

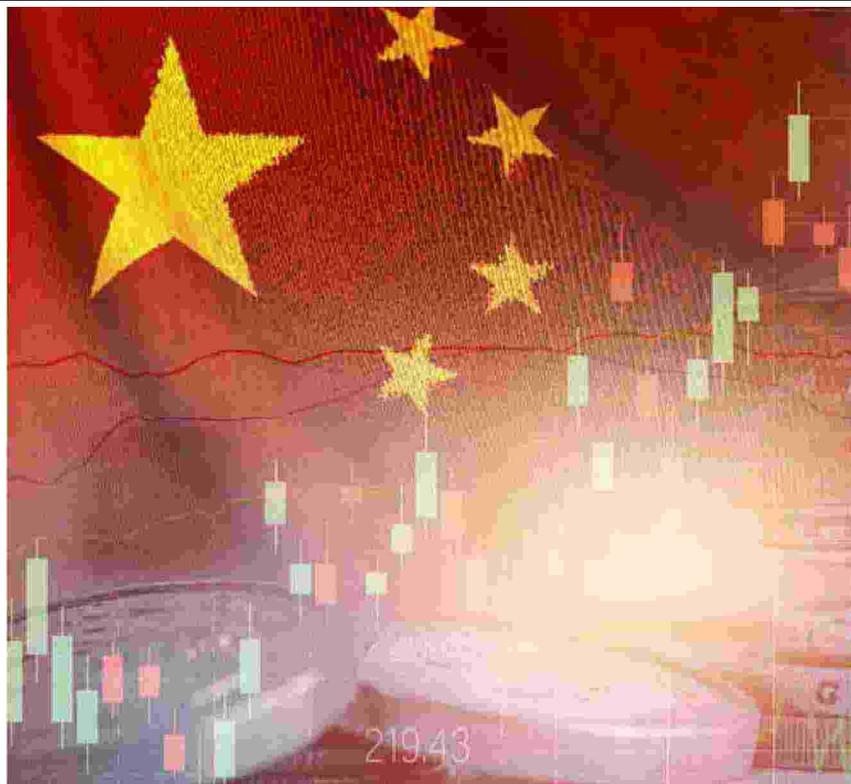
COVER SORY

NUBI NERE SULLA CINA

Azionario, il governo fa paura

Ormai l'insieme delle azioni cinesi sui diversi mercati costituisce il secondo agglomerato equity del mondo. Le recenti tensioni hanno colpito in maniera significativa le aziende più esposte internazionalmente, mentre quelle locali non hanno avuto significativi contraccolpi e potrebbero vedere un forte ritorno di interesse. Secondo diversi investitori, comunque, oggi la Repubblica Popolare, dopo le scarse performance di quest'anno, offre diverse occasioni di acquisto. Soprattutto nell'ambito Esg, sul quale Pechino ha posto un fortissimo impegno

Complessivamente i diversi segmenti del mercato azionario cinese, sparsi fra Adr statunitensi ed europei, H shares e azioni A, costituiscono per capitalizzazione il secondo agglomerato equity del mondo. Ovviamente al suo interno si trova una notevolissima diversificazione per settori e tra imprese pubbliche e private, livelli di capitalizzazione e temi di ogni genere. Nonostante la parziale liberalizzazione dei mercati dei capitali cinesi, esemplificata dai vari accordi di connessione tra i listini della Repubblica Popolare e di Hong Kong, quando si parla di investimento in azioni del Dragone, si deve tenere a mente un ulteriore elemento, ossia che si tratta di segmenti ciascuno con una base di investitori diversa. Ciò spiega per certi versi l'andamento disastroso e l'inizio di contagio che lo scontro con i colossi della rete e la crisi di Evergrande stanno causando sulle porzioni più internazionalizzate di questa variegata asset class, mentre a livello domestico la volatilità appare molto più contenuta. Infatti, a settembre lo Shanghai Composite ha addirittura toccato i massimi dal 2015, portandosi in rialzo del 7% dall'inizio dell'anno e superando il top dei primi due mesi del 2021. Lo Shenzhen Composite, inoltre, ha passato il periodo post-febbraio in un trading range abbastanza contenuto ed è comunque in territorio positivo dall'inizio del 2021. Si tratta notoriamente di due indici dominati in buona parte dai flussi degli investitori retail, che evidentemente non paiono per il momento particolarmente impressionati, né dal probabile default di Evergrande, né dallo scontro fra politica e settore tecnologico. Ovviamente, se ci si concentra sull'universo dei servizi internet, non si può non chieder-



