

Shifts & Narratives

#4 | Maggio 2021



*Alla ricerca di un nuovo
ordine internazionale*



Amundi
ASSET MANAGEMENT

Autori



Vincent MORTIER
Deputy Group Chief
Investment Officer



Didier BOROWSKI
Head of Global Views,
Global Research

Sintesi

Profondi cambiamenti sono in corso sulla scena internazionale. Insieme UE, Cina e Stati Uniti sono le tre maggiori economie del mondo. In precedenza le questioni economiche e geopolitiche venivano trattate separatamente, ora è sempre più chiaro che gli Stati Uniti e la Cina utilizzano il loro potere economico per scopi geopolitici. Una tale leadership geopolitica ha implicazioni economiche.

Infatti, gli Stati Uniti e la Cina sono le uniche due superpotenze del mondo. Di conseguenza, le relazioni USA-Cina rappresentano il rapporto bilaterale più importante del mondo. Quasi tutto l'equilibrio mondiale dipende dalla loro evoluzione. La crescente rivalità USA-Cina sarà la questione geopolitica centrale del decennio ed è all'orizzonte un'aspra competizione tra le due nazioni (riguardo a tecnologia e potenza militare). Da un punto di vista economico, entrambi i Paesi stanno cercando di aumentare la loro competitività nella rivoluzione digitale in corso. Da un punto di vista geopolitico, entrambe le nazioni hanno alleati naturali sia per prossimità geografica che per ragioni storiche.

L'Europa non può restare in disparte. Tuttavia, la posizione dell'UE è poco chiara, dati gli stretti legami economici con la superpotenza emergente e le sue relazioni storiche e ideologiche con gli Stati Uniti. L'UE può svolgere un ruolo decisivo nel nuovo ordine mondiale a condizione che si rafforzi e si riformi per garantire la propria autonomia strategica. Né gli Stati Uniti né la Cina aiuteranno l'Europa a posizionarsi nel nuovo ordine internazionale. Tuttavia, la Cina - e in misura minore anche gli Stati Uniti - potrebbe essere interessata a vedere emergere in Europa un'area economica potente e autonoma che potrebbe fungere da ponte, su alcune questioni, tra le due superpotenze. In ogni caso, la concorrenza tra queste nazioni sarà dura. I principali blocchi devono concordare sulle 'regole del gioco' per assicurare stabilità e pace a lungo termine.

Le relazioni tra le nazioni si evolvono nel corso della loro storia. Questa analisi mira a presentare, in modo sintetico, la posta in gioco nelle ambizioni dei tre grandi blocchi rappresentati da Stati Uniti, Cina ed Europa. Le loro relazioni - in un modo o nell'altro - plasmeranno il mondo di domani. Questo mondo multipolare è sempre più imprevedibile e le tensioni geopolitiche lo rendono ancora più incerto. Guardando al futuro, questo potrebbe tradursi in imprevedibili aumenti di volatilità sul mercato. Il detto «non mettere tutte le uova in un paniere» continua ad essere valido. Così come è pericoloso concentrarsi su un'unica classe di attività, è altrettanto pericoloso concentrarsi su un'unica regione. L'unico 'free lunch' in questo nuovo ordine mondiale è la diversificazione geografica. Lo stesso vale per le valute. La storia ci insegna che la moneta dominante (o monete dominanti) nel sistema monetario internazionale è (sono) il risultato di rapporti di potere politici, economici e finanziari. Gli investitori dovrebbero rimanere vigili su tutte queste dimensioni.

Stati Uniti: Come mantenere il proprio predominio?

Obiettivo principale: assicurare la propria leadership su tutte le dimensioni (economica e geopolitica)

Gli anni di Trump hanno avuto un profondo impatto sulle relazioni internazionali, in particolare per quanto riguarda le relazioni degli Stati Uniti con la Cina e l'Europa. L'arrivo di Joe Biden come Presidente degli Stati Uniti segna una svolta, ma non un ritorno agli anni di Obama. L'amministrazione Biden ha adottato rapidamente una nuova posizione: il mondo è cambiato e il Segretario di Stato Anthony Blinken ha chiarito che le priorità degli Stati Uniti non possono essere le stesse del 2017 o del 2009. Le principali priorità sono:

- rivitalizzare i legami con alleati e partner;
- affrontare la crisi climatica e guidare una rivoluzione energetica verde;
- garantire la leadership tecnologica; e
- gestire le relazioni con la Cina.

Le relazioni USA-Cina sono state definite «il più grande test geopolitico del XXI secolo». Questo rapporto sarà “competitivo come dovrebbe essere, collaborativo quando può esserlo e conflittuale quando deve esserlo. Il denominatore comune è la necessità di prendere la Cina da una posizione di forza” (Blinken, 3 marzo 2021).

