alcuno stimolo all'economia. I cittadini con poco potere d'acquisto sono più interessati a ripagare le passività accumulate piuttosto che a spendere e a contrarre nuovi mutui. Se si scegliesse la strada della diminuzione delle esportazioni a favore della domanda nazionale, si potrebbe avere più equilibrio interno, a discapito di una possibile recessione. Quest'ultima possibilità sembra non essere ben accolta dal Partito Comunista, che non vuole mancare gli obiettivi di crescita sempre molto ambiziosi per poter impressionare il mondo intero.

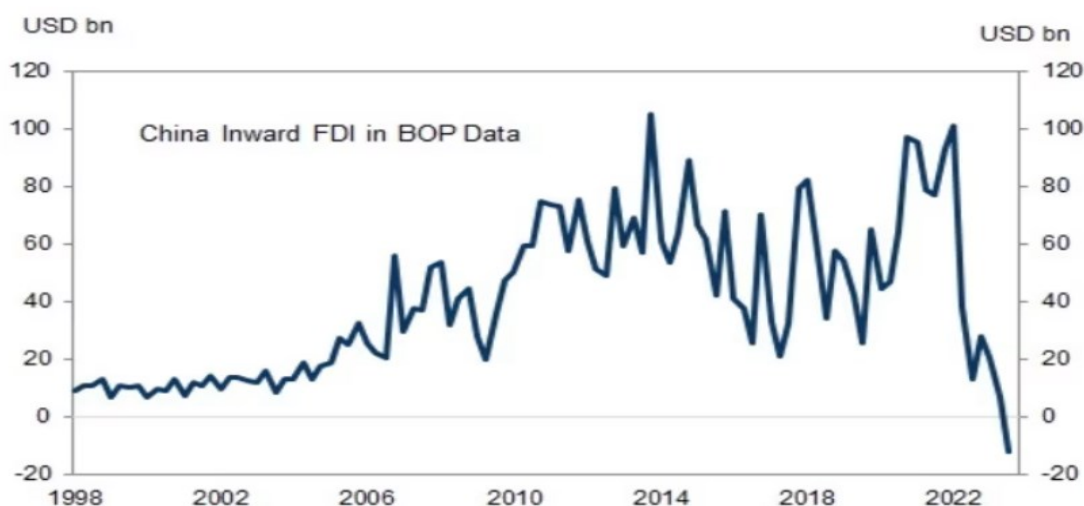
Fig 2.12: Consumer Price Index e Producer Price Index



Fonte: JP Morgan

Tutti questi fattori stanno pesantemente danneggiando l'attrattiva degli investitori esteri verso la Cina. Nel 2023 si è giunti ad uno storico nei Foreign Direct Investment.

Fig 2.13: Dinamica degli FDI

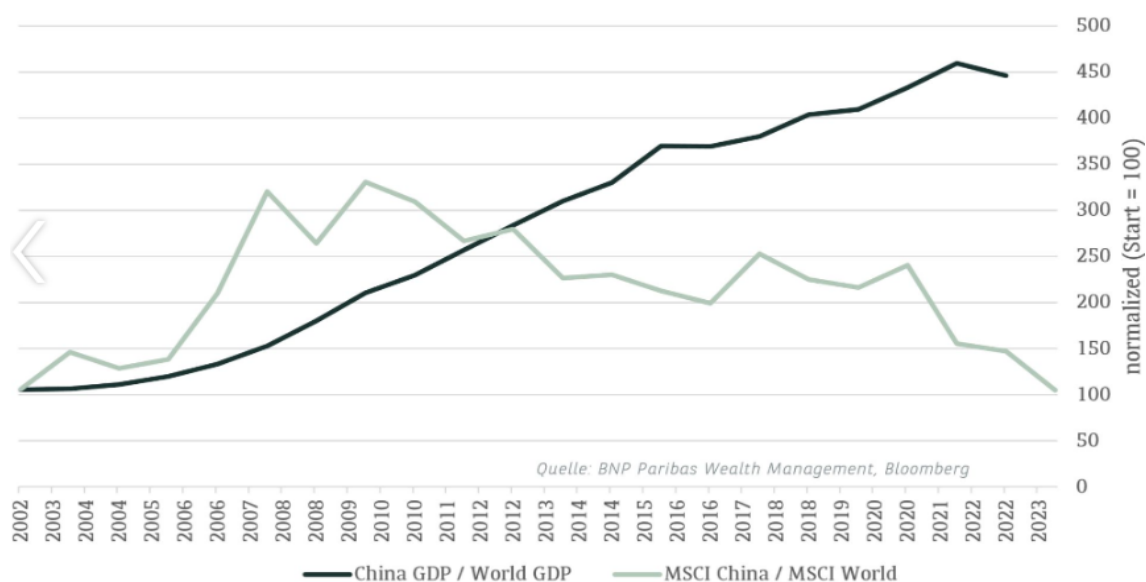


Fonte: Goldman Sachs

Gli investitori, come evidenziato dalle grandi perdite dei listini cinesi in precedenza, stanno liquidando le loro posizioni negli asset cinesi, portando il mercato azionario ai minimi degli ultimi 5 anni. Si sta assistendo al più grande divario di sempre tra il valore azionario e il Pil cinese. Tolta la criticità del momento, il mercato cinese è da sempre considerato un particolare caso di studio in ambito finanziario: nonostante l'avanzata imponente del Pil nel lungo periodo, gli investitori hanno ricevuto rendimenti pressochè insoddisfacenti e non paragonabili alla crescita. La ragione dietro questa insolita statistica sembrerebbe risiedere proprio nel gap tra la crescita del Pil e la crescita dell'earning per share. La profittabilità delle imprese cinesi è fortemente compromessa dalla cattiva allocazione dei capitali. Le governance delle più grandi imprese cinesi sembra essere caratterizzata da un board executive molto spesso privo di indipendenza, dove le decisioni più importanti

vengono adottate a livello politico o familiare. Le imprese più controllate sono quelle che più dipendono dai prestiti delle banche statali. I proventi del settore economico non sono trasferiti nei rendimenti proprio perchè vengono veicolati verso investimenti poco redditizi (SOE non performanti, progetti fallimentari o settore immobiliare). I tentativi da parte di Pechino di intervenire nel mercato azionario si sostanziano molto spesso in una maggiore volatilità.

Fig 2.13: Bassa crescita del mercato azionario rispetto all'economia



Fonte: Bloomberg

Di recente alcune istituzioni domestiche sono state incoraggiate a comprare e mantenere le posizioni in alcuni settori strategici per supportare il prezzo delle azioni.

Se si osservano i fondamentali, il mercato cinese a questi livelli sembrerebbe molto interessante, o quantomeno non meritevole di vendite allo scoperto.

Il MSCI China è profondamente sottovalutato rispetto ai listini più importanti: Prezzo/BookValue di 1.18, Prezzo/Utile a 9,14, utile a lungo termine stimato al 8,16% e rendimento da dividendo al 2,85%⁴⁴.

A questi livelli c'è un altro elemento che gioca a favore di un possibile inserimento nel mercato cinese per gli investitori: il risk premium. L'earnings yield delle stock risulta infatti essere quasi al 6% rispetto al rendimento decennali dei titoli obbligazionari. Un gap simile risale a quello sperimentato nel 2020 e nel 2008, quando dopo il ribasso nei mesi successivi le azioni sono aumentate del 57%⁴⁵.

CAPITOLO 3: L'INDIA

3.1 UNO SVILUPPO TARDIVO

L'importante ritmo di crescita rimasto costante negli ultimi dieci anni, in combinazione con altri fattori che verranno di seguito esaminati hanno permesso all'India di diventare uno dei paesi emergenti più rilevante, specialmente in ottica futura. Secondo le previsioni del Fondo Monetario Internazionale lo stato indiano sarà la terza economia mondiale entro il 2027, e per molti ha tutte le carte in regola per assurgere a vera e propria superpotenza sia economica che politica.

Il suo processo di sviluppo è concentrato nell'arco degli ultimi 30 anni. Ottenuta l'indipendenza dal Regno Unito nel 1947, le prime misure politiche sono state di

⁴⁴ Morningstar

⁴⁵ Bloomberg: "Chinese Stock Indicator With 100% Success Rate Is Flashing Buy", Gennaio 2024

stampo protezionista che hanno da subito isolato il paese dai mercati esteri. Il pesante sfruttamento da parte degli inglesi in epoca precedente ha mantenuto il timore nei confronti delle altre potenze straniere, per cui ha prevalso l'idea che uno stato vasto e ricco di risorse naturali potesse ottenere la piena autosufficienza in modo indipendente. La strategia di industrializzazione intrapresa dal governo indiano dell'epoca è sembrata fin da subito seguire il modello socialista adottato anni prima dall'Unione Sovietica. Dal 1950 al 1980 la politica industriale è stata infatti centralizzata in base ad un piano quinquennale, chiamato "Nehru-Mahalanobis Model". In questo lasso di tempo l'indirizzo statale ha reso il paese chiuso e pesantemente sbilanciato verso l'industria pesante, considerato il settore imprescindibile per aumentare la crescita. Durante l'implementazione di tali misure però l'agricoltura ha continuato ad essere al centro della produzione nazionale, occupando più dei 2/3 della popolazione, anche grazie alla disposizione di un terreno arabile per il 50%. Tuttavia, col tentativo di non importare dall'estero, gli investimenti hanno continuato ad essere destinati perlopiù al settore secondario, senza incrementare la produzione in quello primario. Gli interventi politici dello stato indiano nel promuovere la crescita si sono discostati da quelli adottati da molte altre aree e sono stati in contraddizione con la teoria strutturale della crescita economica fornita dall'economista Kaldor, in applicazione delle leggi di Verdoorn. Kaldor sostiene il ruolo centrale del settore manifatturiero, considerato come primo elemento per creare ricchezza aggregata in una nazione. La manifattura consente l'instaurazione di ampie economie di scala e il conseguente aumento dell'output dà accesso ai mercati internazionali, creando soprattutto effetti spillover verso altri settori. Il tutto si sostanzia in nuovi posti di lavoro e maggiori capitali, attratti dallo sviluppo del capitale umano. Per realizzare un tale sistema è necessario però attivare in un primo momento l'attività agricola, aumentandone la produzione in modo da

ottenere surplus da investire prima nel settore industriale e in un secondo momento all'ampliamento nel settore dei servizi⁴⁶.

Il primo tentativo di ammodernamento indiano si è concretizzato nella nascita di industrie di acciaio, prodotti chimici e altri prodotti tipicamente associati allo sviluppo degli stati più moderni⁴⁷. L'estenuante controllo verso le imprese ha fin da subito prodotto effetti distorsivi sulla capacità produttiva del paese. La controversa strategia industriale ha mostrato la sua totale fallacia nella metà degli anni 60, quando si è dovuto ricorrere ad un massiccio import di grano dagli Stati Uniti per limitare una crisi alimentare, causata anche da un aumento dell'inflazione nata per finanziare l'ampliamento industriale. Così il governo ha cominciato a considerare il settore agricolo, specialmente la produzione interna di grano, garantendo prezzi maggiori e incentivando l'uso di fertilizzanti. Negli anni seguenti il primo ministro Indira Gandhi ha comunque mantenuto un orientamento protezionista. Il nuovo modello economico intrapreso dal 1965 in poi è stato caratterizzato dall'istituzione di un numeroso sistema di licenze statali (Permit Raj) che fin da subito ha ridotto artificiosamente la capacità delle attività economiche più strutturate, creando colli di bottiglia e scarsità nell'offerta di molti beni di consumo. Fino a 25 anni fa il sistema attuato è stata uno dei maggiori fattori ostativi per l'economia indiana. Per intraprendere un'attività economica si è arrivati a richiedere il consenso di quasi 80 entità statali⁴⁸. I freni posti alle grandi imprese a favore delle più piccole hanno negato la nascita delle economie di scala e le basse importazioni hanno reso i mercati indiani poco variegati e con prodotti di scarse qualità. Nel periodo tra il

⁴⁶ Kaldor, "A Model of Economic Growth", 1957

⁴⁷ Association for Asian Studies: "The History of Economic Development in India since Independence", 2015

⁴⁸ Business Standard: "What Was License Raj and Why is India Better Off Without It?", Agosto 2023

1966 e il 1980 il reddito pro capite è cresciuto in media di meno dell'1%, livello che non ha potuto ridurre la grande povertà interna. Le pessime condizioni di vita unite all'alto tasso di inflazione hanno portato la nazione al tracollo nel 1975. Il disavanzo delle partite correnti esacerbato da una successiva crisi di cambio ha avvicinato la nazione al default nel 1991, evitato solamente grazie al supporto del Fondo Monetario Internazionale. Infatti l'India, seppur in un primo isolata nei suoi confini, ha da sempre fatto affidamento alle istituzioni finanziarie internazionali: dal 1948 è il paese che ha ricevuto più prestiti dalla Banca Mondiale, finanziamenti per più di 20 miliardi di dollari⁴⁹. Nel tentativo di promuovere lo sviluppo di integrare i mercati emergenti con il resto del mondo, la World Bank ha da sempre sostenuto cercato di elargire fondi a queste realtà nei momenti più critici (tra i maggiori beneficiari si possono annoverare Brasile, Indonesia, Messico, Cina, Argentina, Turchia). Negli anni però la strategia sostenuta della Banca Mondiale di legare le sorti economiche dei paesi in via di sviluppo alle logiche del libero mercato si è mostrata spesso insufficiente. Dove le istituzioni si sono mostrate fragili o inadeguate si è manifestato ad alte concentrazioni di ricchezza e disuguaglianza che richiedevano continui interventi da parte dei policy makers. Dal 2008 infatti l'istituto internazionale ha cambiato paradigma, orientando le sue politiche di supporto finanziario caldeggiando il cosiddetto "Facilitating State", politica economica adottata dalle Tigri Asiatiche. Lo Stato centrale dovrebbe aprire i suoi confini economici solo dopo aver fornito i presupposti ideali quali infrastrutture e determinate stabilità macroeconomiche. Nello specifico, ogni paese che desidera crescere nel lungo termine deve prendere in considerazione ciò che Ricardo ha presentato come "vantaggio comparato": concentrazione su un bene o servizio che uno Stato può produrre facilmente o ad un prezzo più efficiente rispetto agli altri

⁴⁹ India Times: "List of Countries with Biggest Loans from World Bank", Ottobre 2023

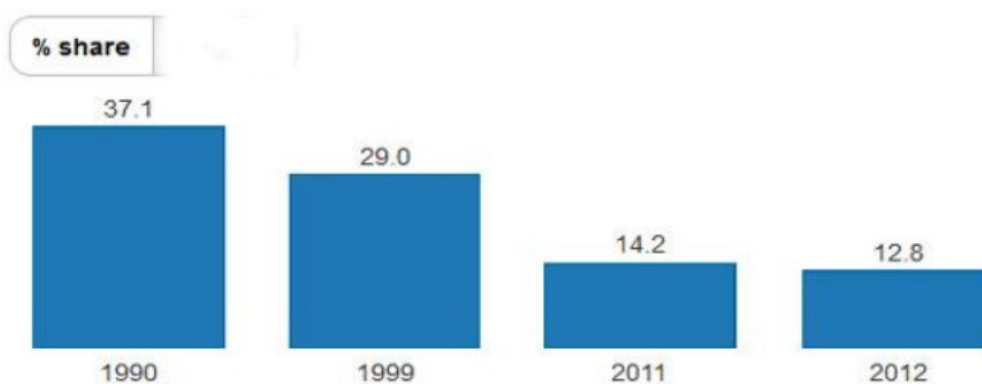
paesi concorrenti⁵⁰. L'India fin da subito ha dedicato i suoi sforzi produttivi in settori dove è risultato più conveniente importare dall'estero e nel mentre ha sfruttato in maniera marginale le grandi risorse naturali presenti nel territorio.