CLAIRE HUANG
senior Em macro strategist
Amundi

si quale futuro a lungo termine si prospetti all'orizzonte. Pochi, infatti, dubitano del fatto che con ogni probabilità da qui a un anno si vivranno ancora momenti non dei più facili. Resta da chiarire quale sia il quadro strutturale per questo variegato gruppo di azioni. Sull'argomento essenzialmente si possono distinguere due scuole di pensiero. Da una parte c'è chi vede la crisi attuale come qualcosa di temporaneo e destinato prima o poi (e forse più prima che poi) a finire con l'emersione di un nuovo assetto legislativo e di governance. Di fronte a tutto ciò la reazione degli investitori istituzionali stranieri sarebbe stata in fin dei conti eccessiva, creando così interessanti occasioni di acquisto a multipli interessanti. Questa è la tesi di **Xavier Hovasse**, di **Carmignac**. «Anche dopo una correzione così forte rimaniamo fiduciosi sulle prospettive della Cina. A nostro avviso il governo non distruggerà il simbolo più splendente del successo cinese, ossia le aziende della new economy. Pertanto, ci aspettiamo una ripresa dei corsi di questi gruppi. Le forti vendite hanno infatti creato ottime opportunità, per investitori a lungo termine come noi, di posizionarsi in questo comparto a buoni prezzi. Infatti il calo è stato dovuto a questioni che riguardano i regolamenti e non i fondamentali. Di conseguenza, vediamo una grande quantità di valore in alcune imprese cinesi di

maggiore qualità, poiché scambiano a multipli molto bassi, nonostante il loro forte potenziale di crescita».

Una visione non molto diversa viene esposta anche da **Claire Huang**, senior Em macro strategist di **Amundi**. «Nel breve termine, l'inasprimento normativo della Cina potrebbe risultare sfidante e includere restrizioni alle società quotate all'estero utilizzando la struttura basata sull'entità a interesse variabile (Vie). Tuttavia, questa correzione a breve termine, accompagnata da un'eventuale ulteriore debolezza, dovrebbe rivelarsi salutare per il mercato nel medio periodo e potrebbe essere vista come un'opportunità per gli investitori alla ricerca di rendimenti sostenibili».

ANCORA INVESTIMENTI ESTERI

Ad aiutare un'eventuale ripresa potrebbe intervenire un ulteriore elemento, per certi versi paradossale. Come si è visto, le autorità del Dragone considerano con occhio non eccessivamente benevolo la quotazione all'estero dei propri gioielli tecnologici. Al tempo stesso si rendono conto che un paese moderno non si può permettere di sputare sul capitale straniero: pertanto un loro eventuale ricollocamento sul segmento A potrebbe accompagnarsi a una fase di liberalizzazione dei mercati dei capitali locali. **William Russell**, global head of product specialists equity di

Allianz Global Investors, afferma: «Il recente blitz nell'ambito dei regolamenti appare una risposta a problemi sociali come il basso tasso di nascite e le sperequazioni, oltre che alla preponderante influenza di big tech durante la pandemia e alle crescenti tensioni con gli Stati Uniti. A nostro avviso, però, tutto ciò non abbassa il livello di impegno del Paese ad aprirsi al capitale straniero, che è comunque un elemento critico per le proprie ambizioni di crescita. La Cina ha ancora bisogno di flussi di denaro provenienti dall'estero per dare benzina alla propria crescita industriale. Se da una parte l'accesso alla liquidità internazionale attraverso quotazioni negli Stati Uniti probabilmente si interromperà, dall'altra i mercati domestici diventeranno sempre più cruciali».

Xiaolin Chen, head of international di **KraneShares**, mostra un deciso ottimismo in quest'ottica, con addirittura la previsione di un'imminente schiarita all'orizzonte: «Il governo cinese non sta scoraggiando gli investimenti esteri, ma si sta concentrando su una regolamentazione del settore finanziario per garantire al Paese una crescita sostenibile a lungo termine. Diventeranno presto più chiari l'adeguamento a breve termine a livello aziendale e, infine, la possibilità per gli investitori di valutare l'impatto sui ricavi delle società. Pertanto, prevediamo che la volatilità scenderà e il mercato sorprenderà al rialzo una volta che le società interessate annunceranno quali piani adotteranno».