L'unilateralismo di Trump è finito e gli Stati Uniti di Biden si basano su valori e obiettivi

condivisi con le democrazie europee, come costruire un'economia più inclusiva, combattere il riscaldamento globale, consolidare le democrazie e combattere razzismo e disuguaglianze. Tuttavia il multilateralismo sostenuto da Blinken è molto diverso da quello che gli europei potrebbero avere in mente. Gli Stati Uniti vogliono reinventare le collaborazioni con i loro vecchi alleati - i paesi dell'Europa e dell'Asia - e con i

Rivalità USA-Cina: attenzione agli aspetti geografici ed economici



Geografia:

- I due paesi hanno una superficie simile (poco meno di 10mln km²) e una posizione geografica che li mette l'uno di fronte all'altro sull'Oceano Pacifico.
- La Cina è forte in termini di popolazione: 1,4 miliardi di persone, quattro volte la popolazione statunitense e rappresenta il 25% della popolazione mondiale.
- La Cina ha una posizione geostrategica chiave: al centro del nuovo mondo (Asia in rapida crescita), che è la sua naturale area di influenza, e più vicino degli Stati Uniti a Medio Oriente e Africa orientale.

Non si tratta solo di geografia fisica. La storia è importante: entrambe le superpotenze vedono le loro ambizioni coerenti con la propria storia, anche se con una prospettiva diversa. Gli Stati Uniti vogliono mantenere il loro dominio post-Seconda guerra mondiale, mentre la Cina vuole riconquistare il suo potere perduto, con un desiderio di rivalsa per le umiliazioni subite nel 19° secolo. Il potere dell'America è recente dal punto di vista della Cina.

Economia:

- Sono i due paesi con il PIL più alto al mondo. La Cina sta gradualmente raggiungendo gli Stati Uniti e potrebbe diventare la prima potenza economica entro il 2030.
- Ad un primo sguardo, il rapporto è squilibrato a favore della Cina:
 - **Commercio:** la Cina esporta negli Stati Uniti quattro volte di più di quanto importi.
 - I cinesi sono i maggiori creditori degli Stati Uniti.
 - Ma la Cina è indebitata e ha bisogno anche degli Stati Uniti, come testimoniano:
 1. i numerosi accordi di partnership: quasi 20.000 joint venture; e
 2. le esportazioni verso gli Stati Uniti sono fondamentali (esempio: tecnologia, tessile).
 - L'intera strategia cinese consiste ora nel limitare gradualmente la sua dipendenza dagli Stati Uniti:
 - sviluppando i propri consumi interni;
 - avviando il suo progetto 'New Silk Road' verso il Medio Oriente, l'Europa e l'Africa; e
 - firmando nuove collaborazioni commerciali con l'Europa e con i paesi vicini nella zona Asia-Pacifico.

Cina e Stati Uniti sono interdipendenti: le loro economie sono interconnesse. La Cina vede gli Stati Uniti sia come un rivale, sia come un partner indispensabile per il suo progresso, in particolare nelle nuove tecnologie e nel digitale.

Rivalità Usa-Cina: due fonti di tensioni possono compromettere le relazioni bilaterali

Sul fronte economico, è una questione commerciale

Nel 2018, Washington ha imposto una serie di tasse sui prodotti cinesi, pari a diverse centinaia di miliardi di dollari. La Cina ha risposto facendo lo stesso. La battaglia si è intensificata su telefonia e tecnologia digitale, 5G, memory card, Huawei e Tik Tok, accusati dagli Stati Uniti di essere potenziali strumenti di spionaggio. È stato raggiunto un accordo commerciale, in cui la Cina si è impegnata ad acquistare più prodotti statunitensi. Al momento, l'attuazione dell'accordo sta fallendo.

Sul fronte geopolitico, Taiwan e la situazione nel Mar Cinese Meridionale sono le principali fonti di preoccupazione

Dal 1949, Taiwan è stata de facto isolata dalla Cina continentale, anche se la Cina continentale considera Taiwan come parte del suo territorio. Gli Stati Uniti sono alleati di Taiwan. Una delle ultime mosse dell'amministrazione Trump è stata quella di rimuovere tutte le restrizioni sui contatti tra gli Stati Uniti e i funzionari taiwanesi. Vista dalla prospettiva della Cina, questa è stata una provocazione. La Cina continua ad espandere la sua presenza militare in tutta l'area a sud di Taiwan, creando nuove basi. Per gli Stati Uniti, la libertà di navigazione è minacciata nella regione. Le tensioni militari stanno crescendo: questa è un'area del mondo in cui la Cina intende mostrare i muscoli agli Stati Uniti.

loro nuovi partner «in Africa, Medio Oriente e America Latina».