Il vero punto di rottura rispetto al passato è iniziato nel 1991. La disgregazione dell'Unione Sovietica, il successo delle economie dell'Asia orientale e la delicata situazione economica hanno allontanato i favoritismi verso l'economia centralizzata. Così, anche per la pressione dell'Imf che richiedeva garanzie per ulteriori finanziamenti, sono iniziate le prime riforme rivolte al mercato. Le licenze sono state velocemente abolite, le tasse sulle importazioni ampiamente ridotte e i controlli sui prezzi o sulle barriere di entrata delle imprese sono stati eliminati. La svolta data da queste misure ha creato le basi per la crescita economica che resiste fino ad oggi. Da inizi anni 90 fino al 2007 si è assistito da una crescita media superiore al 7%. La fetta di popolazione che vive sotto la soglia di povertà è passata dal 50% nel 1993 al 34% nel 2003.

Con la presenza di Singh come primo ministro dal 2004, ha inizio definitivamente il primo periodo d'oro della nazione che sempre di più ha iniziato a considerare il benessere dei suoi cittadini e stabilizzato le finanze pubbliche, specie tramite interventi sul tasso di cambio. Le grandi imprese a controllo statale sono state aperte per la prima volta agli investitori esterni, anche se il governo ha preferito detenere il controllo maggioritario. Il tasso di alfabetizzazione nel 2006 si è innalzato al 60% rispetto al 18% del 1947 e la speranza di vita media è più che raddoppiata.

Fig 3.1: Quota della popolazione indiana che vive sotto gli 1,9 dollari al giorno

⁵⁰ Rahman: "David Ricardo's Principle of Comparative Cost Advantage inspire International Trade", Settembre 2023



Fonte: Rediff

Le elezioni del 2014 hanno eletto il leader del Partito del Popolo Indiano (BJP) Narendra Modi come Primo Ministro, il quale è ancora in carica. La politica di Modi si è ispirata fin da subito ai concetti del neoliberismo, con l'obiettivo principale di facilitare l'attività d'impresa. In ambito di politica estera Modi sembra voler manifestare un atteggiamento pragmatico e neutralista, cercando di mantenere buone relazioni sia con altri paesi emergenti (Brics), sia con i paesi occidentali, in vista di poter ottenere maggiori capitali per innalzare lo sviluppo.

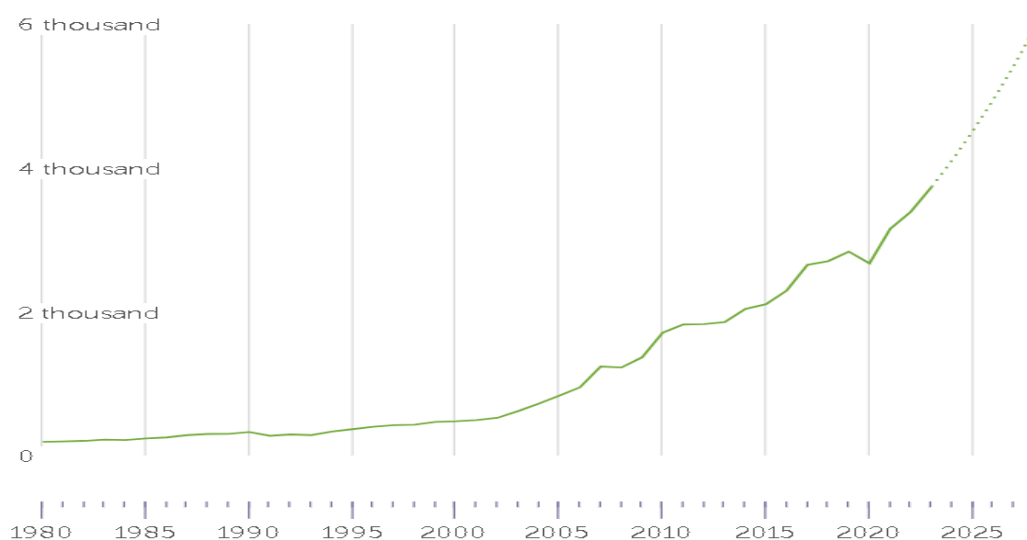
3.2 NEL VIVO DELL'ESPANSIONE

3.2.1 LA SERVICE-LED GROWTH

Come avvenuto per la Cina, anche l'India è stata in grado di scalare la classifica degli stati con più ricchezza prodotta a livello aggregato. Nel 2014 è avvenuto lo storico "sorpasso" ai danni della sua ex colonia, la Gran Bretagna, permettendo all'India di piazzarsi al quinto posto nella classifica dei Pil mondiali. Nello scorso ottobre il Pil ha superato i 3,6 trilioni di dollari, con un tasso di crescita superiore

del 7% nel 2023, confermando un ritmo costante che verrà ripetuto anche nel 2024 secondo gli analisti⁵¹.

Fig 3.2: Andamento Pil indiano in previsione dei prossimi due anni

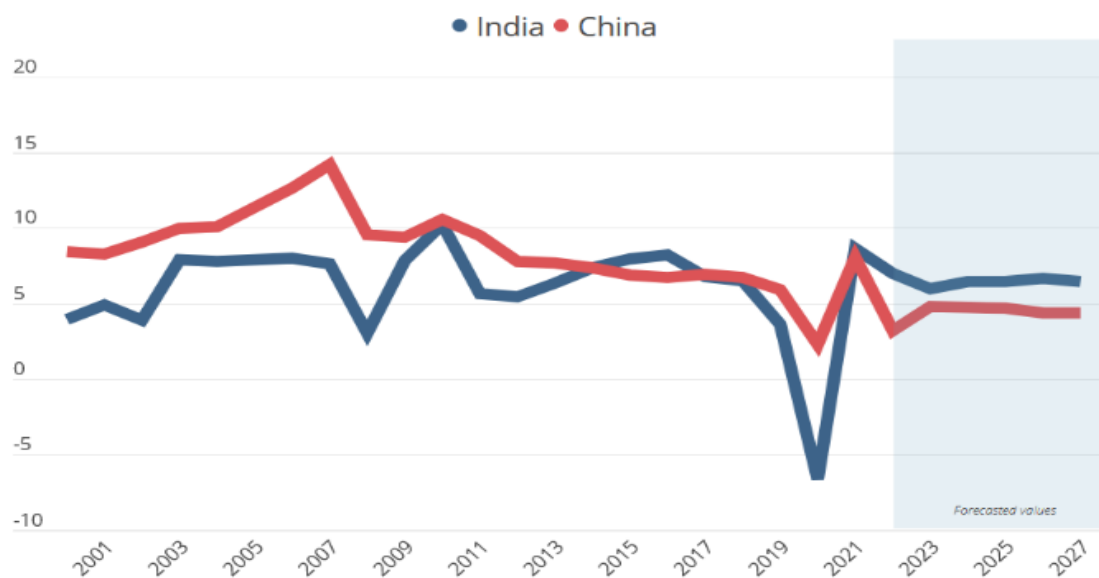


Fonte: IMF DataMapper

Se si vuole mantenere il confronto con l'altro gigante asiatico, la crescita del Pil indiano non è stata intensa e rapida come quella di Pechino, ma dallo scorso decennio risulta essere più stabile e continuativa e con prospettive più rosee da parte degli operatori. Come si potrà osservare di seguito, sono tante le caratteristiche che differenziano le due superpotenze emergenti, differenze che sono condivise e che rendono diverse le altre economie in via di sviluppo.

Fig 3.3: Tasso di crescita del Pil indiano e cinese

⁵¹ Imf, Economic Outlook October 2023



Fonte: FocusEconomics

La storia dello sviluppo indiano e cinese varia sia per quanto riguarda il periodo storico che per le modalità con cui gli stati hanno ampliato il loro pil. Come visto nel precedente capitolo, la Cina, così come altri paesi dell'Asia dell'Est e dell'Europa orientale, ha iniziato ad espandersi quasi mezzo secolo fa, sfruttando il settore manifatturiero. A differenza di quanto avvenuto negli anni precedenti, dagli anni 80 in poi molti paesi a reddito medio-basso hanno iniziato a discostarsi da questo pattern tradizionale di sviluppo, intrapreso in precedenza anche dai paesi sviluppati nel periodo di industrializzazione. Da trent'anni in alcuni di questi paesi, specie quelli a redditi più bassi, il valore aggiunto proveniente dalla manifattura ha registrato livelli molto bassi e occupato una parte insufficiente della popolazione, circostanza spesso descritta come “deindustrializzazione preventiva”. Spesso le industrie, con un'innovazione quasi assente non avendo raggiunto economie di scala, hanno continuato a soddisfare piccoli mercati. La competizione da parte di molte industrie estere le quali sono riuscite a generare un'ecosistema per le value chains mondiali e l'aumento della robotizzazione da parte delle industrie dei paesi

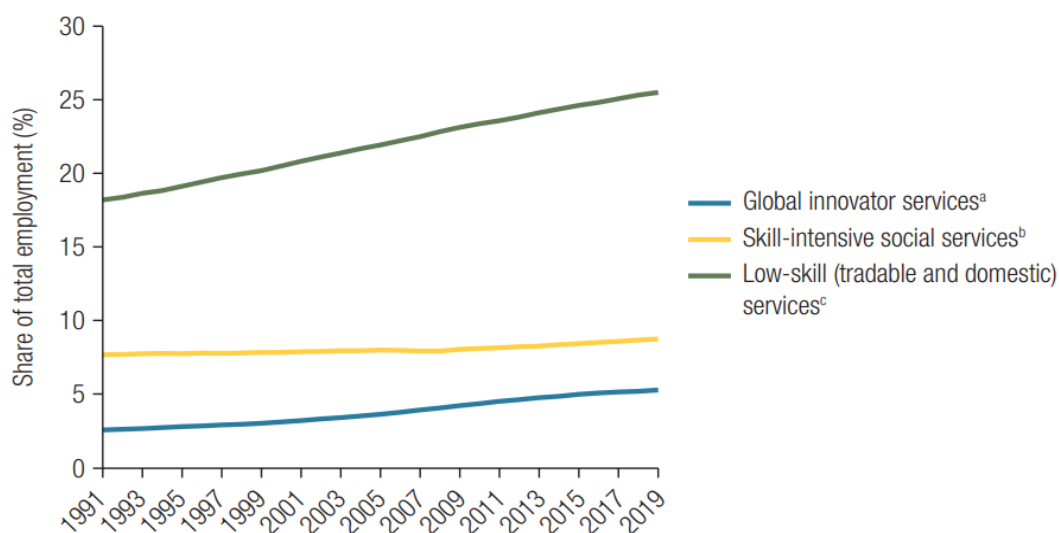
sviluppati hanno limitato l'entrata nei mercati di alcune regioni del mondo. Inoltre i policy makers come quelli indiani hanno indirizzato le economie interne verso il settore terziario tramite legislazioni flessibili, senza migliorare le infrastrutture necessarie per l'attività di manifattura. In ogni modo, come dimostrato da alcune regioni dell'America Latina, fare affidamento solamente al settore manifatturiero non garantisce da sola effetti positivi sul lungo termine, specie se non si riesce a individuare il vantaggio comparato di una nazione.

Secondo un'indagine condotta dalla World Bank, nel 2019 più della metà del Pil dei paesi emergenti è dato dal settore terziario, il quale occupa più del 40% della loro popolazione. Nei paesi a middle-low income dal 1995 al 2018, ad eccezione del Medio Oriente e del Nord Africa, la produttività dei servizi ha ecceduto quella registrata nei paesi sviluppati, garantendo importanti miglioramenti nel processo di convergenza di queste nazioni⁵². L'aumento del settore terziario in queste realtà è avvenuto ai danni del settore agricolo, mentre la percentuale di occupati in manifattura è rimasta pressoché costante (circa il 30%). Specialmente nei paesi dell'Asia del Sud, i servizi danno un contributo al Pil due volte maggiore rispetto a quello del settore industriale. Inoltre dal 2000, grazie all'internazionalizzazione del comparto IT, i servizi sono i maggiori contributori alle esportazioni nei mercati mondiali. Nei paesi low-middle income i servizi definiti low skill (ristorazione, turismo, trasporti) sono i 2/3 del totale rispetto al 30% nei developed countries e i servizi ad alto valore aggiunto (finanza ed IT) variano dal 5 al 10% per i primi e tra il 15-20% per i paesi più ricchi. Nella sezione dei servizi a basse competenze nei paesi meno ricchi gli occupati risultano spesso privi di un'educazione secondaria e molti sono legati a contratti di lavoro informali. Dove presenti, i servizi più innovativi risultano avere un TFP 3,5 più alto rispetto alla manifattura, mentre i

⁵² Nayyar, Hallward, Davies: "At Your Service? The promise of Services-Led Development", 2021

lavori low skills hanno un TFP che è solamente del 34% di quello del settore secondario.