IL FRONTE DEGLI OTTIMISTI

Sicuramente il fronte degli ottimisti presenta valide e ben articolate ragioni: allo stesso tempo, però, non si può certo negare che diverse voci scettiche abbiano motivi altrettanto validi per sostenere le proprie posizioni. Infatti,

Esg, il futuro della Cina

Nell'insieme dell'economia del Dragone c'è una questione interessante: come declinare la trasformazione economica in corso. Un approccio, viste le quotazioni relativamente contenute, appare interessante: porre un solido processo Esg al centro della costruzione di portafogli azionari cinesi. Molto chiaro appare sull'argomento **Jimmy Chen**, di **Comgest**: «Crediamo che il modo migliore per mitigare l'impatto di un'improvvisa ondata di regolamentazione su un portafoglio sia utilizzare un approccio di investimento che preveda l'integrazione dei fattori Esg. Ciò implica l'analisi dei rischi socio-economici e delle politiche associate per tutte le aziende fin dalle prime fasi della ricerca. Essere consapevoli di questi rischi non significa che possano essere tutti evitati, ma comporta che molti di essi possano essere presi in considerazione nella valutazione e nelle decisioni di investimento, sulla base della conoscenza e dell'intuito di professionisti degli investimenti basati in Asia». In pratica quelle aziende che sono impegnate nella transizione verde non solo si trovano dalla parte giusta di un immenso trend di lungo periodo, ma si collocano anche nel punto più lontano rispetto alla longa manus del regolatore cinese, come ricorda **Mark Monson**, di **Raiffeisen Capital Management**: «Non tutte le industrie sono nel mirino delle riforme. Diverse, anzi, sono in un periodo molto positivo: tra queste le energie alternative e tutto ciò che è tecnologia verde. In questo campo gli attuali problemi sui mercati non dovrebbero rappresentare un elemento rilevante. In particolare, la Cina si sta focalizzando sul raggiungere la neutralità in termini di emissioni entro il 2060. Di conseguenza l'uso di auto elettriche sta crescendo enormemente con aziende come Byd e Nio che sono fra le più competitive».

forse nell'analizzare l'attuale legnata arrivata sul settore tecnologico cinese si tende a semplificare un po' troppo, vedendo da una parte il tutto semplicemente come una crisi passeggera e dall'altra come l'incipit di una graduale manovra di uscita dal capitalismo. In realtà ciò che bisogna considerare è la possibilità che questo vitale segmento dell'economia locale continui a operare in mano a imprenditori privati, ma semplicemente con un potenziale di crescita dei profitti minore rispetto a solo un anno fa. In quel caso si arriverebbe ovviamente a giustificare un derating complessivo del settore, senza bisogno di dovere temere l'arrivo di chissà quali sconvolgimenti sistemici. **Dan Suzuki**, deputy cio di **Richard Bernstein Advisors (iM Global Partner)** invita quanto meno a considerare l'eventualità: «Il messaggio che viene comunicato dalla leadership cinese è che il benessere dei consumatori e dei lavoratori è più impor-

tante dei profitti degli azionisti. Per le aziende che operano in Cina ciò si traduce in minori potenzialità di utili. I ceppi applicati ai profitti potenziali rendono la Cina meno interessante rispetto ad altri mercati emergenti non soggetti a queste limitazioni».

COSA PUÒ ANDARE STORTO

Alastair Reynolds, portfolio manager, global emerging markets di **Martin Currie** da questo punto di vista offre un'interessante elaborazione su ciò che potrebbe andare storto nella transizione in corso. Infatti, forse l'aspetto più pericoloso è il margine di incertezza che caratterizza gli eventi. In pratica alla fine si potrebbe arrivare a un quadro tutt'altro che ottimale al di là delle intenzioni dei politici: «Il ruolo degli uffici legali diventerà sempre maggiore nelle aziende. Ciò le costringerà a una revisione delle priorità strategiche nei prossimi 2 mesi. Qualsiasi gruppo