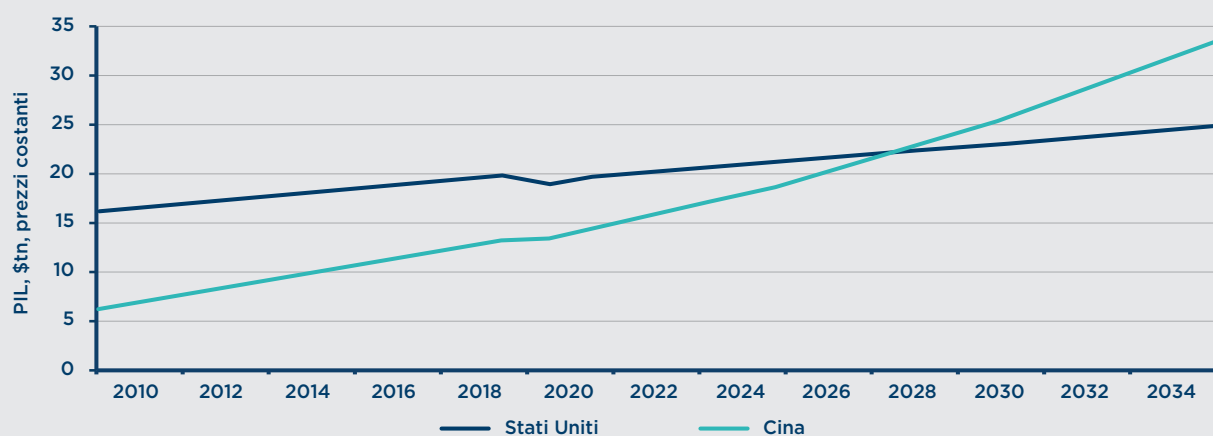
Gli Stati Uniti sono apertamente e sempre più preoccupati per l'ascesa della Cina e le sue conseguenze. Questa preoccupazione per l'ascesa della Cina corrisponde a una realtà tangibile: il PIL reale pro-capite della Cina dovrebbe raddoppiare entro il 2035. La Cina non nasconde le sue ambizioni tecnologiche, mentre gli Stati Uniti cercano di mantenere il loro predominio. L'intelligenza artificiale e l'informatica quantistica sono i due pilastri della tecnologia di domani, come sostenuto dalla nuova amministrazione. La competizione tecnologica tra i due blocchi è appena iniziata. L'America metterà tutto l'impegno possibile per mantenere il suo predominio economico. I principali piani di stimolo annunciati dal presidente Biden hanno uno scopo sia interno che esterno. Esternamente, i piani sono progettati per riposizionare gli Stati Uniti al centro dei giochi, mantenendo la leadership.

Cina: costruire un modello sempre più centrato sulla domanda interna

Obiettivo principale: costruire una nuova leadership a livello regionale e globale, sia economica che geopolitica

Al di là della crescente potenza economica della Cina - che è inevitabile data la sua importanza demografica - è la sua rivalità con gli Stati Uniti che attira maggiormente l'attenzione. **L'aspetto economico di questa contesa non dovrebbe celare la natura multidimensionale/globale della rivalità tra le due nazioni.** La rivalità USA-Cina è a tutti i livelli: economico, tecnologico, geostrategico e ideologico. Alcuni hanno sostenuto che le tensioni tra la Cina, una superpotenza emergente, e gli Stati Uniti, l'attuale superpotenza, sono inevitabili. Riteniamo che questo sia un giudizio affrettato, che non tiene conto dell'alto livello di interdipendenza tra i due paesi. Non esiste una cooperazione facile e vantaggiosa per tutti. Tuttavia, una relazione bilaterale è cruciale per entrambe le parti. Entrambi hanno interesse a trovare un terreno comune, se non altro perché la stabilità globale è un prerequisito per raggiungere i propri obiettivi a medio e lungo termine, per quanto divergenti possano essere.

Questa concorrenza, che non è nuova, è stata inasprita dalla crisi del Covid-19. La ripresa economica della Cina sta accelerando e le due nazioni devono ora trovare il giusto equilibrio. Sotto la presidenza Trump, la relazione tra i due paesi era diventata più tesa. Tuttavia, tale

Grafico 1. Economia statunitense ed economia cinese, 2010-35

Fonte: CEBR World Economic League Table 2021.

sviluppo non è solo legato a Donald Trump. **La Cina vede gli Stati Uniti sia come rivale che come partner.** Il Presidente Xi Jinping ritiene che un modello che combini una politica a favore della crescita e l'autoritarismo politico sia il più efficace¹.

La Cina prevede di svolgere un ruolo sempre più centrale nel nuovo ordine internazionale, in linea con la sua crescita economica. Ci si aspetta una certa continuità (tra Trump e Biden) nell'orientamento strategico della politica statunitense. Ma l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato ai leader cinesi che non possono più basare la loro strategia sull'aspettativa di un rapporto stabile e duraturo con gli Stati Uniti. Prima o poi, i democratici cederanno il passo ad un'amministrazione repubblicana, che potrebbe di nuovo cambiare direzione. In questo contesto, la strategia cinese non può essere scritta sulla pietra. Detto questo, risaltano diversi principi fondamentali:

- concentrarsi sulle priorità nazionali;
- garantire che l'ambiente esterno non sia - e non diventi - ostile;

- ridurre la dipendenza della Cina dagli Stati Uniti e, allo stesso tempo, aumentare la dipendenza del resto del mondo dalla Cina; e

- aumentare l'influenza della Cina all'estero (il cosiddetto 'soft power').