Fig 3.4: Quota di servizi nei paesi low-middle income



Fonte: World Bank

I grandi paesi a basso reddito riescono a garantire nonostante la bassa produttività grandi esportazioni grazie alla disponibilità di lavoratori qualificati, seppur in minoranza rispetto agli altri. In India e nelle Filippine ha avuto successo il Business Process Outsourcing (BPO), ossia l'esternalizzazione da parte di alcune imprese di alcune mansioni aziendali specializzate come il back office. Inoltre, con l'aumento della digitalizzazione, vi è sempre più integrazione tra la manifattura e i servizi ad essa collegata. Proprio in India il ruolo dei servizi ha migliorato dell' 8% la probabilità di export dei prodotti indiani. In aggiunta i low skills services possono essere considerati beni intermedi (telecom e trasporti) per quanto riguarda il processo produttivo del factoring.

3.2.2 IL MERCATO AZIONARIO E L'IT

Il benchmark più rappresentativo della borse di Mumbai è il SENSEX (BSE30), indice che dal 1986 traccia le performance delle 30 maggiori compagnie indiane, scelte sulla base della liquidità, volume di scambi e settore di appartenenza. Le 5 imprese più rappresentate al suo interno sono Reliance Industries (gruppo industriale petrolchimico), Tata Consultancy (IT), HDFC Bank, ICICI Bank e Infosys (IT)⁵³. Nell'ultimo anno l'indice indiano ha fatto registrare ottime performance con una crescita del 19,5%. Se si allunga l'orizzonte temporale ulteriormente la prestazione dell'azionario indiano risulta ancora più impressionante, con un rendimento del 95% negli ultimi 5 anni⁵⁴. Il mercato indiano sta attualmente rappresentando una delle migliori alternative all'investimento nei paesi occidentali, attraendo investitori grazie alle ottime performance ormai decennali che hanno permesso alla borsa di Mumbai di diventare una delle piazze finanziarie con più capitali. Dallo scorso novembre il mercato azionario indiano è diventata la quarta borsa al mondo scavalcando la borsa di Hong Kong, arrivando a contare più 4300 miliardi di dollari di capitalizzazione. I fondi esteri hanno versato più di 21 miliardi di dollari in titoli indiani solamente nel 2023, complice soprattutto la fuga da parte di molti investitori dal mercato cinese visto gli scarsi rendimenti di Pechino negli ultimi 15 anni⁵⁵. Gli utili delle società indiane sono cresciuti ogni anno dell'11% a partire dal 2007.

Fig 3.5: Performance del SENSEX dalla sua costituzione

⁵³ Trading Economics

⁵⁴ Google Finanza

⁵⁵Forbes Italia: "L'India Supera Hong Kong e Diventa la Quarta Borsa più Grande al Mondo", Gennaio 2024



Fonte: Google Finanza

Sono soprattutto le potenzialità di lungo periodo a richiamare sempre più l'attenzione degli operatori, in vista di un'ottima situazione per quanto riguarda alcuni settori particolarmente in voga e il buon rapporto con i paesi occidentali. Tuttavia l'entusiasmo dimostrato per il mercato indiano si è riversato nel prezzo dei titoli azionari. L'MSCI India ha un prezzo che è 20 volte gli utili, un Price Book ratio di quasi 3,5 e un rendimento da dividendo del 1,38%⁵⁶. Per giustificare i massimi storici degli indici, la crescita indiana si deve dimostrare stabile e sostenibile anche per i prossimi anni. Per confermare le ormai alte aspettative l'India deve aumentare la sua importanza nei mercati mondiali. L'India esporta molti materiali minerali di cui il territorio è molto ricco tra cui litio, carbone, ferro oltre a idrocarburi come gas e petrolio. Per quanto riguarda i mercati dei beni, l'India ottiene un grande contributo dal settore farmaceutico e di altri componenti chimici. I maggiori partner commerciali sono Stati Uniti (15% delle esportazioni), Emirati Arabi, Cina e Singapore.

⁵⁶Morningstar

Centrale è il settore terziario che da solo garantisce metà del Pil nazionale e solamente nel 2023 il valore delle esportazioni ha raggiunto i 326 miliardi, 23% in più rispetto al 2022. Dal 1993 al 2018 il settore dei servizi è cresciuto del 7,5% ma è grazie al contributo del comparto IT che l'India è riuscita trasformarsi in un'economia importante, specie negli ultimi 15 anni⁵⁷. Per settore IT si intende tutto ciò che concerne l'e-commerce, le piattaforme streaming, i Social Network e l'Intelligenza Artificiale. Nella penisola si possono contare ben sette distretti tech: Bangalore, Chennai, Delhi, Kolkata, Pune, Mumbai e Hyderabad. Il governo di Nuova Delhi ha predisposto alcune misure che hanno reso il paese uno dei centri mondiali della digitalizzazione e delle telecom. Il settore in questione è anche quello a cui vengono erogati più investimenti esteri; la quota di FDI dal 2000 al 2023 si aggira intorno ai 105 miliardi di dollari. Il progetto più acclamato è sicuramente "India Stack", tentativo di digitalizzare tutta la popolazione. Nel 2009 solamente il 5% della popolazione ha potuto accedere a collegamenti Internet mentre nel 2022 si è arrivato al 57% e nel 2030 si prevede di collegare almeno il 90% della popolazione. Nel 2014 è stata lanciata Aadhaar, il più grande sistema biometrico di identità al mondo, essenziale per identificare in modo elettronico l'ampia popolazione che per 2/3 vive in zone rurali. La profilazione della stragrande maggioranza della popolazione ha avuto un ruolo decisivo nel migliorare il sistema tributario, avendo aumentato il gettito fiscale e la sua efficienza. Lo strumento ha messo le basi anche per l'adozione di tecnologie fintech, fondamentali per democratizzare i sistemi finanziari e incentivare l'imprenditorialità. Nel 2014 infatti

⁵⁷ Fan, Peters, Zilibotti: "Growing Like India: The Unequal Effect of Service-Led Development", Marzo 2023

solamente il 53% degli indiani sopra i 15 anni avevano un conto in banca. Nel 2018 la percentuale di bank account è arrivata all'80%⁵⁸.

In un'epoca dominata dalla digitalizzazione l'India è un player di assoluta importanza nei mercati mondiali. L'industria tech è l'8% del Pil e ha un tasso di crescita del 2,3%. Il 45% delle esportazioni dei servizi riguarda proprio questo settore. Secondo McKinsey il mercato digitale potrebbe crescere del 5% all'anno. Sono le Service Based Company ad avere una quota del mercato maggiore, imprese di software che offrono servizi ai suoi clienti o ad altre imprese. Le più grandi sono Tata Consultancy, Infosys, HCL Technologies, Wipro e Tech Maindra, compagnie sempre più specializzate in settori centrali come il fintech e la raccolta dei dati⁵⁹.

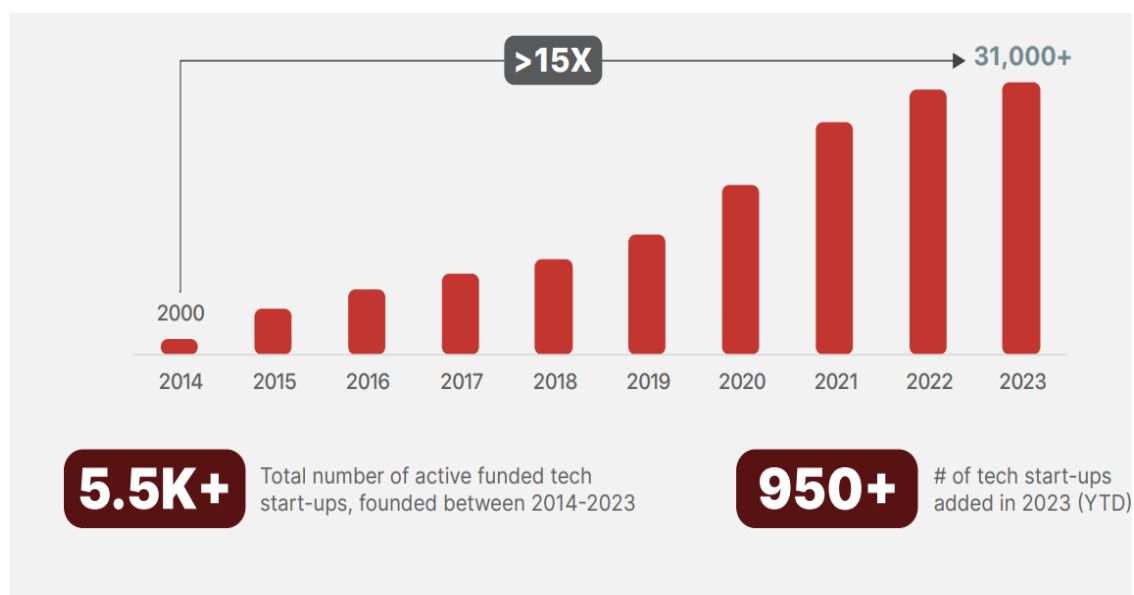
Il progresso tecnologico indiano ha facilitato la nascita di molte attività innovative. Oggi l'India è il terzo ecosistema al mondo per nascita di startup (più di 31 mila), dietro solamente a Stati Uniti e UK. Il grande successo di queste organizzazioni d'impresa nel territorio è dovuto alla loro scalabilità che le permettono di avere un certo tipo di resilienza e avanzare nel loro ciclo di vita. Al loro interno lavorano la più grande percentuale di laureati in STEM e il sistema universitario ha messo a disposizione un sistema di acceleratori e incubatori che è secondo solo a quello americano. Le startup indiane risultano essere molto eterogenee nelle loro attività, operando in settori quali l'automotive, il gaming, il real estate, l'edutech, l'advertising e il cybersecurity. Quelle dedicate all'Intelligenza Artificiale, alla crittografia e all'analisi dei Big Data sono quelle più presenti nella penisola, anche se negli ultimi tre anni stanno nascendo maggiormente imprese con altri tipi di business. Le startup del comparto tecnologico dal 2019 hanno ricevuto ben 70

⁵⁸ Panagariya: "Digital Revolution, Financial Infrastructure and Entrepreneurship: The Case of India", 2022

⁵⁹ Forbes India: "Top 10 IT companies in India in 2023 by market capitalisation", Dicembre 2023

miliardi di finanziamenti tra il 2021 e il 2023. Più di 700 sono state acquisite da altre imprese mentre altre 15 si sono quotate nel mercato tramite IPO. Dal 2014 sono 91 le attività diventate “unicorni” e in totale 115 valgono ben più di 350 miliardi di dollari⁶⁰.

Fig 3.6: Numero di startup fondate in India



Fonte: Nasscom

In generale, per consentire uno sviluppo più duraturo, l’India dovrebbe affidarsi in maggior modo anche al settore della manifattura che occupa malapena il 9% della popolazione e pesa solo per il 15% sul Pil nazionale. Bassa è infatti la percentuale di prodotti indiani nei mercati internazionali: l’India esporta il 2% delle merci mondiali (18esima al mondo per esportazioni). L’alta burocrazia e il gap infrastrutturale sembrano essere ancora le principali cause di una bassa crescita dell’industria. Nonostante un netto miglioramento, l’India occupa il 63esimo posto nella classifica dell’Ease of Doing Business.

⁶⁰ Nasscom: “The Indian Tech Start-Up Landscape Report 2023”, 2023

Innalzare il livello della manifattura ha l'effetto di creare posti di lavoro, visto che il settore dei servizi non richiede molta occupazione come quello industriale. I dati dicono che solo lo 0,3% della popolazione è impiegata nei settori tecnologici. La difficile conciliazione tra domanda e offerta di lavoro è uno dei principali problemi strutturali del paese. Il 42,3% dei lavoratori sotto i 25 anni risulta disoccupato. Secondo Mckinsey Global Institute l'India per aumentare la sua produzione dovrebbe incrementare il suo tasso di partecipazione al lavoro, dovendo creare 90 milioni di posti di lavoro in settori non agricoli tra il 2023 e il 2030⁶¹. Per aumentare la competitività delle imprese indiane e guadagnare campo nei settori ad alto valore aggiunto lo stato necessita di aumentare la sua spesa in Capex. Il governo Modi nel 2014 ha lanciato l'iniziativa "Make in India" con l'obiettivo di incrementare il settore manifatturiero e il potere d'acquisto dei cittadini. Nel tentativo di attrarre nuovi capitali dai privati, lo Stato con la misura "National Infrastructure Pipeline" vuole diminuire il gap infrastrutturale rispetto ai paesi più sviluppati ed ha già iniziato la costruzione di più di 2000 progetti che coprono 54 settori, per poter migliorare l'urbanizzazione della nazione e assicurare il collegamento interno tramite autostrade e ferrovie, in modo da poter coinvolgere nello sviluppo anche i villaggi più remoti delle zone rurali⁶².

3.3 LA POPOLAZIONE TRA OPPORTUNITA' E DISUGUAGLIANZE

⁶¹ India Brand Equity Foundation: "About Indian Economy Growth Rate & Statistics", Novembre 2023

⁶² National Infrastructure Pipeline

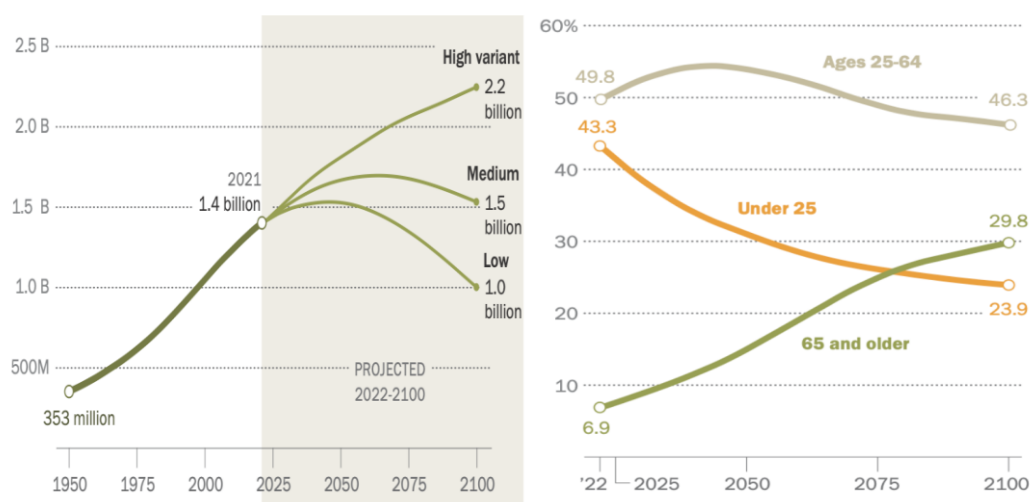
La composizione e il cambiamento della popolazione sono dei fattori determinanti e spesso sottovalutati nelle considerazioni macroeconomiche di uno stato. La crescita totale della popolazione mondiale sta ormai subendo un declino è iniziato da un paio di decenni, con la conseguenza che l'età media è passata da 23,4 nel 1990 a 35,6 nel 2015 e nel 2040 si prevede che gli over 65 saranno il 14,5% della totalità. L'invecchiamento della popolazione riguarda specialmente i paesi più ricchi che da trent'anni fanno i conti con il cosiddetto "potere grigio", dinamica che descrive i trasferimenti dello stato principalmente a favore dei più anziani rispetto ai più giovani, togliendo opportunità alla popolazione meno anziana che di solito ha a disposizione meno reddito ma che è la più produttiva⁶³.