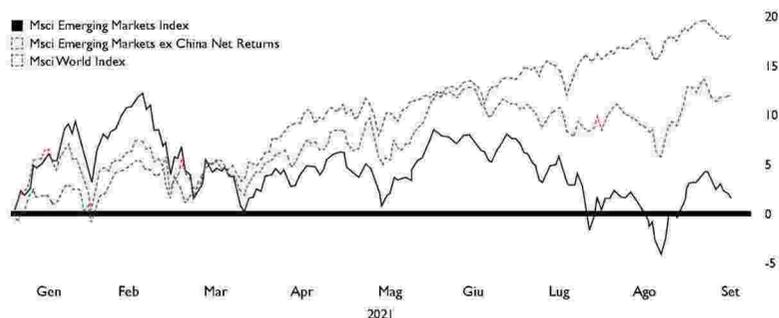
si troverà obbligato a digerire questa fase prima che diventi chiaro come sono cambiati gli equilibri competitivi. Ovviamente questa incertezza costituisce un elemento negativo per gli investitori. Inoltre non vi è alcuna garanzia che i nuovi regolamenti verranno applicati in maniera ottimale, con il rischio concreto di vedere implementazioni sbagliate o dalla mano eccessivamente pesante. Il pericolo, infatti, è che, a causa delle riforme legislative, business che prima erano in grado di generare profitti non siano più in grado di farlo. Non si tratta comunque di un fenomeno presente unicamente in Cina, dal momento che in giro per il mondo vari legislatori si trovano di fronte a problemi di questo genere». In pratica la Cina oggi forse fa da laboratorio per quello che potrebbe diventare un nuovo approccio alla gestione dei giganti della rete. Difficile, però, è oggi capire quale risultato uscirà dal tutto. Forse siamo di fronte a una



DAN SUZUKI
deputy cio
Richard Bernstein Advisors
(iM Global Partner)

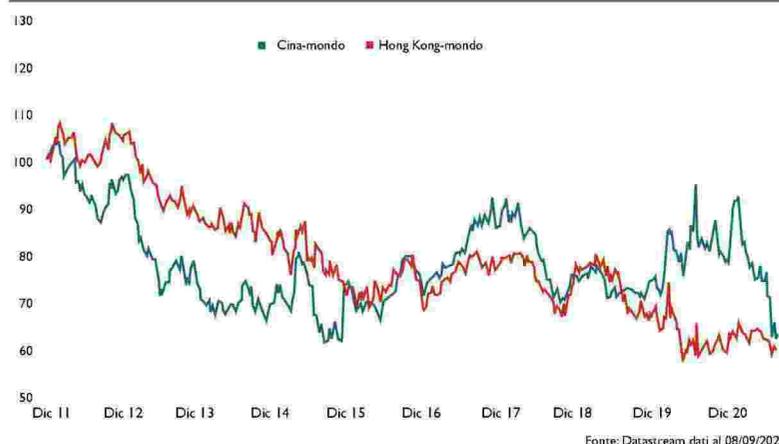


INDICI AZIONARI A CONFRONTO NEL 2021



JEAN-MARIE MERCADAL
deputy managing director
Ofi Asset Management

DIECI ANNI DI PRICE TO BOOK DI CINA E HONG KONG RISPETTO AL RESTO DEL MONDO



straordinaria occasione di acquisto, forse al tramonto di una delle ere più mono-tematiche nella storia dei mercati finanziari.

ESPANDERE LA CLASSE MEDIA

Nell'affrontare la costruzione di un portafoglio azionario cinese va comunque tenuto a mente un punto: a subire le ire del potere finora sono stati solamente quei gruppi concentrati in comparti ritenuti (a torto o a ragione) caratterizzati da tendenze oligopolistiche e promotori di comportamenti socialmente nocivi. La stessa retorica ufficiale rimane quasi ossessivamente concentrata su un obiettivo: espandere la classe media, sia in termini di quantità, sia di potere d'acquisto disponibile, e con essa i consumi. Questi ultimi, infatti, non si limitano solo alle grandi piattaforme internet, elemento che è spesso stato dimenticato da diversi investitori, bensì si articolano in tutta una serie di grandi temi, ciascuno di essi caratterizzato dalla presenza di aziende estremamente competitive. Je-



an-Marie Mercadal, deputy managing director di Ofi Asset Management, sostiene: «La domanda domestica continuerà a spingere la crescita cinese nei prossimi 10-20 anni. Vedremo infatti un forte incremento dei consumi man mano che sempre più cinesi accederanno alle fasce intermedie di reddito. Sia i beni di largo consumo, sia quelli discrezionali dovrebbero mostrare una crescita maggiore di quella dell'economia nel suo complesso. In particolare il farmaceutico godrà di diversi benefici derivanti da questo riequilibrio di lungo periodo. I prossimi due decenni vedranno, infatti, oltre a un aumento della ricchezza, anche un marcato invecchiamento della popolazione della Repubblica Popolare. Di conseguenza,