Europa: nella morsa tra Stati Uniti e Cina

Obiettivo principale: sviluppare un nuovo modello basato sull'autonomia strategica

La rivalità USA-Cina non dovrebbe mettere in ombra la partnership strategica tra UE e Cina: la Cina è un importante partner commerciale dell'UE - rappresenta il 22,4% di tutte le importazioni dell'UE - e un partner importante per la politica climatica. Allo stesso tempo, la Cina è un rivale sistemico su questioni di governance, valori e multilateralismo. L'UE riconosce e accetta questa ambivalenza, che «richiede un approccio flessibile e pragmatico dell'intera UE»².

Sarà difficile per l'Unione europea trovare il giusto equilibrio tra gli Stati Uniti - un partner

1. La crisi di Covid-19 probabilmente ha rafforzato la sua posizione: meno di 5.000 morti sono stati segnalati ufficialmente in Cina rispetto ai 583.000 morti negli Stati Uniti e 832.000 in Europa (UE/SEE e Regno Unito). Complessivamente, 1,4 milioni di morti sono stati registrati negli Stati Uniti e in Europa, con una popolazione totale inferiore del 40% a quella della Cina (il numero delle vittime è del 13 maggio 2021).

2. "La Cina è, contemporaneamente, in diversi settori politici, **un partner di cooperazione**, con il quale l'UE ha strettamente allineato gli obiettivi, **un partner negoziale**, con il quale l'UE deve trovare un equilibrio di interessi, **un competitor economico** nel perseguimento della leadership tecnologica, e **un rivale sistemico che promuove modelli alternativi di governance**. Ciò richiede un approccio flessibile e pragmatico dell'intera UE che consenta una difesa di principio degli interessi e dei valori. Anche gli strumenti e le modalità dell'impegno dell'UE con la Cina dovrebbero essere differenziati a seconda delle questioni e delle politiche in gioco. L'UE dovrebbe utilizzare i collegamenti tra i diversi settori e aree politiche per esercitare maggiore leva nel perseguimento dei suoi obiettivi". Commissione europea, Alto rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza, UE-Cina: una prospettiva strategica, comunicazione congiunta al Parlamento europeo, al Consiglio europeo e al Consiglio, Strasburgo, 12 marzo 2019.

strategico ed economico di lunga data - e la Cina, il suo secondo mercato. La maggior parte dei paesi dell'UE considera gli Stati Uniti il loro principale alleato, soprattutto militarmente, e, allo stesso tempo, vogliono incrementare gli scambi commerciali con la Cina.

Da un lato, la Cina è considerata un partner chiave nell'affrontare le sfide globali (ad esempio, il cambiamento climatico, la riforma dell'Organizzazione Mondiale del Commercio e l'accordo nucleare con l'Iran). D'altro canto, gli europei sono molto preoccupati per diverse caratteristiche del modello cinese, che sono incompatibili con il proprio modello per varie ragioni: mancanza di concorrenza leale, violazione dei diritti di proprietà intellettuale, cyber-spionaggio, acquisizione di tecnologie e infrastrutture strategiche europee e mancato rispetto dei diritti umani (soprattutto nello Xinjiang). La Cina sta sfidando duramente queste opinioni espresse dall'Europa, ciò dimostra la necessità di un dialogo serrato e costante.

Queste posizioni sono difficili da conciliare, ma una cosa è certa: l'UE ha bisogno dei suoi due partner principali per mantenere la sua prosperità. L'Europa si trova a un bivio: per affermarsi come attore chiave su una scena mondiale sempre più frammentata, l'Europa deve essere preparata a dibattiti e negoziati difficili, poiché le tensioni tra i tre blocchi sono inevitabili. Cominciano ad emergere le principali linee d'azione. I concetti di autonomia strategica e di sovranità europea vengono sempre più enfatizzati. L'UE vuole a tutti i costi evitare un sistema bipolare, in cui sarebbe costretta a scegliere da che parte stare. Per esempio, questo è il motivo per cui alcuni Stati membri dell'UE rifiutano di bandire le aziende cinesi dai loro mercati 5G³.

Per la presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen, l'UE è pronta ad assumere e rafforzare il suo potere. In quest'ottica, l'UE ha annunciato di voler raddoppiare la propria produzione di semiconduttori entro il 2030, raggiungendo il 20% della produzione mondiale. La Commissione si affida a diversi

paesi (ad esempio, Francia, Germania e Spagna) per rafforzare l'autonomia strategica e la sovranità economica dell'UE, in particolare la sua capacità di sviluppare tecnologie chiave indipendentemente dalla Cina, gestendo la sua dipendenza dagli Stati Uniti. Finora, la strategia dell'UE è stata quella di continuare a costruire un sistema liberale con paesi simili (ad esempio, accordi di libero scambio con il Canada, il Giappone e il Mercosur⁴) ma anche di rafforzarsi per essere in grado di competere digitalmente con gli Stati Uniti, la Cina e la Russia.

L'autonomia strategica è un concetto relativamente flessibile che si riferisce alla capacità dell'Europa di controllare tecnologie strategiche (potenzialmente critiche). Ciò comprende tecnologie che possono avere un impatto significativo sulle istituzioni e sui valori politici. L'autonomia strategica può essere definita come il grado minimo di controllo necessario per mantenere la libertà di decisione e di azione. Non implica necessariamente la riproduzione e lo sviluppo di un'intera industria per ciascuna di queste tecnologie. Affinché l'UE possa svolgere un ruolo attivo nella formazione di un nuovo ordine internazionale, deve intraprendere riforme sia interne che sulla scena mondiale, in coordinamento con altri partner, come la riorganizzazione dell'OMC e la ridefinizione della sua politica estera e della sua politica economica (ad esempio, politica industriale, autonomia strategica).