L'India ha di recente superato la Cina come nazione più popolosa al mondo. Nel suo territorio vivono ben 1,4 miliardi di cittadini. Il popolo indiano è cresciuto di oltre 1 miliardo solamente dal 1950 fino ad oggi e alcune previsioni indicano che gli indiani possano arrivare ad essere 1,5 miliardi entro la fine di questa decade. Il tasso di fertilità all'interno della penisola varia sensibilmente: nelle regioni del centro nord arriva ad avere un tasso superiore al 2,6 contro 1,3 delle regioni costiere. Questo è uno dei fattori che spiega la grande migrazione interna che da sempre caratterizza il paese. Il dato che va più a favore delle prospettive di crescita e in controtendenza rispetto al resto del mondo è quello sull'età dei suoi cittadini, molto utile per considerazioni riguardo la produzione del futuro. Il 40% della popolazione ha meno di 25 anni: nel mondo il 25% dei giovani sotto i 25 anni risulta essere indiano. L'età media indiana è di 28 anni, molto più bassa rispetto alla media della popolazione degli altri blocchi economici: 44,4 per l'Europa, 39 per la Cina e 38

⁶³ Goerres, Vanhuysse: "The Politics of Population Change", 2020

per gli Stati Uniti. Secondo le previsioni la percentuale di giovani indiani rispetto ai più anziani sarà predominante fino al 2068⁶⁴.

Fig 3.6: Previsioni crescita e composizione popolazione indiana



Fonte: Pew Research

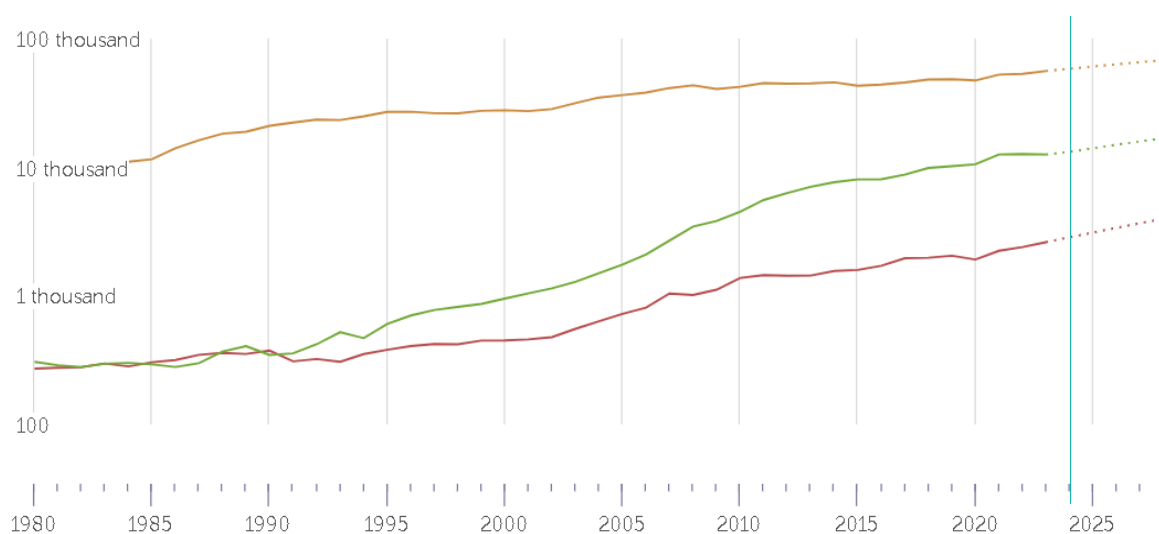
Altro fattore rilevante per un paese in via di sviluppo oltre alla giovane e crescente manodopera a disposizione, è l'ascesa della classe media, quota della popolazione preponderante nei stati più avanzati. L'India conta di una crescita del 6% annuo della popolazione middle class, ossia quella parte della popolazione che ha a disposizione almeno 12 dollari al giorno (la linea di povertà è data da 2 dollari al giorno). Questo segmento di cittadini è attualmente il 31% rispetto al totale, quota che nel 2047 arriverà al 68%. La classe media rafforza l'economia dando una spinta fondamentale alla domanda interna visto la maggiore capacità di consumo. In una ricerca del 2014 si è inoltre dimostrato come tutto ciò può creare un circolo virtuoso: con l'aumento del benessere del cittadino medio migliorano di conseguenza le qualità istituzionali e di tutta la cittadinanza in generale. La classe media infatti

⁶⁴ Pew Research: "Key Facts as India Surpasses China as The World's Most Populous Country", Febbraio 2023

concretizza lo sviluppo umano. I cittadini appartenenti a tale categoria di reddito manifestano maggiori ambizioni di successo finanziario e di crescita personale, che verranno trasmesse nell'imprenditorialità aggregata e nello sviluppo del capitale umano, le quali possono diventare caratteri permanenti⁶⁵.

Nonostante il fattore demografico contribuisca fortemente all'attrattiva verso il paese per idee di investimento, è anche la componente più critica di questa regione del mondo. Sebbene la crescita dell'economia e dei mercati finanziari abbia raggiunto tassi invidiabili da tutte le altre economie, la poca ricchezza a disposizione degli indiani rende l'India un paese a basso reddito pro capite con 2600 dollari per cittadino⁶⁶.

Fig 3.7: Pil pro capite indiano (viola), cinese (verde) e media dei paesi avanzati (arancio) in dollari con base logaritmica



Fonte: IMF Data Mapper

⁶⁵ Rajshekhar, Javalgi, Grossman: "Aspirations and Entrepreneurial Motivations of Middle-Class: The Case of India", 2014

⁶⁶ IMF World Economic Outlook October 2023

Oltre a innalzare il livello medio di benessere, la sfida più grande da affrontare per Nuova Delhi è quella di contenere l'enorme disuguaglianza tra i suoi cittadini. Alcuni dati raccolti evidenziano come progresso economico e disuguaglianza in India si sono spesso rafforzati a vicenda. Nonostante dagli anni 90 è presente un trend negativo riguardo la povertà generale, alcuni studi hanno dimostrato un peggioramento per quanto riguarda la percentuale di persone incapaci di soddisfare il loro fabbisogno calorico giornaliero. Il paese ha ancora il maggior numero di poveri, 229 milioni. Circa 1,7 milioni di cittadini muoiono per malnutrizione ogni anno e 63 milioni di persone non riescono ad accedere a cure mediche di base. Le situazioni più gravi fanno riferimento alle varie minoranze, sempre più escluse dalle dinamiche economiche anche per le recenti politiche nazionaliste di Modi. Seppur non più ufficialmente riconosciute, le caste continuano a modellare influenza e potere all'interno del paese. Secondo il report "World Inequality World" del 2022, l'India è lo stato più iniquo del mondo, con grandi differenze di reddito che perdurano da molto tempo senza alcun miglioramento⁶⁷. L'alta percentuale di persone occupate in lavori informali (80%) rende ancora più precaria la sussistenza per la parte più povera, la quale spesso non può contare su un salario certo e costante, né di alcuna sicurezza previdenziale. Nel 2020 la fascia di popolazione con reddito più basso ha perso il 13% della sua disponibilità economica e possiede attualmente meno del 3% della ricchezza totale. In contrasto con i dati appena citati, la popolazione più ricca sta aumentando al ritmo dell'11,3% e nel 2022 i miliardari indiani sono arrivati a ben 166. Solamente nell'ultima decade la loro fortuna è cresciuta di 10 volte tanto. Il 30% della parte più ricca detiene più del 90% di tutta la ricchezza, il 10% più ricco l'80% del totale. Solo nel settore healthcare si possono contare 32 miliardari, superiori a quella dell'industria manifatturiera (31). La continua concentrazione del benessere e il contemporaneo peggioramento dei più

⁶⁷ Oxfam: "Survival of The Richest: The India Story", 2023

poveri avviene a discapito della salute pubblica, con un maggior peso per le casse dello Stato a rimediare ciò. A peggiorare la condizione di vita di molti indiani è stata la recente impennata inflattiva, che nel 2022 ha visto aumentare il costo degli alimenti dell'8,6%, costringendo i cittadini meno abbienti a limitare specialmente le spese mediche per potersi sfamare. Nel 2022 i profitti delle imprese maggiori sono aumentati del 70% e nello stesso anno l'84% della popolazione ha visto il loro reddito diminuire.

Il livello di vita del cittadino indiano è condizionato anche dalla delicata situazione della poca sostenibilità ambientale. L'India fa affidamento per l'80% a combustibili fossili per produrre energia, il che lo rende il secondo paese al mondo per livello di inquinamento nell'aria secondo il World Air Quality Report. Infatti tra le 100 città più inquinate al mondo, 63 risultano essere indiane. L'espansione urbana provocata dal repentino sviluppo ha portato alla contaminazione del 70% dell'acqua⁶⁸. Tutto ciò rischia di compromettere la ricca biodiversità del territorio e la fertilità della sua terra. Secondo la stima della World Bank l'inquinamento dell'acqua rischia potrebbe costare allo Stato una riduzione associata al 9% dei guadagni dell'agricoltura.

CAPITOLO 4: GLI STATI UNITI

⁶⁸ Earth.org: “5 Biggest Environmental Issues in India in 2024”, Aprile 2023

4.1 LA CRESCITA ENDOGENA

Gli Stati Uniti da più di un secolo dirigono le sorti del mondo grazie al suo potere unipolare verso gli altri stati e con la sua influenza è lo stato di riferimento del mondo occidentale. Con quasi 28 trilioni di dollari di Pil, gli Usa sono ancora oggi la più grande economia sul pianeta. La ricchezza pro capite è di 83 mila dollari, 15 mila dollari in più rispetto alla media dei paesi avanzati⁶⁹, il che rende il benessere cittadino medio americano un modello per le altre realtà economiche.

Il sistema capitalistico americano è riuscito a modellare l'assetto e i consumi di tutta la società attuale, rafforzando con gli anni il dominio incontrastato del paese in ambito finanziario, geopolitico ed economico. La globalizzazione ha implementato l'ulteriore controllo del commercio nei confronti del resto del mondo, con il commercio Us che è triplicato dagli anni 90.

Nel presentare il “sogno americano” è importante fare riferimento a un aspetto che accomuna il successo dei paesi avanzati e che mantiene distante le condizioni di crescita dei stati emergenti, ossia la dinamica con cui gli stati più sviluppati si sono mantenuti sempre più ricchi e hanno mantenuto elevato il livello di vita dei loro abitanti in modo costante negli anni, aspetto che i paesi emergenti non sono ancora in grado di replicare, considerando specialmente i loro bassi livelli di reddito medio e di disuguaglianza sociale, fattori che hanno reso la crescita di questi stati temporanea o incostante nel tempo.

Fin qui nel trattare l'evoluzione dei paesi emergenti come Cina ed India sono state presentate alcuni concetti alla base della teoria neoclassica della crescita esogena sviluppata da Solow negli anni 60. Rivisitazione importante di questa teoria è stata