Ciclici da non buttare

Il 2021 è stato caratterizzato in tutto il mondo da una forte ascesa dei ciclici nei primi mesi dell'anno, in primis industriali e materie prime, con qualche battuta d'arresto a partire dall'estate. Quando si parla di questi comparti nel contesto cinese in un certo senso le problematiche che li riguardano vengono ulteriormente amplificate. Infatti, la Cina vanta una quota ancora gigantesca della propria economia in segmenti che rientrano in tale alveo, dalle banche ai materiali di base e ai produttori di beni in conto capitale. Non del tutto a torto gran parte di questo enorme complesso viene associato alle peggiori magagne dell'economia cinese: dall'inquinamento alla cattiva governance delle aziende di stato e all'eccesso di investimento in alcuni comparti dai bassi margini. Però il Dragone oggi mostra in alcuni casi un elevato grado di competitività pure a livello di industrie considerate vecchie e non solo nei temi più sfavillanti della new economy.

La presenza, ormai famigerata, di colli di bottiglia in diverse filiere, con il conseguente riposizionamento delle quote di valore aggiunto fra i vari player, consente infatti a diverse società della Repubblica Popolare di sfruttare la ripresa mondiale. Nomi ultra-competitivi si possono trovare nei materiali di base e nella produzione di macchinari. Emblematiche appaiono alcune delle scelte di **Teresa Gioffreda, di Ubs Am**: «Di recente abbiamo inserito in portafoglio una società del settore chimico, leader nella produzione di Mdi, perché il titolo è sceso e ora viene scambiato a valutazioni interessanti. L'Mdi è un materiale chimico ampiamente utilizzato per produrre il poliuretano e, nel settore, abbiamo riscontrato importanti produttori con una capacità produttiva stagnante di questo composto, mentre il suo consumo riprende dopo la pandemia. Ciò dovrebbe portare a un aumento dei prezzi e a un'espansione dei margini. Inoltre, troviamo opportunità interessanti nel comparto industriale, in aziende che producono macchinari per aumentare l'automazione e nelle produzioni a più alto valore aggiunto».

Quando si parla di industria, infrastruttura e capex annesso, la chiave di lettura data dalla sostenibilità ambientale diventa forse ancora più fondamentale per capire chi si troverà dalla parte giusta del processo di ristrutturazione di quella che ormai è forse la prima economia del pianeta. Indicativo l'intervento di **William Russell, di Allianz Global Investors**: «Generalmente preferiamo investire in aziende che presentano profili di crescita più sostenibili sul lungo periodo rispetto a quelle che si trovano normalmente fra i ciclici, un ambito verso il quale non vantiamo un'esposizione significativa. Inoltre l'obiettivo del Paese di raggiungere entro il 2030 il picco delle proprie emissioni sta portando a tagli della capacità produttiva in settori come quello dell'acciaio. Però riteniamo che la Cina continuerà a spendere molto per le infrastrutture, il che genererà diverse occasioni di investimento in settori quali le macchine per il movimento terra dove le aziende locali stanno conquistando sempre più quote di mercato rispetto ai concorrenti stranieri».

I concetti espressi da Russell sono dunque piuttosto famigliari: anche nell'ambito di quella che può essere definita come la vecchia Cina, le discriminanti con cui investire sono simili a quelle utilizzate per i consumi. Espansione del mercato interno secondo il prisma di una maggiore qualità (a partire dall'ambiente), crescita tecnologica e conseguente emersione di player locali dal forte marchio sono tutte caratteristiche da cui un investitore equity in Cina non può fuggire, quali che siano i temi, i fattori o i settori ai quali sia interessato.