L'Europa dispone delle risorse e di un reale potenziale in diverse tecnologie strategiche

(ad esempio, R&S, calcolo quantistico, energia verde, 5G, robotica, spazio). Tuttavia, l'Europa rimane molto dipendente dagli Stati Uniti e sempre più dalla Cina (data center, cloud computing, piattaforme di informazione e comunicazione, super-computer, intelligenza artificiale, cavi sottomarini). Ora l'Europa ha bisogno di un impulso politico significativo in termini di politiche tecnologiche. La mancanza di coesione e di cooperazione tra

3. Alcuni paesi intendono proporsi come ponte tra gli Stati Uniti e la Cina.

4. I paesi del Mercosur sono: Argentina, Brasile, Paraguay e Uruguay.

gli Stati membri dell'UE ostacola l'azione. Le tecnologie avanzate basate sull'Europa non possono essere sviluppate senza il mercato unico. E l'autonomia strategica dell'UE non può essere raggiunta senza forti capacità in ambito di tecnologie avanzate. **Inoltre, l'Europa deve difendere il suo modello di capitalismo responsabile.** Le questioni sociali e ambientali di lungo termine sono al centro di questo modello. A tal fine, l'Europa deve affrontare quanto prima la questione degli

standard finanziari e contabili. È chiaro che le società statunitensi attualmente dominano il mercato dei dati e dei rating non finanziari.

Lo sviluppo di una 'tassonomia verde' è una questione cruciale per le aziende europee.

L'Europa deve inoltre affermarsi rapidamente sui criteri di performance utilizzati negli investimenti ESG, in particolare per evidenziare i criteri sociali e di governance, che sono al centro del suo modello di sviluppo. Tali questioni sono profondamente

CAI UE-Cina: una via verso la sovranità europea

Il 30 dicembre 2020 l'UE e la Cina hanno concluso in linea di principio i negoziati sul Comprehensive Agreement on Investment (CAI). L'accordo garantisce agli investitori europei un maggiore accesso al mercato cinese e migliora la parità di condizioni per quelli già presenti sul mercato. Il CAI garantirà una maggiore certezza giuridica, un migliore accesso al mercato e regole di impegno più eque in questo mercato globale chiave per le imprese, gli investitori e i fornitori di servizi europei.

Nell'accordo, la Cina si è impegnata a garantire un trattamento più equo alle imprese europee, consentendo loro di competere in condizioni migliori in Cina. Tali impegni riguardano le imprese statali, la trasparenza delle sovvenzioni e le norme contro i trasferimenti forzati di tecnologia. La Cina ha inoltre approvato disposizioni sullo sviluppo sostenibile, compresi impegni in materia di clima e lavoro forzato. Gli impegni del CAI sono esecutivi (nell'ambito di un meccanismo di risoluzione delle controversie tra Stati) e soggetti a un meccanismo di monitoraggio volto a garantire l'attuazione degli impegni sul campo.

Da parte cinese, questo è l'accordo più ambizioso che la Cina abbia mai concluso con un Paese terzo. È visto come un punto di svolta nelle relazioni UE-Cina, aprendo la strada ad ulteriori passi. Entrambe le parti hanno convenuto di proseguire negoziati separati sulla protezione degli investimenti da concludere entro due anni dalla firma dell'accordo:

- L'accordo riguarda vari settori manifatturieri, in particolare le auto elettriche o ibride. Gli ospedali privati si stanno aprendo agli investimenti europei in alcune grandi città, come Shanghai e Pechino. Sono inclusi nell'accordo le telecomunicazioni, i servizi finanziari, i servizi cloud e quelli collegati al trasporto aereo, come i sistemi di prenotazione online.
- L'UE ha ottenuto una promessa di trasparenza nelle sovvenzioni pubbliche cinesi nel settore dei servizi e un divieto di trasferimenti forzati di tecnologia nei settori coperti dall'accordo. Infine, le imprese statali cinesi (SOE) non dovrebbero adottare un atteggiamento 'discriminatorio'.

La conclusione del CAI dopo l'elezione di Biden, ma prima del suo insediamento, è una buona indicazione di ciò che l'Europa intende per autonomia strategica. L'UE non si è consultata con la nuova amministrazione statunitense. Il testo dell'accordo sarà ora sottoposto a revisione legale e tradotto prima che possa essere presentato dalla Commissione per l'adozione e la ratifica da parte del Consiglio dell'UE e del Parlamento europeo.

Fonte: Commissione europea, marzo 2021.