⁶⁹ IMF Economic Outlook October 2023

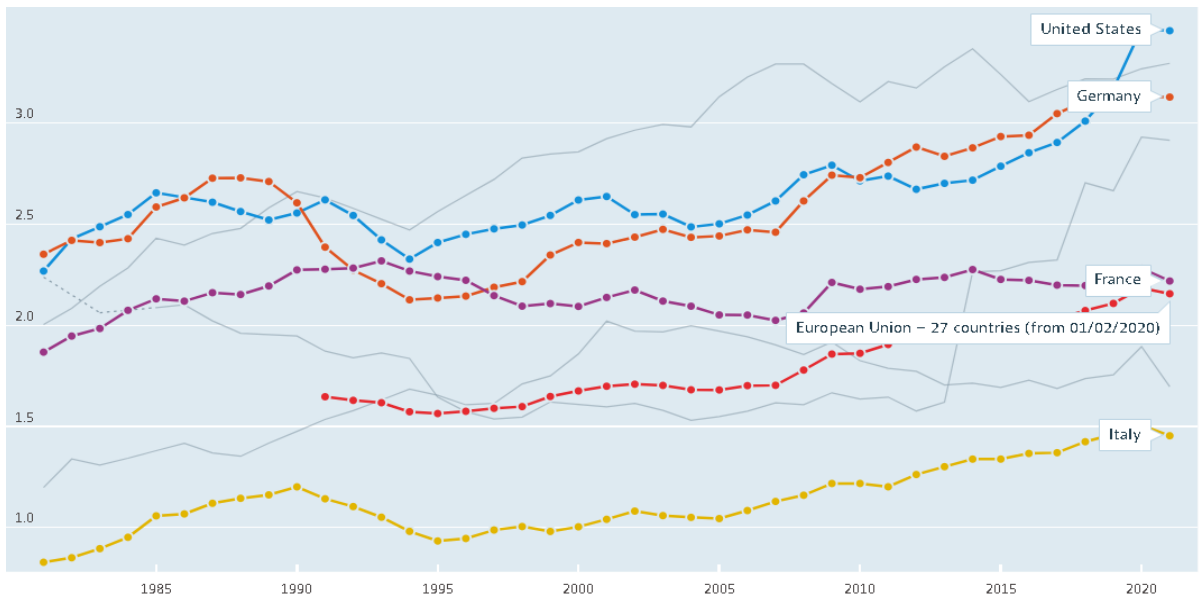
fatta dal premio Nobel Paul Romer ad inizio anni 90, vista la mancata sostenibilità nel lungo termine del modello sostenuto da molti economisti del tempo. Secondo la teoria neoclassica, per ottenere maggiore benessere è necessario accumulare sempre più fattori produttivi quali forza lavoro e capitale. La teoria ha fatto riferimento perlopiù ai beni manifatturieri (standard goods), caratterizzati da rivalità intrinseca, il cui valore economico è dato essenzialmente dalla scarsità. Romer nel suo lavoro tiene conto della crescita endogena di un paese, dove il cambiamento tecnologico è la vera colonna portante della crescita. Lo sviluppo della tecnologia all'interno di una nazione è il risultato del lavoro di ricercatori e imprenditori, e soprattutto dei policy makers che devono creare i presupposti e gli incentivi per un ambiente economico favorevole alla ricerca e sviluppo di nuove idee. A differenza dell'accumulazione di capitale, l'accumulazione di idee non ha effetto temporaneo, e per questo è determinante nella crescita di lungo periodo visto che non risponde alla legge dei rendimenti marginali decrescenti di Barro. Le idee hanno infatti la caratteristica fondamentale di essere dei beni "nonrivalry": l'accumulazione di idee porta solamente a una ricchezza aggregata e non ad una loro saturazione come accade con i beni tangibili⁷⁰. L'incremento delle innovazioni non esclude successive idee in futuro e, inoltre, tali innovazioni possono essere sfruttate in modo simultaneo da tutta la popolazione. Per cui il carattere di nonrivalry rafforza in modo deciso il concetto di rendimenti di scala. Se per esempio in un processo produttivo si raddoppiano gli input e si aggiunge un miglioramento del capitale umano, l'output che si otterrà sarà maggiore del doppio. In questo modo aumenta la produzione e aumentano i rendimenti per output prodotto. Proprio grazie a questo fenomeno si instaura nel lungo periodo un aumento continuo della ricchezza pro capite di una nazione. Nuove idee creano un potente effetto spillover che aumenta la produttività dei futuri ricercatori, che possono lavorare con una base conoscitiva

⁷⁰ Jones: "Paul Romer: Ideas, Nonrivalry and Endogenous Growth", 2019

già elevata. Il basso contributo del capitale umano spiega il motivo per cui nei paesi in via di sviluppo, nonostante ci sia un aumento congiunto della produttività aggregata e della popolazione, non ci siano importanti miglioramenti per quanto riguarda il pil pro capite.

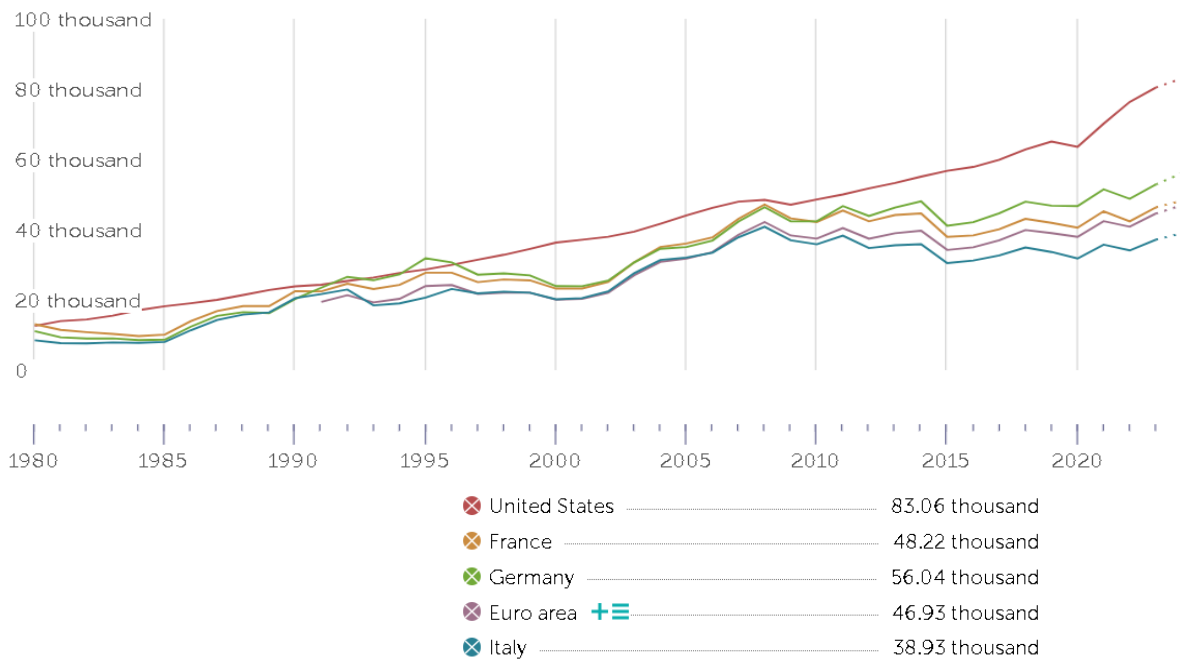
Differenze nel livello del capitale umano e nei sistemi di educazione fanno la differenza anche nella crescita tra i paesi avanzati. Negli ultimi decenni la crescita pro capite degli Stati Uniti è stata molto più netta rispetto a quanto avvenuto in Europa, dando vita ad una netta divergenza anche tra i due grandi blocchi economici. La differenza sembra proprio essere spiegata negli investimenti in ricerca e sviluppo, dove negli Stati Uniti arriva a toccare i 3,5% del Pil, mentre la media dei 27 paesi europei è del 2,15%. Altro fattore determinante è l'ecosistema universitario: 15 delle 20 università più prestigiose al mondo sono americane. Gli Stati Uniti sembrano aver istituito un ecosistema universitario che è il più efficiente, e più selettivo nella selezione dei talenti in tutto il mondo. In molti paesi europei vi è una mancata adattabilità delle università nei confronti dei posti di lavoro rischiesti dal mercato. La stragrande maggioranza delle università americane sono dedicate a settori in grado di aumentare la produttività dei laureati come gli indirizzi STEM, mentre le materie umanistiche, molto presenti negli atenei europei, sono in diminuzione. L'alta selezione del personale, la grande indipendenza dal governo e le grandi collaborazioni con le più importanti imprese del mondo rendono gli studenti americani già pronti per un eventuale inserimento lavorativo e permette agli Usa di intercettare i talenti da tutto il mondo. Vengono inoltre incentivati la creazione di classi dove sono inseriti i studenti più performanti.

Fig 4.1: Percentuale di spesa rispetto al Pil in ricerca e sviluppo



Fonte: OECD Data

Fig 4.2: Crescita Pil Pro capite

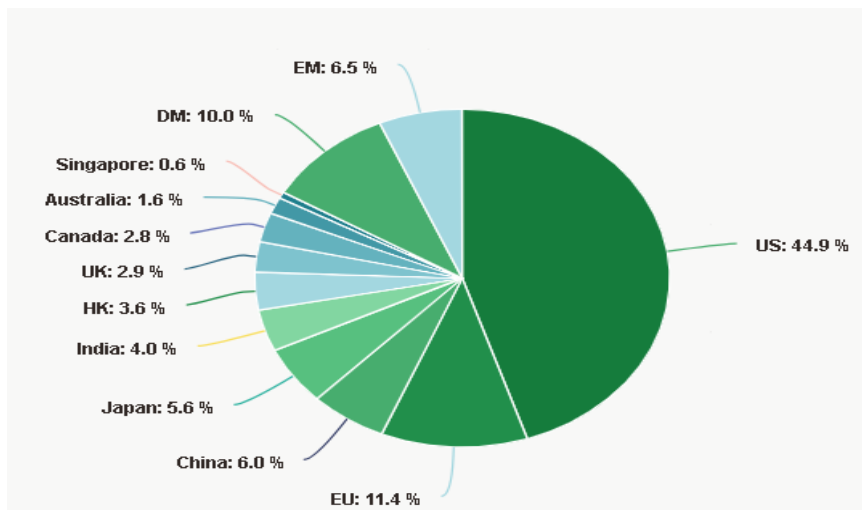


Fonte: Imf DataMapper

4.2 L'EGEMONIA FINANZIARIA DI WALL STREET

Gli Stati Uniti sono stato il primo paese nella storia a basare il loro dominio internazionale senza conquistare militarmente altri stati, proprio come fatto da tutte le altre superpotenze in passato. Gli Usa sono infatti riusciti a diffondere il loro potere istituendo un modello della propria struttura socio-economica. Ma il ruolo di protagonista del predominio secolare americano spetta al suo centro finanziario e all'abilità delle sue istituzioni di dirigere tutta l'economia e la finanza mondiale. La borsa americana con 49 trilioni di dollari di capitalizzazione è il centro finanziario che tutt'ora raccoglie quasi la metà dell'equity mondiale. Il mercato azionario americano è composto da più di 16 mercati regolamentati, più di 30 alternative trading system e da più di 200 mercati otc⁷¹. I venues più importanti sono l'Intercontinental Exchange (ICE), il Chicago Board Options Exchange (CBOE), il Nasdaq e l'Investors Exchange (IEX).

Fig 4.3: Quote mercati borsistici mondiali



Fonte: SIFMA

⁷¹ SIFMA Research Quarterly 4Q23

Il volume del mercato azionario americano è quasi il doppio rispetto al Pil (1,76), rapporto che è di recente aumentato ma comunque storicamente è sempre stato maggiore di 1. L'importanza del mercato azionario in uno stato può significare diversi aspetti della sua struttura economica. Le aziende domestiche sono caratterizzate da una maggiore efficienza garantendo un ROE alto che si concretizza in un'alta valutazione dei titoli. Solitamente queste imprese hanno l'abilità di operare oltre i confini ed essere in grado di raccogliere grandi quantità di capitali⁷². Un mercato borsistico dinamico migliora la liquidità delle imprese e va ad arricchire parte della popolazione, andando a influenzare positivamente i consumi interni specie durante le fasi di rialzo.

L'apporto nel settore equity statunitense ha da sempre avuto un ruolo centrale per tutti gli investitori. Nell'ultimo decennio il mercato americano ha rappresentato una "lotteria vincente" per coloro che hanno impiegato le loro risorse nei listini di Wall Street, visto la costante impennata delle quotazioni americane. L'MSCI World Index, composto per il 70% da titoli americani, dalla crisi del 2008 ha nettamente sovraperformato l'MSCI World Ex Usa, indice mondiale che esclude però i titoli Us ed è composto da titoli provenienti da altri 22 paesi avanzati⁷³.

⁷² Prime Investor: "Is the Buffet Indicator the right indicator for stock market valuation?", Ottobre 2023

⁷³ MSCI Index Factsheet January 2024

Fig 4.4: MSCI World Index vs MSCI World Ex Usa



Fonte: MSCI Factsheet

4.2.1 S&P 500 E LE “MAGNIFICHE 7”

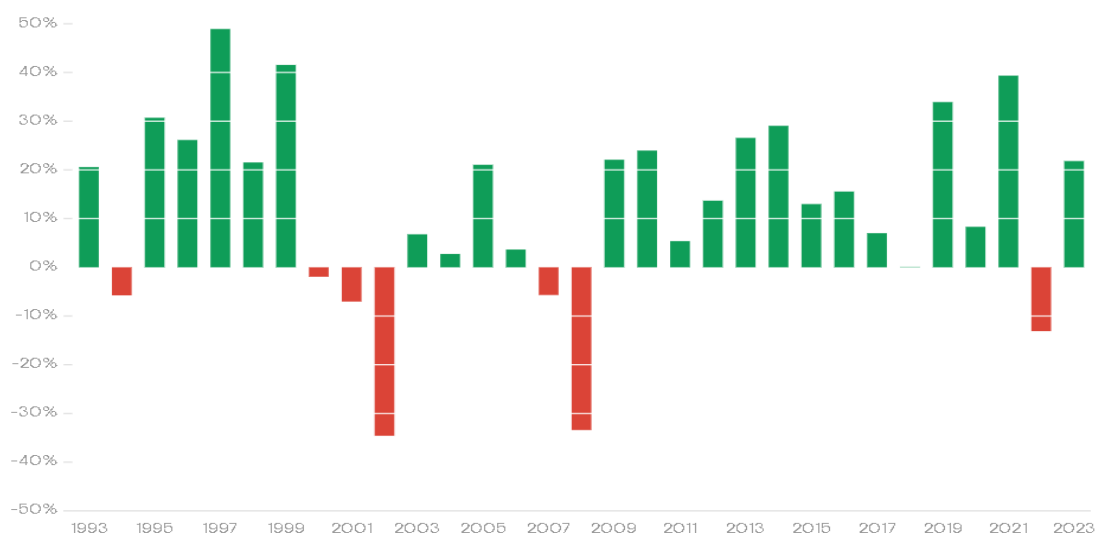
Il benchmark più emblematico del mercato americano è l’S&P500 in quanto è l’indice azionario che viene analizzato di più, spesso proprio per valutare lo stato di salute di tutta la finanza mondiale. Creato da Standard and Poor’s nel 1957, lo strumento segue l’andamento delle 500 imprese statunitensi dal 1923 ed ha una capitalizzazione di quasi 40 trilioni di dollari. Nel 2023 l’indice è cresciuto di più del 20%, dell’84,52% negli ultimi 5 anni.

Senz’altro uno dei motivi per cui questo indice attira sempre molta attenzione è la sua performance passata. Negli ultimi 30 anni il CAGR è stato del 10% (8% la crescita annuale reale), con una deviazione standard del 15,31%.

I tre anni con le performance più positive sono stati il 1997 (49%), 1999 (41,5%) e il 2021 (39,3%). In contrasto gli anni peggiori in queste tre decadi sono stati il 2002 (-34,6%), il 2008 (-33,4%) e il 2022 (-13,1%)⁷⁴.