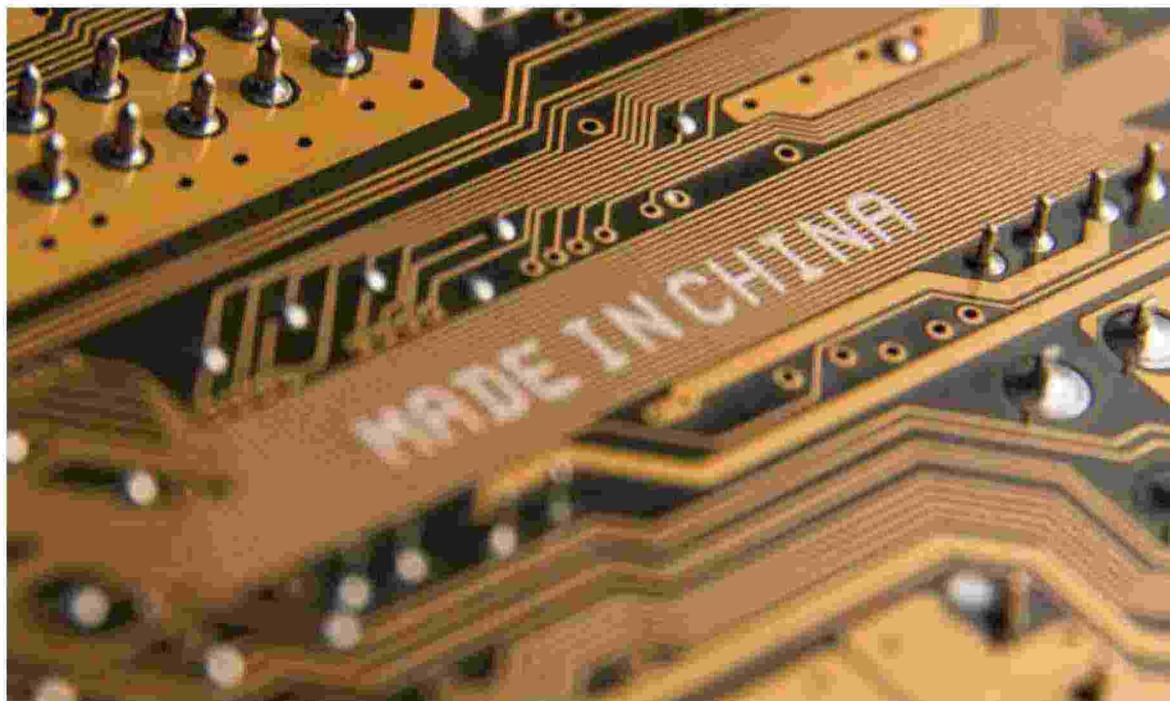


TERESA GIOFFREDA
client relationship manager
Ubs Am



WILLIAM RUSSELL
global head of product
specialists equity
Allianz Global Investors





NICHOLAS YEO
director and head of equities
-asian equities
abrdrn

per le famiglie locali una migliore copertura dei problemi sanitari costituisce una necessità vitale. Diverse aziende farmaceutiche cinesi hanno investito pesantemente in ricerca e sviluppo, fatto che permetterà loro di godere in futuro di una maggiore competitività globale». Il Paese è dunque ancora nel mezzo di un enorme sforzo teso a migliorare la qualità del tenore di vita dei propri cittadini, nell'ambito di un paradigma di crescita meno focalizzato sull'incremento del Pil in sé. Opportunità di investimento, dunque, si possono trovare lungo tutto lo spettro dei consumi

cinesi, inclusa la tecnologia. **Nicholas Yeo**, director and head of equities-asian equities di **abrdrn**, conferma: «Senz'altro i comportamenti monopolistici da parte delle aziende continueranno a rimanere sotto la lente, ma, nonostante ciò, l'importanza del consumo domestico dovrebbe fornire agli investitori un certo grado di protezione. Le imprese che operano in questo ambito, infatti, sono meglio posizionate per affrontare la fase attuale. In particolare ci aspettiamo che il comparto del risparmio gestito cinese tragga beneficio dal processo di liberalizzazione dei mercati. Allo stesso tempo alcuni pilastri strutturali della crescita, come l'adozione del 5G e dell'intelligenza artificiale, rimangono intatti. Inoltre il segmento dell'energia rinnovabile non è mai stato così a buon mercato, con la Cina che domina le catene di fornitura, sia delle rinnovabili, sia delle batterie. A nostro avviso, dunque, l'energia pulita, le batterie, le auto elettriche e le infrastrutture a sostegno di queste tecnologie hanno davanti un futuro luminoso. La Repubblica Popolare si è infatti impegnata a raggiungere la carbon neutrality entro il 2060».