La Cina è tra i maggiori partner commerciali dell'UE



La Cina è un partner commerciale chiave per l'UE, con un mercato interno in rapida crescita di 1,4 miliardi di consumatori. Si prevede che essa contribuirà a quasi il 30% della crescita globale nei prossimi cinque anni. Negli ultimi 20 anni, le imprese europee hanno investito 148 miliardi di euro in Cina. Nel 2020, **la Cina è stato il terzo partner più importante - il secondo non europeo - per le esportazioni UE di beni (10,5%) e il più grande partner per le importazioni UE di beni (22,4%):**

■ **La Cina (2.233 miliardi di euro, 16,1%) è stata il maggiore esportatore al mondo, seguito da:**

1. **UE** (2.132 miliardi di euro, 15,4%);
2. **Stati Uniti** (1.468 miliardi di euro, 10,6%);
3. **Giappone** (630 miliardi di euro, 4,6%); e
4. **Corea del Sud** (484 miliardi di euro, 3,5%).

■ **La Cina (1.857 miliardi di euro, 13,1%) è stata il terzo importatore al mondo:**

1. Preceduta da **Stati Uniti** (2.293 miliardi di euro, 16,1%) e **da UE** (1.940 miliardi di euro, 13,7%); e
2. Seguita da **Giappone** (644 miliardi di euro, 4,5%) e **da Regno Unito** (622 miliardi di euro, 4,4%).

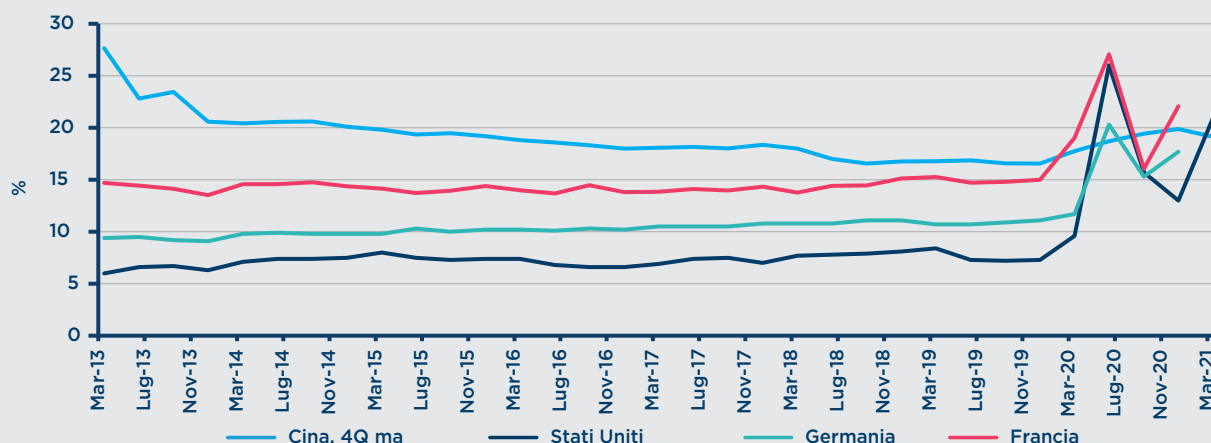
■ **Sia le esportazioni UE verso la Cina che le importazioni UE dalla Cina sono aumentate tra il 2010 e il 2020:**

1. **Terzo partner per le esportazioni di beni dell'UE** (10,5%), dopo gli **Stati Uniti** (18,3%) e il **Regno Unito** (14,4%); e
2. **Partner principale per le importazioni di beni dell'UE** (22,4%), seguito dagli Stati Uniti (11,8%), dal Regno Unito (9,8%), dalla Svizzera (6,3%) e dalla Russia (5,6%).

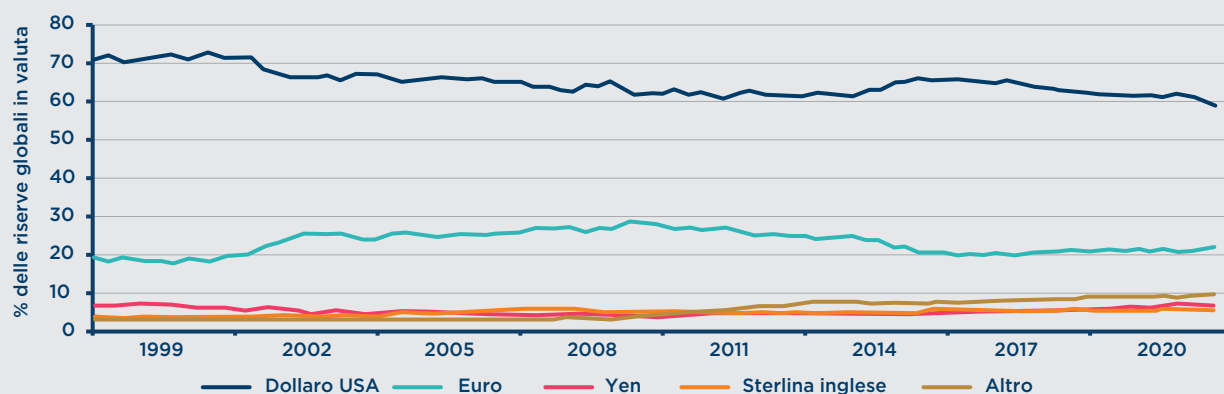
politiche e l'UE non sarà in grado di evitare le lotte di potere, in particolare con gli Stati Uniti. Per promuovere il suo modello, l'Europa ha grandi risorse, come i suoi risparmi molto abbondanti. L'Eurozona beneficia di un surplus delle partite correnti. Se incanalato

in progetti di investimento regionali, è un punto di forza. Il piano per la ripresa Next Generation UE (NGEU) consentirà di investire in settori chiave. Qualsiasi ritardo nell'avvio del fondo potrebbe avere gravi conseguenze. La cooperazione, la flessibilità e la rapidità

Grafico 2. Tassi di risparmio come quota del reddito disponibile



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 19 maggio 2021. I dati per la Cina sono calcolati come media mobile a quattro trimestri.