Le prestazioni dell'S&P 500 sono quasi sembrate un'anomalia statistica. Kizer con la tecnica del bootstrapping ha esaminato le performance mensili dal 2009 al 2018, effettuando 100000 simulazioni su 116 ritorni mensili storici dal 1926. Dal 2009 al 2018 l'indice ha registrato un aumento del 352%, un eccesso del 16,5% annuo sui Treasury bill. Di tutte le simulazioni effettuate, solamente lo 0,57% hanno ottenuto un rendimento migliore dell'S&P500 in quel periodo, in aggiunta con uno Sharpe Ratio di estremamente basso (1,30)⁷⁵. Un risultato malapena replicabile visto l'eccezionale risk adjusted return offerto in questo periodo.

Fig 4.5: Performance S&P500 dal 1993



Fonte: Curvo

⁷⁴ Curvo

⁷⁵ Kizer: "The S&P 500 Goes Supernova", Novembre 2018

L'indice per la prima volta nella storia ha di recente raggiunto i 5000 punti, impiegando solamente 719 sessioni per guadagnare gli ultimi 1000 punti. Il P/E è superiore a 20. Guardando più al lungo periodo con il cyclically adjusted p/e ratio (CAPE), indicatore anche detto Shiller Ratio che normalizza il P/E nel lungo periodo, il mercato americano sembra piuttosto sopravvalutato nelle sue quotazioni attuali rispetto al mercato europeo o a quello cinese, con il listino americano che supera i 30 punti dell'indicatore (20 per l'Europa e 12 per la Cina).

Fig 4.6: Shiller ratio dell'S&P500 negli ultimi 50 anni



Fonte: Multpl

L'indice è molto variegato in quanto copre vari settori, con il settore tecnologico che ha la fetta maggiore (30%) seguito da quello finanziario (13%) e dell'healthcare (12,8%)⁷⁶. Ma risulta molto concentrato per quanto riguarda la composizione delle imprese al suo interno. Ogni periodo dell'economia americana è stato dominato da grandi aziende: dal 1930 le 10 più grandi imprese hanno ottenuto in media il 23,6% e superato in media l'1,51% il mercato. In particolare sono le "Magnifiche sette" a dettare le performance dell'indice: Apple, Amazon, Alphabet, Meta Platforms, Microsoft, Tesla e Nvidia. Per la prima volta nella storia dello strumento, solamente

⁷⁶ S&P 500 Dow Jones Indices

7 titoli detengono il 29% della capitalizzazione totale (nell'MSCI globale i primi 7 titoli detengono il 18%). Le magnifiche sette hanno anche dominato il mercato globale, con le altre aziende dell'MSCI World che hanno avuto un rendimento del soli 12%⁷⁷. Apple ha un market cap che è maggiore dell'intero mercato borsistico inglese, con oltre 3 trilioni di dollari e se si considera congiuntamente, i sette titoli hanno lo stesso peso nell'indice mondiale di altre cinque borse di paesi avanzati: Francia, Giappone, Canada, Uk e China. Nel 2023 le sette multinazionali sembrano aver trainato le buone performance dell'S&P con un rendimento del 74%, mentre le altre 493 aziende hanno aggiunto all'indice un povero 6%. Il 72% delle azioni al suo interno ha sottoperformato l'andamento dell'indice stesso, percentuale mai vista da più di un secolo e dato molto allarmante per quanto riguarda la diversificazione degli asset americani⁷⁸.

Fig 4.7: Andamento delle “Magnifiche 7” e dell'S&P500

⁷⁷ TheGuardian: “The stock market story of 2023? The growing domination of Us tech”, Dicembre 2023

⁷⁸ Yahoo Finance: “One chart shows how ‘The Magnificent7’ have dominated the stock market in 2023”, Novembre 2023



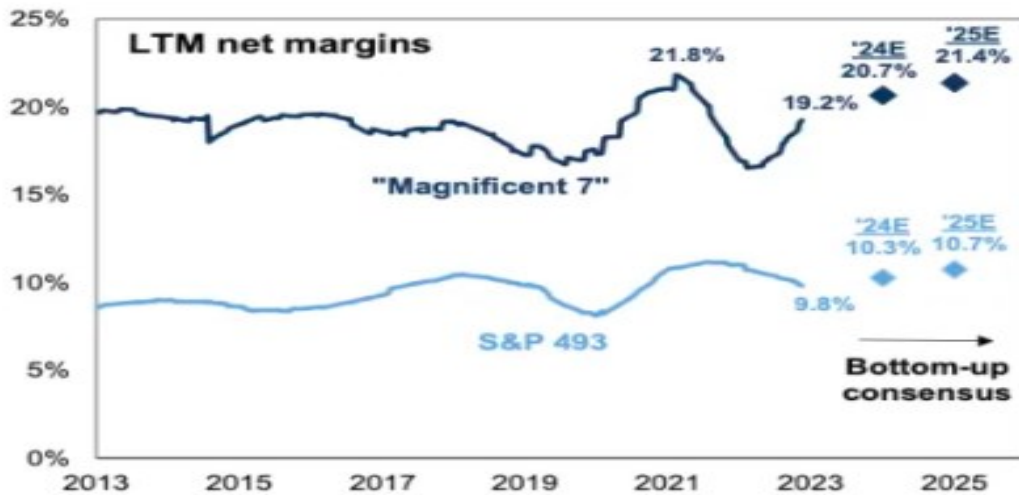
Fonte: *The WallStreet Journal*

Le prestazioni delle sette multinazionali in oggetto sono ancora più impressionanti se si allunga l’orizzonte temporale a cinque anni: Tesla +829%, Nvidia +783%, Apple +250%, Microsoft +224%, Alphabet +141%, Meta +118% e Amazon +63%⁷⁹.

L’aumento della concentrazione del potere di mercato delle corporate Us pare essere aumentato dagli anni 2000, proprio con l’ascesa delle imprese che operano nel settore dei servizi e del retail. Il successo di queste imprese sembra essere dettata da una loro capacità di ottenere margini maggiori rispetto alle altre.

Fig 4.8: Margini netti delle “Magnifiche 7” e delle altre imprese americane

⁷⁹ Visual Capitalist: “Which Companies Make Up the “Magnificent Seven” Stocks?”, Dicembre 2023



Fonte: Goldman Sachs

La maggiore polarizzazione nel mercato americano permette a queste attività di ottenere una crescita più marcata dell'output e di mantenere alto il livello delle valutazioni. La tendenza nella concentrazione del mercato pare sia spiegata dall'aumento negli investimenti in R&D che come ripetuto ha il beneficio di rafforzare nel lungo periodo le economie di scala⁸⁰. Inoltre vi è una relazione positiva tra la grandezza di un'impresa e il valore dei suoi brevetti, con la maggiore capacità delle multinazionali di saper commercializzare le loro invenzioni rispetto alle imprese più piccole⁸¹.

I rendimenti appena descritti possono sfociare in sentimenti di euforia e avidità. In particolar modo le compagnie del comparto tecnologico americano, così come successo alla vigilia della bolla dot com, hanno dei fondamentali molto alti. Il selection bias descrive il pattern delle bolle finanziarie: il prezzo di un titolo che

⁸⁰ Kwon, Ma, Zimmermann: "100 Years of Rising Corporate Concentration", Maggio 2022

⁸¹ Arora, Cohen, Lee, Sebastian: "Innovation Value, Inventive Capability and Large Firms Advantage", Agosto 2022

produce una nuova tecnologia sale appena è stabilito il suo potenziale per cui gli investitori scommettono sull'adozione su larga scala⁸². L'alta incertezza riguardo la profittabilità dell'azienda produttrice si sostanzia in alti prezzi azionari, proprio perché sono alti gli expected dividends nella formula di crescita di Gordon: per un'expected growth rate, l'aumento dell'incertezza fa aumentare il valore fondamentale di un titolo. Appena l'incertezza iniziale inizia a sfumare, il valore del titolo scende a parità di altre condizioni e il calo dell'entusiasmo può portare alla destabilizzazione di tutto il mercato.

Le “Magnifiche Sette” hanno un Price to book ratio di 12, contro la media del mercato degli ultimi 30 anni di 3,05 o il 2,43 dell'indice globale⁸³. Il potere economico ottenuto di recente da queste corporate, anche secondo uno studio della Fed, sembra essere spiegato da una minore spesa in tasse e negli interessi, proprio dovute a politiche di “helicopter money” adottate in questi anni. Complessivamente, nell'ultima decade il mercato americano ha sovraperformato annualmente il mercato monetario dell'11,9% (l'MSCI World 8,5%)⁸⁴. Il sovrarendimento dei titoli azionari sul cash è composto dal dividend yield, dalla crescita reale sugli utili e dall'espansione dei multipli, al netto del rendimento reale del cash. L'eccesso dei rendimenti di questi dieci anni è spiegato dalla crescita degli utili reali del 4,5% e il 3,6% l'aumento dei multipli. La crescita reale degli utili è molto più facile da prevedere rispetto ad altri elementi finanziari, essendo caratterizzata dal fenomeno statistico del ritorno verso la media e con alto fattore di anticiclicità. Il coefficiente di correlazione tra gli utili realizzati e quelli predetti è dello 0,7. Secondo queste analisi, per poter mantenere le prestazioni dell'ultima

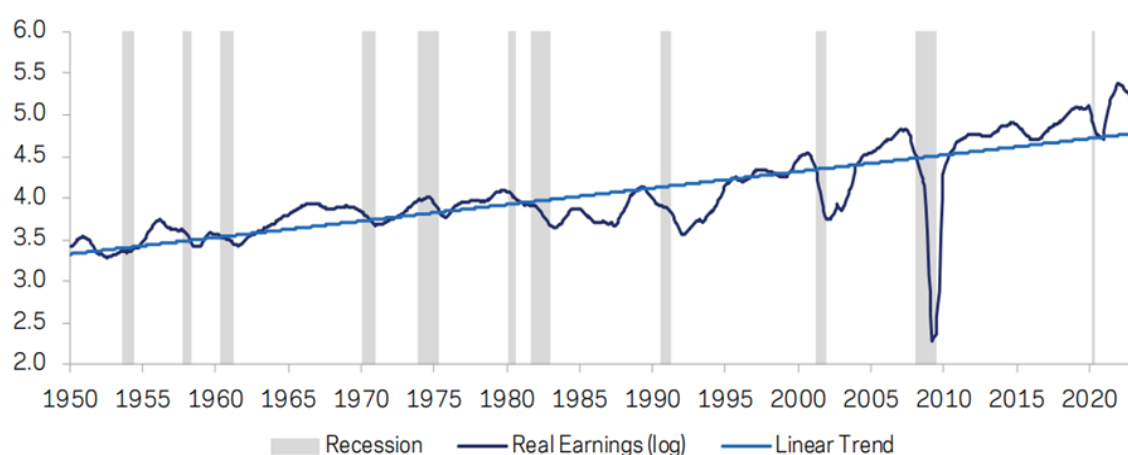
⁸² Pastor, Veronesi: “Was There a Nasdaq in the Late 1990s?”, Dicembre 2004

⁸³ Dimensional: “Concern Over Market Valuations”, Novembre 2023

⁸⁴ AQR: “Driving with The Rear-View Mirror”, Dicembre 2023

decade in vista delle valutazioni correnti dei fondamentali, se si ipotizza il livello di crescita degli utili simile alla media storica del dopoguerra (2,5%), il CAPE nei prossimi 10 anni deve raddoppiare ed arrivare a quota 60 (40% in più del livello raggiunto nella bolla dot com). Se si è più ottimisti e si presume un incremento degli utili del 6%, il CAPE deve comunque toccare i 51 punti.

Fig 4.9: Crescita reale dei rendimenti



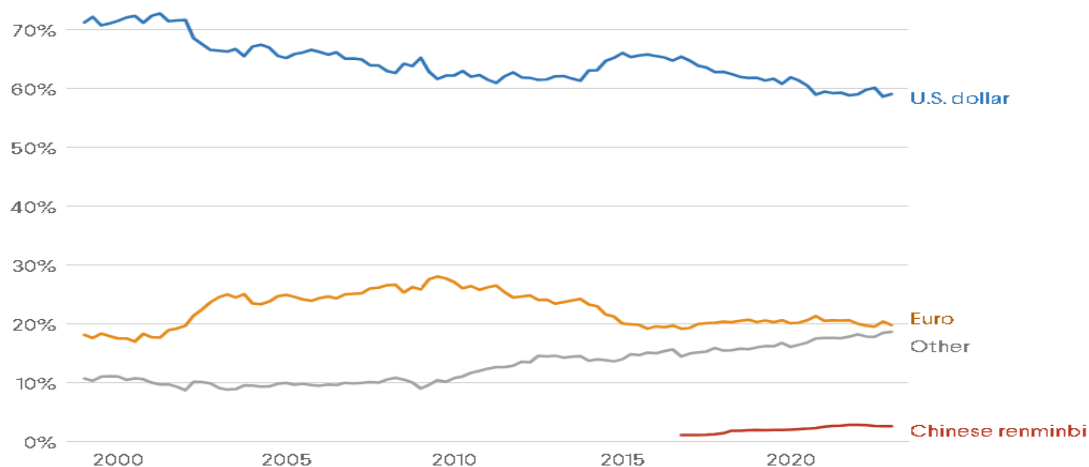
Fonte: AQR pag 8

4.2.2 KING DOLLAR

Alla fine della Prima Guerra Mondiale gli Stati Uniti hanno decretato il loro status di leader indiscusso, irrobustito dalla sua valuta nazionale che ancora oggi è la valuta internazionale per eccellenza. Nel 1944 con il trattato di Bretton Woods al dollaro è stato affidato al dollaro il ruolo di valuta centrale negli scambi internazionali: il suo valore è stato collegato con quello dell'oro (un'oncia veniva convertita in 35 dollari). Dagli anni 60 però sono iniziate le prime difficoltà da parte del governo nel garantire la convertibilità e, complice le spese militari del tempo, nel 1971 il sistema di cambio è stato del tutto abolito aprendo l'avvento dei cambi flessibili.