BRAND RICONOSCIUTI E FORTI

La ricerca di standard più elevati e moderni in ogni ambito, a partire dall'ambiente per arrivare alla medicina e all'alimentazione, si

lega indissolubilmente a un altro fenomeno, ossia l'emergere di aziende locali dotate di un loro brand riconosciuto e forte. Si tratta di una situazione che si è già vista in precedenza nei vari paesi asiatici che hanno fatto il salto dal medio all'alto reddito. Il verificarsi dello stesso tipo di sviluppo, con però le dimensioni del Dragone, ovviamente apre opportunità la cui portata non può essere sottovalutata. Su questo approccio punta, ad esempio, **Teresa Gioffreda**, client relationship manager di **Ubs Am** in Italia: «Con l'aumento del reddito disponibile, i consumatori stanno perseguendo stili di vita di qualità superiore. Vediamo che questo fatto guida la crescita dei principali beni di consumo: abbigliamento e calzature sportive, alcol e liquori di fascia alta oppure oggetti per la cura della persona con ingredienti di qualità e basati sulla medicina tradizionale cinese. Inoltre la crescita del consumo beneficia soprattutto i rivenditori e i produttori cinesi che commercializzano prodotti premium, con marchi locali che guadagnano sempre più importanza, in particolare tra i giovani».

In definitiva, probabilmente il consumo cinese rimane una dei temi più importanti, se non il più importante, dell'economia mondiale. Basta ricordare che al suo interno non esistono solo servizi internet vari ed assortiti.

COVER STORY

NUBI NERE SULLA CINA

Bond, lo spettro dei default

Politiche governative più rigide nei confronti dei gruppi immobiliari cinesi e il caso Evergrande fanno temere che per i bond del comparto real estate (ma non solo) si apra una stagione di default mai vista finora. La maggior parte dei gestori e degli analisti ritiene che questo pericolo sia sotto controllo, ma certamente per la Cina è una novità affrontare problemi di questo genere. Ma c'è chi sostiene che in fondo l'attuale fase difficile offre interessanti opportunità di acquisto

Anche il gigantesco complesso del reddito fisso cinese è attualmente dominato dall'incertezza sulla sorte del colosso dello sviluppo immobiliare Evergrande. Mentre vengono scritte queste note, l'azienda, ormai assunta a simbolo degli eccessi del real estate cinese e dell'uso della leva nell'economia dell'intero Paese, non ha ancora ufficialmente registrato un default sugli oltre 300 miliardi di debiti e di passività in bilancio. Ovviamente è ancora presto per valutare le conseguenze e le possibili soluzioni a questo problema. Con ogni probabilità non si avrà un "Lehman moment", non peraltro per il fatto di vivere oggi a livello globale in un sistema di politica monetaria che rende de facto impossibile questo accadimento. Alla fin fine neppure in occidente, nonostante nell'ultimo decennio si sia visto di tutto, si è mai più ripetuto qualcosa di simile al 2008.

Detto ciò, non si può fare a meno di tentare di comprendere il contesto che ha portato allo scoppio di un bubbone come quello di Evergrande e su questo tema è indicativa l'analisi macro di **Jean-Marie Mercadal**, deputy managing director di **Ofi Asset Management**: «I dati economici recenti sembrano suggerire che in effetti in Cina è in corso un rallentamento economico. Ma non è certamente nell'interesse del governo assistere a un aumento del tasso di disoccupazione, fatto che metterebbe in discussione la stabilità sociale del Paese. La Repubblica Popolare si trova in una fase avanzata del ciclo post-Covid, perché è stata, fra le economie principali, una delle prime a uscire dalla crisi con un forte rimbalzo ben prima che ciò accadesse nelle principali nazioni. Di conseguenza, la priorità del governo cinese per tutta la prima

metà del 2021 è stata contenere fenomeni di surriscaldamento in alcuni settori. Se simili misure restrittive dovessero continuare ad avere un impatto negativo sull'economia locale, allora riteniamo che sarebbe il momento per il governo cinese di adottare un atteggiamento più favorevole alla crescita».

FINE DEL TRIONFALISMO

Come sottolineato, il 2021 si era aperto sotto auspici trionfalistici per tutto il Far East, Cina in primis. Fino a quest'estate il problema principale era contenere i pericoli derivanti da una forte ascesa dell'inflazione, azione che è stata portata avanti adottando forse il combinato di politica fiscale e monetaria più rigido di tutte le economie rilevanti. In particolare l'occasione era ghiotta per continuare a rimettere un minimo di ordine nei punti del sistema che avevano visto un accumulo eccessivo di debiti, fra cui appunto l'immobiliare. Si è partiti, infatti, da un mercato obbligazionario in cui i corporate bond non avevano mai visto fino al 2014 un singolo default. Tuttavia in questa specifica asset class il tasso di insolvenza rimane in percentuale molto basso, anche se nei primi sei mesi dell'anno è stata toccata la cifra record di 116 miliardi di renminbi.