Grafico 3. Domanda di dollari da parte delle Banche Centrali

Fonte: Database del FMI sulla composizione in valute delle riserve ufficiali in valuta estera (COFER), Federal Reserve Board statunitense e stime dello staff del FMI. Dati al 19 maggio 2021. 'Altro' include Dollaro Australiano, Dollaro Canadese, Renminbi Cinese e altre valute non elencate nel grafico. La Cina ha iniziato a riportare i dati per il COFER database nel periodo 2015-18.

d'azione saranno la condizione sine qua non per affrontare le sfide. Il tempo è essenziale.

Un nuovo ordine mondiale, un nuovo sistema monetario internazionale

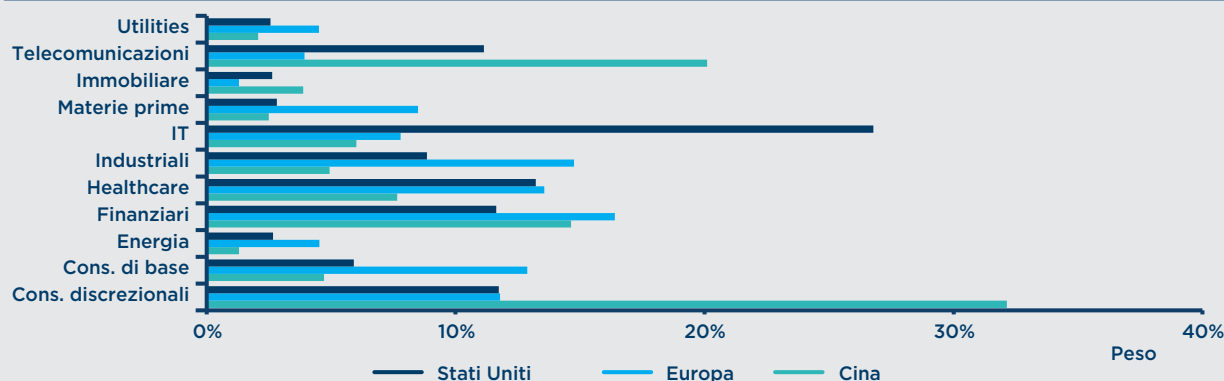
L'accordo di Bretton Woods del 1944 stabilì l'egemonia del dollaro e permise agli Stati Uniti di stabilire una Pax Americana. Da allora, il dollaro ha dominato il sistema monetario internazionale grazie al ruolo preponderante degli Stati Uniti nell'economia globale. La potenza militare e tecnologica degli Stati Uniti ha rafforzato la sua posizione. Avere una valuta di riserva ha permesso agli Stati Uniti di finanziarsi facilmente e mantenere la propria leadership, che ha rafforzato il ruolo internazionale del dollaro nel corso del tempo. Il mercato dei Treasury è oggi uno dei più ampi e liquidi del mondo. Di conseguenza, nessuna valuta potrebbe sostituire il dollaro nel breve termine. Il ruolo dominante del dollaro è spesso riassunto dalle famose parole di John Connally, segretario del Tesoro di Richard Nixon. Nel 1971, ha detto ai diplomatici europei preoccupati per le fluttuazioni del dollaro, «il dollaro è la nostra moneta, ma è un tuo problema». Ora, mezzo secolo dopo, il dollaro potrebbe diventare un problema per gli Stati Uniti.

Diventare una potenza monetaria non significa solo essere una potenza economica e commerciale dominante. Il Paese che

aspira ad avere una valuta di riserva deve anche offrire un pool di attività denominate nella propria valuta. Soprattutto, deve ispirare fiducia. La forza non è sufficiente. Come teorizzato dall'ex segretario di Stato statunitense Joseph Nye, il potere reale deriva dallo 'smart power' (il 'potere intelligente'), cioè dalla capacità di esercitare sia il potere forte ('hard power', coercizione) che il potere morbido ('soft power', influenza e persuasione). Il potere economico è una condizione necessaria, ma non sufficiente. Per quanto riguarda il 'soft power', gli Stati Uniti sembrano ancora in vantaggio. Tuttavia, in termini economici, l'aumento del debito federale statunitense e l'espansione del bilancio della Fed dopo la Grande crisi finanziaria e in particolare dopo la crisi del Covid-19 minacciano la stabilità del dollaro nel medio e lungo termine.