Una moneta che viene usata nella maggior parte delle trattative internazionali rende gli scambi come se fossero avvenuti all'interno di un singolo stato, azzerando il rischio di controparte per entrambe le parti (effetto network). Una determinata valuta per essere considerata internazionale deve possedere tre caratteri predominanti: usata nel pegging da altre nazioni, avere una grande presenza negli scambi internazionali ed essere detenuta in grandi quantità nei caveau delle banche centrali di tutto il mondo. Quest'ultimo tratto è quello più determinante, visto che gli altri sono direttamente collegati ad esso. Ed è proprio grazie alla quota detenuta nelle riserve mondiali, seppur leggermente in calo, che permette al dollaro di avere un prestigio unico tra gli agenti economici. A inondare le riserve mondiali sono state anche le politiche estere degli anni 70, che hanno legato il dollaro alla maggior parte delle transazioni di materie prime, specie per quanto riguarda il petrolio.

Fig 4.10: Quote di valute nelle riserve delle banche centrali mondiali



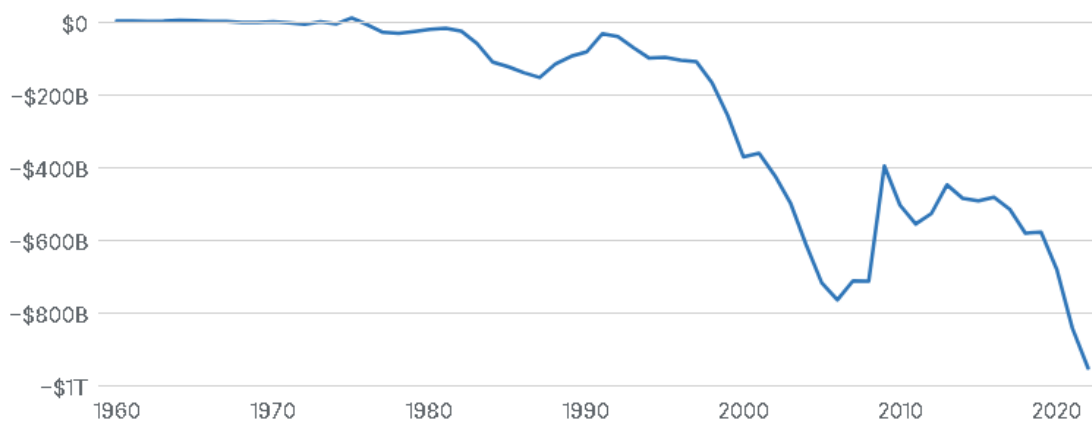
Fonte: IMF

Essendo la moneta più presente in circolazione è anche la più domandata, il che la rende un asset “rifugio” che viene accumulato dagli investitori nei momenti di crisi.

Negli anni 60 il ministro delle finanze francese ha definito il dollaro come un “vantaggio esorbitante” per gli Us⁸⁵. L’esternalità positiva più importante offerta dal dollaro per gli Stati Uniti è quella relativa all’emissione di debito, pagato dagli States a basso costo visto i minori tassi di interessi dei Treasury. La sempre presente richiesta del dollaro contiene la crescita dei tassi sulle obbligazioni americane, considerate titoli risk free per eccellenza. In aggiunta la stragrande maggioranza degli investitori possiede azioni denominati in dollari. Per cui il costo del capitale per i cittadini e le imprese americane non è mai troppo elevato. Gli States sono quindi considerabili come una sorta di hedge fund: prendono a prestito con tassi bassi e investono in altri stati per ottenere alti rendimenti⁸⁶.

Tutto ciò ha provocato negli anni l’aumento a dismisura del deficit nazionale e il deficit delle partite correnti, diventati entrambi come si vedrà di seguito un carattere strutturale delle finanze pubbliche di Washington.

Fig 4.11: Deficit nel Current Account americano



Fonte: Us Census Bureau

⁸⁵ Renewing America: “The Dollar: The World’s Reserve Currency”, Luglio 2023

⁸⁶ Frenkel, Jeffrey: “Dollar Rivals”, Giugno 2023

Le recenti dinamiche geopolitiche hanno posto nuove minacce per il futuro dominio del dollaro. Dal 2016 sono stati infatti numerosi gli eventi che hanno limitato il commercio internazionale: il Brexit, il protezionismo americano contro la Cina, lo scoppio della guerra in Ucraina e in Medio Oriente. Inoltre vi è stato un aumento dell'uso di altre valute come l'euro e il renmibi cinese che ha diminuito la quota di dollari detenuti dai vari stati e incrementato la loro quota. Tuttavia ci sono delle importanti limitazioni per entrambe. L'euro ha raggiunto il 20% delle riserve globali e la sua emissione viene effettuata da un'insieme di nazioni con una grande economia ma che non hanno istituito un'unione fiscale con un debito pubblico comune. D'altro lato le istituzioni cinesi non garantiscono la libera circolazione dei flussi finanziari. Da qui si può ben comprendere che non c'è ancora una vera alternativa che possa minacciare l'importanza del dollaro.

Infatti il dollaro nel 2023 è stato ancora usato per quasi la metà delle transazioni globali (48%) tramite il sistema SWIFT, la più alta percentuale da una decade.

Nel prossimo futuro la situazione più concreta è quella in cui si ha una graduale evoluzione ad un sistema multipolare. L'aumento del potere d'acquisto in alcuni paesi emergenti ha immesso più liquidità e ha permesso di rafforzare le loro valute nazionali⁸⁷. Un minor predominio del dollaro porterebbe un vantaggio a tutta l'economia mondiale. Se il dollaro è caratterizzato da un trend positivo che ne aumenta il valore le economie che invece vivono un ribasso economico e sono costrette a deprezzare la loro moneta fanno fatica a importare dall'estero. Viceversa gli Stati Uniti hanno spesso visto erodere le loro esportazioni dalle svalutazioni valutarie di alcuni paesi che vogliono promuovere i loro prodotti deprezzando continuamente la loro valuta nazionale.

⁸⁷ Credit Suisse Research Institute: "The Future of the Monetary System", 2022

4.3 IL CIRCOLO VIZIOSO

Dalla crisi del 2008 la Federal Reserve ha avviato la politica monetaria espansiva del Zero Interest Rate Policy (ZIRP), azzerando il livello dei funds rate con l'obiettivo di dare un grande stimolo all'economia, messa in ginocchio dalla più grande crisi finanziaria della storia recente. In aggiunta, la Fed ha il Quantitative Easing, strumento di politica monetaria non convenzionale che consiste nell'acquisto in larga scala di asset finanziari da parte della banca centrale nel mercato aperto, in modo da immettere grande liquidità al mercato e stabilizzare l'economia della nazione. Dal 2008 la Fed ha ricorso a questo strumento per ben quattro volte: nel 2008, nel 2010, nel 2012 e più recentemente in risposta all'epidemia Covid nel 2020⁸⁸. Essendo i tassi già bassi nel marzo del 2020, una politica di diminuzione dei tassi non si è potuta dimostrare efficace, per cui la Fed ha iniziato un'acquisizione su base mensile di 80 miliardi di debito e 40 miliardi di mortgage-backed securities. Tutte queste politiche ultraespansive hanno dato slancio all'economia e al settore finanziario. Oltre alle grandi performance del settore azionario, il tasso di disoccupazione americano ha raggiunto livelli minimi (3,7% a gennaio). Il QE ha però "gonfiato" il bilancio della Fed che a novembre 2023 ha raggiunto un valore di 7,1 trilioni di dollari in vista di un aumento della massa monetaria M2 senza precedenti nella storia americana. Tutta questa liquidità ha innalzato pericolosamente il tasso di inflazione. Nel 2022 ha raggiunto il 9%, livello toccato solamente 50 anni prima con la crisi degli anni 70.

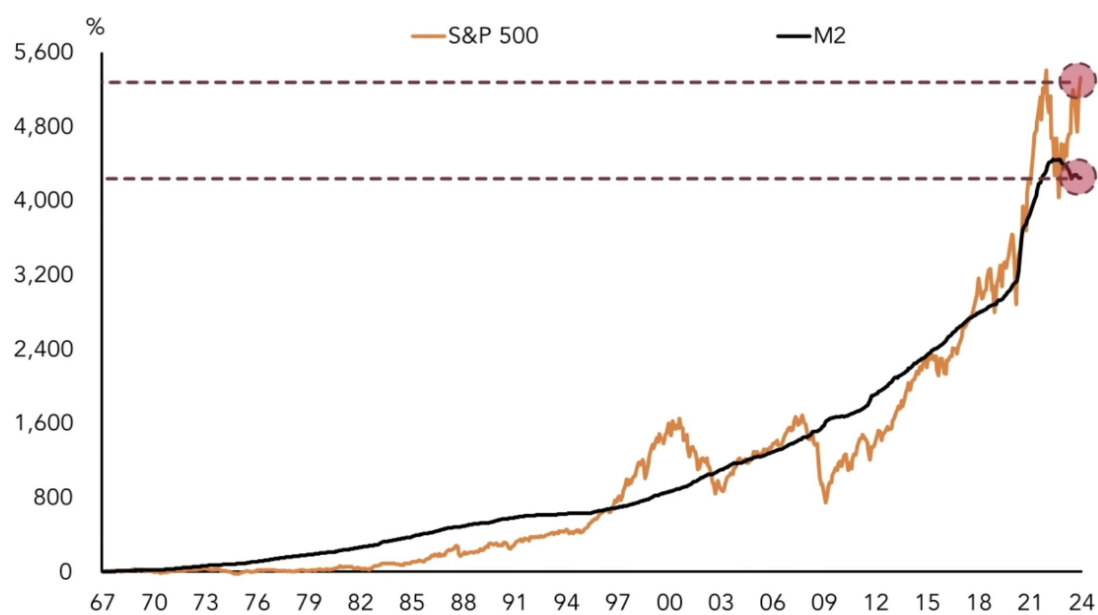
⁸⁸ The American Deposit Management: "History of Quantitative Easing in the Us"

Il quantitative easing ha infatti un effetto sull'inflazione che è dalle due alle quattro volte più impattante rispetto alle altre misure espansive⁸⁹.

Fig 4.12: Livelli dei Funds Rates e crescita della Massa Monetaria M2 in relazione all'S&P 500



Fonte: Trading Economics



⁸⁹ CEPR: “Quantitative easing generates more inflation than conventional monetary policy”, Gennaio 2024

Fonte: Bloomberg

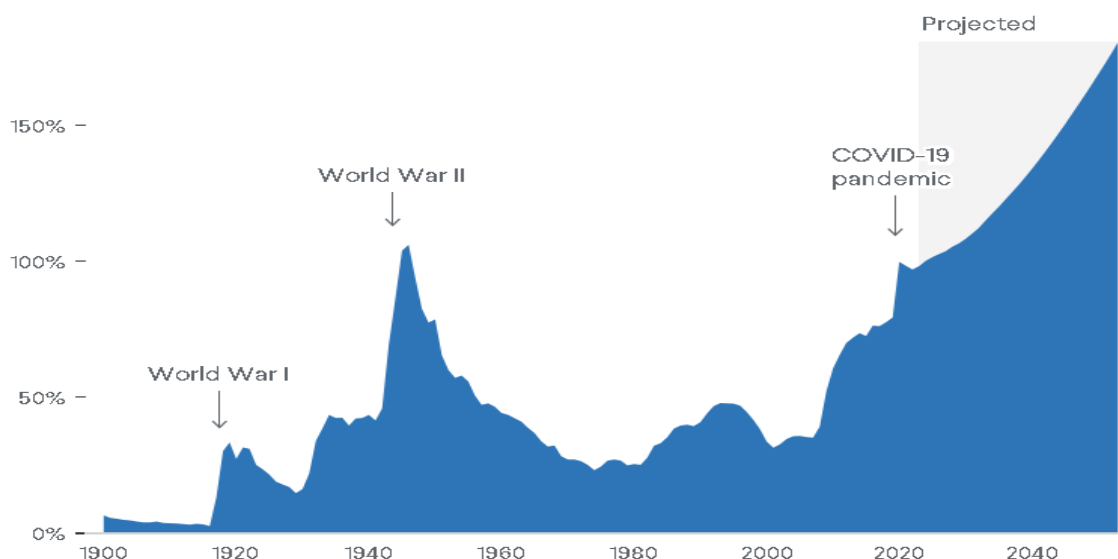
Proprio nel tentativo di non deviare dagli obiettivi primari della Fed, ossia quello della stabilità dei prezzi e dell'equilibrio dei tassi nel lungo periodo, l'istituzione bancaria ha aumentato il livello dei tassi fino all'attuale 5,5% (livello più alto dal 2001) e iniziato nel dicembre del 2022 un Quantitative Tightening che ha dato il via alla vendita a parte degli asset precedentemente acquisiti dalla banca centrale, proprio per drenare l'eccesso di liquidità che ha causato un calo del valore della moneta. Nonostante il recente calo, l'inflazione si attesta comunque sopra il livello target del 2% (3,4% nello scorso dicembre).

Sullo sfondo vi è però un altro problema che limita i policy makers nel tentativo di "raffreddare l'economia" e rischia di compromettere le prestazioni economiche dei prossimi anni. Il debito pubblico americano ha superato i 34 trilioni di dollari, il 32% di tutto il debito globale e il 124% del suo Pil, percentuale più bassa solamente rispetto a Giappone e Italia tra i paesi avanzati. In aggiunta, è il livello più alto nei confronti del Pil mai registrato in occasione di anni in assenza di guerre o recessioni.

Durante gli ultimi 30 anni la crescita del debito è stata oscurata dal boom economico iniziato negli anni 90. Alcune dinamiche recenti hanno indebitato lo Stato con un ritmo senza precedenti. Nel 2017 Trump ha optato per un taglio delle tasse che secondo le stime ha ridotto le finanze pubbliche di 1,8 trilioni in dieci anni. Per combattere l'epidemia il governo ha elargito finanziamenti per 3,1 trilioni di dollari. Anche l'attuale governo Biden ha pesantemente fatto affidamento alle finanze pubbliche per incrementare le infrastrutture dedicate alla transizione ecologica. Dal 2008 il debito è aumentato di 22 trilioni, 8 trilioni dal 2020, quantità di spesa

equivalente al finanziamento per le due guerre mondiali combinato al debito del periodo 1970-1990⁹⁰.

Fig 4.13: Crescita del rapporto debito pubblico/Pil



Fonte: Congressional Budget Office

Le stime future sono altrettanto allarmanti, con alcune previsioni che stimano un debito due volte maggiore già nel 2030 e al 170% del Pil nel 2050.