Le banche centrali hanno iniziato a diversificare le loro riserve: la quota del dollaro nelle riserve valutarie internazionali si è ridotta dal 2000, scendendo al di sotto del 60% nel 2020 per la prima volta dal 1995 (59% nel quarto trimestre 2020).

Altre due valute possono rivendicare lo status di principali valute di riserva: il renminbi e l'euro. L'euro è la seconda valuta di riserva al mondo (21,2%), ma molto indietro rispetto al dollaro, mentre il renminbi ha ancora un

Grafico 4. Pesì MSCI per settore, Stati Uniti, Europa e Cina

Fonte: Amundi Research, Factset. Dati al 14 maggio 2021.

ruolo marginale (2,3%). Con il recovery fund in Europa (NGEU), stiamo assistendo all'inizio della condivisione del debito nell'Eurozona, che dovrebbe portare a un rafforzamento del suo ruolo internazionale.

Con l'ascesa della Cina, in particolare per motivi economici, tecnologici e militari, è il futuro ruolo internazionale del renminbi ad attirare l'attenzione. La PBoC sarà la prima banca centrale di rilievo a lanciare la propria moneta digitale (Digital Currency Electronic Payment, DCEP). Lo yuan digitale è già stato testato in diverse grandi città cinesi e dovrebbe essere lanciato su larga scala nel 2022. La sfida per la Cina è sia economica che (geo)politica. Una moneta digitale darebbe ad alcuni paesi l'opportunità di aggirare le sanzioni statunitensi adottando lo 'yuan digitale', consentendo alla Cina di sviluppare la propria area di influenza a scapito di quella statunitense. Lo yuan vedrà aumentare il suo peso nel commercio internazionale e nelle riserve di valuta estera.

Conclusione per gli investitori: la diversificazione (geografica) è l'unico 'free lunch'

Al 31 marzo 2021, il mercato azionario statunitense rappresentava circa il 41% della capitalizzazione del mercato mondiale, seguito dall'UE (10,3%⁵), dalla Cina (10,5%) e dal Giappone (6%). Questa struttura corrisponde più al mondo di ieri che a

quello di domani, anche se teniamo conto del fatto che le aziende sono diventate molto internazionali. Il centro di gravità dell'economia globale continuerà a spostarsi dalle economie occidentali a quelle asiatiche.

I benefici a lungo termine della diversificazione non sono più in discussione, questo è stato noto a tutti dopo il lavoro di Markowitz. Tuttavia, oggi viviamo in un mondo con più asset class e mercati più interconnessi. L'allocazione strategica degli attivi richiede una visione a lungo termine. Eppure il mondo è sempre più imprevedibile e le tensioni geopolitiche - che saranno inevitabili in futuro - lo rendono ancora più incerto. Questo si tradurrà in imprevedibili aumenti di volatilità sul mercato. Il detto «non mettere tutte le uova in un paniere» continua ad essere valido. Così come è pericoloso concentrarsi su un'unica classe di attività, è altrettanto pericoloso concentrarsi su un'unica regione. L'argomentazione secondo cui gli investimenti esteri offrono una diversificazione scarsa o nulla a causa di questa maggiore interconnessione non regge ad un'analisi di lungo termine. Anche in periodi di stress di mercato, quando le correlazioni tra attività tendono ad aumentare, la diversificazione geografica ha i suoi vantaggi.

Le ragioni sono diverse. In primo luogo, gli investitori sono spesso molto più sensibili ai rischi geopolitici che sono geograficamente

5. Come percentuale del world market cap, i mercati europei, tra cui la Svizzera, il Regno Unito e la Russia, rappresentano il 16,5% e l'Eurozona rappresenta l'8,1%. La Cina, compresa Hong Kong, rappresenta il 16,4%.

vicini. In secondo luogo, i diversi paesi sono spesso orientati verso settori diversi. La composizione degli indici azionari emergenti mostra un chiaro aumento della loro esposizione ai settori domestici nell'ultimo decennio. In terzo luogo, le grandi economie avanzate cercano di rivendere parte della loro produzione in alcuni settori strategici (ad esempio, tecnologia e sanità). In questo contesto, la crescita futura sarà guidata meno dal commercio globale e più dalla domanda interna. In futuro, ciò dovrebbe tradursi in cicli economici meno correlati. Infine, l'emergere di nuove valute di riserva, in un mondo sempre più multipolare, dovrebbe offrire nuove opportunità di diversificazione. In fin dei conti, va notato che le tensioni geopolitiche possono anche avere un impatto economico diretto attraverso le politiche economiche. Ad esempio, è chiaro che i pacchetti di stimolo dell'amministrazione Biden mirano anche a mantenere la leadership statunitense. Le conseguenti politiche fiscali e monetarie ultra-accomodanti rappresentano un ulteriore rischio a medio e lungo termine per gli investitori. Come ha detto Harry Markowitz, *"la diversificazione è l'unico free lunch"* negli investimenti. **Crediamo fermamente che ciò che è vero a livello di asset class sia più che mai vero a livello geografico.**



Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenuti sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento. Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso on qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.

Data di primo utilizzo: [26 maggio 2021](#).