Il Federal Budget è diviso in spesa obbligatoria, spesa discrezionale e pagamento degli interessi. La fetta più grande (66%) è quella che fa riferimento alla spesa obbligatoria, dedicata ai servizi di welfare (Social Security, Medicare, Student Loan...)⁹¹. In particolare sono le spese in attività di assistenza che occupano maggiormente la spesa pubblica, con costi che andranno ad aumentare in futuro in vista dell'invecchiamento della popolazione americana.

⁹⁰ PIIE: "If markets are alright about long real rates, public debt ratios will increase for some time", Novembre 2023

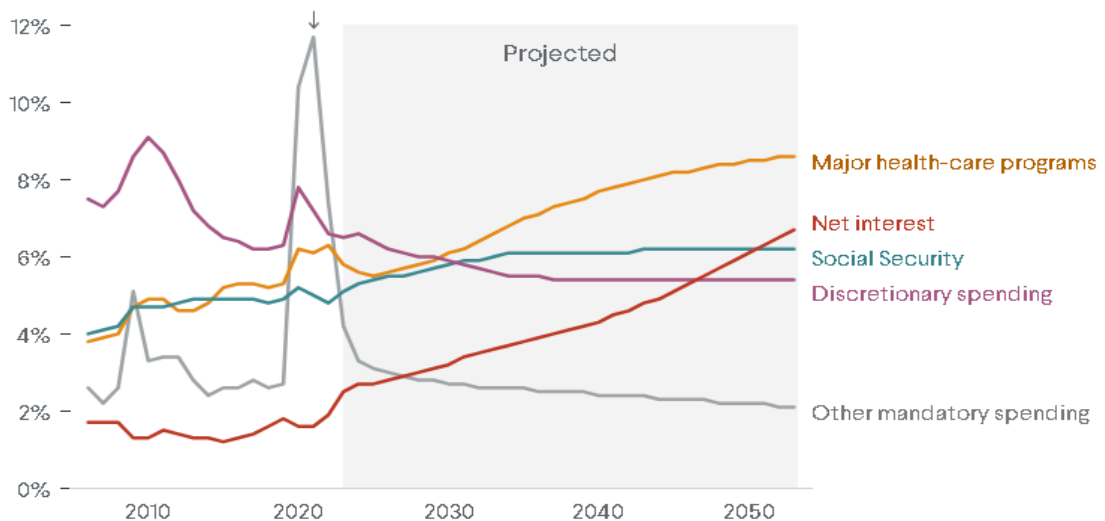
⁹¹ Renewing America: "The U.S National Debt Dilemma", Dicembre 2023

L'altra spesa destinata ad aumentare sensibilmente è quella degli interessi. In un contesto di "higher for longer" il debito risulta molto più costoso da gestire. Nell'ultimo anno la spesa per ripagare gli interessi sul debito è arrivata a superare un trilione di dollari, cifra più alta in 20 anni e per la prima volta maggiore delle spese militari. Con la previsione di tassi superiori al 4% per un lungo periodo l'aumento del debito diventa molto complicato da sostenere.

Nel 2033 è previsto che la spesa per interessi possa raggiungere il 20% delle entrate totali e con tassi reali ancora superiori al 2,3% il debito pubblico può arrivare a 1,88 volte il Pil nel 2050⁹².

Fig 4.14: Componenti di spesa obbligatoria del Federal budget

⁹² Vontobel: "Us debt-stuck in a vicious cycle", Giugno 2023



Fonte: Congressional Budget Office

L'aumento del costo degli interessi su un debito in espansione e già ad un livello critico pone un grande dilemma per le istituzioni americane. Il deficit primario (tasso di finanziamento del debito al netto delle entrate pubbliche) rischia di aumentare di anno in anno (ora superiore al 6%), complice un crollo delle entrate fiscali nel 2023 di quasi 500 miliardi di dollari. Il governo potrebbe essere forzato a monetizzare la creazione di nuovo debito, con il pericolo di incorrere in vero e proprio circolo vizioso. Il mantenimento dei tassi ad un alto livello potrebbe paralizzare anche l'economia nel lungo periodo con la diminuzione dei prezzi delle stock (gli utili sono scontati a tassi maggiori e più onerosi sono i finanziamenti). D'altro lato, le possibili perdite del lato azionario potrebbero mettere pressione alla Fed, la quale dovrà decidere se tagliare i tassi, con il rischio di riattivare il fenomeno inflattivo.

CONCLUSIONI

Dopo aver descritto le caratteristiche principali dei paesi emergenti e aver analizzato più in dettaglio i due paesi più importanti a livello economico, la domanda che sorge spontanea è se Cina ed India possono sperare di diventare le nuove vere alternative agli stati occidentali nel contesto mondiale. I loro modelli di sviluppo sono diversi tra loro, così come è diversa la loro situazione macroeconomica e finanziaria, richiamando il carattere eterogeneo presente nella categoria dei mercati in via di sviluppo.

La Cina rispecchia per eccellenza il percorso di un paese in via di sviluppo che nel tentativo di “catch up” con i paesi più ricchi, sembra far fatica a creare una società basata sui consumi che possa replicare le dinamiche di benessere tipiche dei paesi avanzati. Le istituzioni poco liberali di Pechino sono ancora troppo attente a perseguire politiche che possano garantire la sicurezza nazionale economica tramite progetti veicolati dal governo comunista, facendo ben poco per stimolare l'efficienza dei suoi mercati finanziari o delle sue aziende private.

L'India rappresenta invece la nuova generazione di paesi emergenti considerati con più margine di crescita da parecchi investitori. Essendo la democrazia più grande al mondo il governo non rappresenta un fattore ostativo per la crescita come avviene in Cina. Tuttavia la sua industria non è sviluppata come quella cinese e la bassa presenza nel commercio la rende ancora un attore di secondo piano. Non si può poi non considerare il basso livello di sviluppo del popolo indiano, con parametri che richiamano quelli dei paesi di frontiera: 132esimo posto nella classifica dell'Human Development Index e con un Education Index di 0,6 (dietro a paesi come Iraq, Zimbabwe, El Salvador e Ghana).

In linea generale, il processo di convergenza teorizzato da Solow è tutt'altro che un fenomeno naturale. Dagli anni 60 solamente pochi paesi sono riusciti a colmare in modo definitivo il gap di reddito pro capite con gli Us. Tra le diverse zone del mondo, solamente alcune realtà emergenti asiatiche sono riuscite a migliorare i loro livelli di benessere economico in modo costante. Come si è potuto constatare con India e Cina, il modello di convergenza appare difficile da implementare proprio con l'avanzare della crescita economica, quando gli effetti che hanno spinto la crescita si esauriscono e richiedono nuove misure da attuare. Da questo punto di vista, figura di riferimento per gli emerging markets è sicuramente il Giappone che ad inizio anni 60 era considerabile un paese emergente con un'economia del 25% rispetto a quella americana. Il suo processo di convergenza è arrivato al capolinea con successo e da 40 anni il paese del Sol Levante risiede ininterrottamente nelle prime posizioni tra le economie del mondo, con una popolazione benestante. Il suo aumento della produzione è riuscito infatti a tramutarsi in un aumento di reddito per tutti i suoi cittadini. Grazie alla presenza di un buon livello di governance e ad un sistema bancario che facilitasse il credito alle aziende, i giapponesi hanno potuto iniziare a risparmiare e aumentare il loro potere d'acquisto⁹³. Sebbene nessuna teoria precisa possa trovare applicazione per una crescita di lungo periodo, i fattori determinati per un'economia emergente hanno a che vedere con alti tassi di risparmio, garantiti da un efficiente sistema bancario e un'alta coordinazione tra il settore privato e il governo. Altre economie che sono riuscite a distaccarsi dai paesi emergenti in modo simile a quello giapponese sono la Corea del Sud e Singapore e, recentemente, qualche stato europeo.

Riprendendo l'interessante report della Goldman Sachs su cui è ispirato questo lavoro, nonostante Cina ed India diventeranno sempre più rilevanti in ambito mondiale, sembra essere ancora troppo azzardato il confronto economico e politico

⁹³ Schroders: "The convergence question in the Emerging Markets", Novembre 2018

con gli Stati Uniti, in particolare per quanto riguarda chi debba avere più influenza nell'economia futura.

Gli US sono riusciti ad evitare per ora la tanto proclamata recessione, predetta da molti a seguito dell'inversione della curva dei tassi dovuta al processo disinflazionistico intrapreso dalla Fed. Alla fine del secondo trimestre del 2023 il mercato azionario ha continuato a offrire ottimi rendimenti, in linea con le performance decennali dell'S&P. La crescente concentrazione nelle mani di poche aziende del mercato equity è però un segnale di rischio da tenere bene in mente. Molto dipenderà dalla resilienza generale del mercato americano, che dovrà convivere nel contesto di "higher for longer", la cui durata dipenderà dal livello di inflazione. L'underperformance del settore value perdura ormai dal 2008 e le small cap americane sono scambiate a valori storicamente bassi (P/E intorno a 9) in relazione al comparto growth⁹⁴. La sostenibilità del debito passa molto dalla riduzione del deficit primario, che dovrà avvenire a seguito di una riduzione della spesa pubblica o da un aumento delle tasse, scelta difficile da intraprendere da qualsiasi partito politico, specie in vista delle prossime elezioni.

Contro il possibile ritorno verso la media degli utili americani ed una conseguente correzione dei fondamentali l'unico strumento efficace sembra essere quello della diversificazione, proprio come riportato nel primo capitolo. Ed è proprio in questo contesto che i titoli dei mercati emergenti, dopo anni di underperformance rispetto ai mercati avanzati, possono invertire il trend e attrarre nuovi capitali da poter sfruttare per confermare le loro percentuali di crescita.

⁹⁴ Morningstar: "It's Too Soon to Say the Value Premium Is Dead", Settembre 2023

La trattazione di numerosi aspetti che riguardano i paesi emergenti, quelli avanzati, Cina, India e USA è stata effettuata per evidenziare eventi passati e presenti che avranno diverse conseguenze negli equilibri economici dei prossimi anni. Avere una considerazione assoluta riguardo la situazione del futuro risulta sempre un'ardua impresa anche con l'ausilio di grafici e statistiche. Ciononostante, avere a mente un quadro generale chiaro e riferito al lungo periodo riguardo dinamiche che rischiano di diventare determinanti è utile per chi vuole attivamente partecipare ai mercati finanziari e cogliere le future opportunità di investimento.

BIBLIOGRAFIA

- Alighiev, Cugat, Furceri, Narita “Market Reforms and Public Debt in Emerging Markets and Developing Markets”, International Monetary Fund (2023)
- Anarkulova, Cederburg e O’Doherty “The Long Horizon Returns of Stocks, Bonds and Bills” (2021)
- Ao, Chang, Ocampo “China’s Global reach grows behind critical minerals”, S&P Global (2023)
- Arora, Cohen, Lee, Sebastian “Innovation Value, Inventive Capability and Large Firms Advantage” (2022)
- Asness, Israelov e Liew: “International Diversification eventually works” (2011)
- Barro “Economic Growth and Convergence, Applied Especially to China” (2016)
- Bekaert, Harvey, Modino “Emerging Markets in A Globalized World” (2023)
- Bekaert, Hodrick e Zhang “International Stock Return Comovements” (2008)
- Chari, Henry, Reyes “The Baker Hypothesis: Stabilization, Structural Reforms and Economic Growth” (2021)

Colonelli, Li, Liu “Investing with The Government: A Field Experiment in China” (2022)

Daly, Gedminas “The path to 2075”, Goldman Sachs (2022)

Davies, Hallward. Nayyar “At Your Service? The promise of Services-Led Development” World Bank (2021)

En-Bai, Hsieh, Song, Wang “Special Deals from Special Investors: The Rise of State-Connected Private Owners in China” (2020)

Fan, Peters, Zilibotti: “Growing Like India: The Unequal Effect of Service-Led Development” (2023)

Fang, Marshall, Nguyen “Do Stocks Outperforms Treasury Bills in International Markets?” (2019)

French e Poterba “Investor Diversification and International Equity Markets” (1991)

Frenkel, Jeffrey: “Dollar Rivals” (2023)

Garnaut, Huang “The Risks of Investment-led Growth” (2005)

Goerres, Vanhuyse “The Politics of Population Change” (2020)

Harvey “The Drivers of Expected Returns in International Markets” (2000)

Hosn, Sonenshine “Impact of Political Risk on Emerging Markets Risk Premiums and Risk Adjusted return” (2023)

Jin, Xu, Xin “Political governance in China’s state-owned enterprises” (2023)

Javalgi, Grossman, Rajshekhar “Aspirations and Entrepreneurial Motivations of Middle-Class: The Case of India” (2014)

Jones “Paul Romer: Ideas, Nonrivalry and Endogenous Growth” (2019)

Kaldor “A Model of Economic Growth” (1957)

Kizer “The S&P 500 Goes Supernova” (2018)

Kwon, Ma, Zimmermann “100 Years of Rising Corporate Concentration” (2022)

Kumari, Sonenshine “The differential impact of risk factors on emerging market bond spreads and credit rating outlooks” (2022)

Lei “Outsourcing and China’s Rising Economic Power” (2007)

Malanski, Pòvoa: “Economic Growth and Corruption in Emerging Markets” (2021)

Msadvisory “Guide to Special Economic Zones of China” (2023)

Pastor, Veronesi “Was There a Nasdaq in the Late 1990s?” (2004)

Prasad “China’s Bumpy Path”, International Monetary Fund (2023)

Panagariya “Digital Revolution, Financial Infrastructure and Entrepreneurship: The Case of India” (2022)

Rahman “David Ricardo’s Principle of Comparative Cost Advantage inspire International Trade” (2023)

Ritter “Is Economic Growth Good for Investors?” (2012)

Viceira e Wang “Global Diversification for Long-Horizon Investors” (2018)

Zhu “Understanding China’s Growth: Past, Present and Future” (2012)

SITOGRAFIA

www.worldbank.org

www.imf.org

www.dimensional.com

www.msci.com

www.jstor.org

www.nber.org

www.economicstimes.indiatimes.com

www.scopus.com

www.ft.com

www.spglobal.com

www.morningstar.com

www.tradingeconomics.com

www.pjie.com

www.bloomberg.com

www.credit-suisse.com

www.cfr.org

www.aqr.com

www.comtrade.org

www.cepr.org

www.finance.yahoo.com

www.theguardian.com

www.nasscom.in

www.oxfam.org