In realtà, le autorità hanno fatto i conti senza il proverbiale oste: colli di bottiglia produttivi ed esplosione (soprattutto in Asia) della variante delta hanno infatti rischiato di trasformare una ripresa arroventata in un quadro a rischio stagflazione. L'atteggiamento non benigno verso il settore tec-

nologico è poi probabilmente andato ad aumentare l'incertezza intorno alle sorti del comparto immobiliare, data la percezione di ostilità da parte dei vertici politici nei confronti del capitale privato. Il risultato è che, come sottolinea **Joep Huntjens**, head of asian fixed income di **Nn Investment Partners**, anche l'andamento dei consumi, la stella polare del sistema economico cinese, ne ha sofferto: «L'indebolimento dei recenti dati economici cinesi è parzialmente causato da fattori che hanno un impatto temporaneo. Questi includono l'inondazione catastrofica nella provincia di Henan a luglio, le interruzioni della catena di approvvigionamento causate dalla carenza di chip e la chiusura parziale dei porti per controllare i focolai locali della variante delta. Tuttavia, anche prima che questi fattori iniziassero ad avere un impatto sulla crescita, i consumi cinesi sono risultati più deboli del previsto. Il giro di vite normativo in corso su settori come la proprietà, l'istruzione e internet ha ulteriormente smorzato l'attività economica e il sentiment delle imprese. Anche se ci aspettiamo che l'attenzione del governo sulla regolamentazione del settore e l'aderenza a questi regolamenti continuino nei prossimi anni, a nostro avviso sono probabili azioni politiche a breve per prevenire un ulteriore indebolimento della crescita economica».

INTERBANCARIO TRANQUILLO

È comunque necessario mettere il tutto nell'adeguato contesto. Jean Marie Mer-



JOEP HUNTJENS
head of asian fixed income
Nn Investment Partners

cadal di Ofi, infatti, sottolinea che non è assolutamente intenzione del partito mettere a rischio la forza dell'economia: non a caso, per quanto riguarda le politiche monetarie, l'atteggiamento è cambiato in maniera piuttosto forte nelle ultime settimane. Al proposito **Claire Huang**, senior Em macro strategist di **Amundi**, riassume alcune delle misure di espansione adottate: «Dopo il taglio del coefficiente di riserva obbligatoria (Rrr) da parte della Banca Popolare Cinese (Pboc) a luglio, equivalente a circa 1.000 miliardi di renminbi, i mercati si aspettavano che la Banca centrale avrebbe rinnovato le sue operazioni a un anno di finanziamento a medio termine (Mlf) a un importo inferiore. Tuttavia, la Pboc ha esteso le operazioni Mlf più del previsto, lasciando solo un piccolo scoperto. Si registra un discreto livello di liquidità interbancaria, poiché il tasso di riferimento di mercato, il repo a sette giorni tra gli istituti di deposito, si mantiene stabile intorno al livello target della Pboc del 2,2%. Nel quarto trimestre ci sarà un totale di 2.450 miliardi di renminbi di operazioni Mlf in scadenza. Ci aspettiamo che l'istituto di emissione continui a sostenere il mercato interbancario e riduca nuovamente l'Rrr di altri 50 punti base per soddisfare la domanda di liquidità».

I provvedimenti elencati sono alquanto rassicuranti per un motivo: sono volti interamente a evitare una crisi di fiducia e di liquidità all'interno del sistema interbancario, fenomeno che aveva fatto esplodere con virulenza la crisi finanziaria del 2008. Va bene, dunque, educare gli investitori, sia istituzionali, sia priva-



Occasioni a basso costo

In ambito obbligazionario il neo-statalismo cinese, volto a punire gli eccessi del settore privato, si combina con una caratteristica senz'altro non di poco conto nel quadro attuale del fixed income globale, ossia la presenza di buoni rendimenti nominali e reali fra le emissioni governative. Non sorprendentemente, dunque, diversi investitori appaiono parecchio interessati a questa specifica asset class. **Xiaolin Chen**, head of international di **KraneShares**, conferma: «Preferiamo detenere titoli di stato e obbligazioni delle banche di sviluppo, poiché riflettono opportunità di finanziamento derivanti da iniziative strategiche di prim'ordine. Le duration e il rendimento sono relativamente più interessanti rispetto ai mercati sviluppati e offrono migliori rendimenti corretti per il rischio».

MARCATA DECORRELAZIONE

Come corollario a queste caratteristiche, non sorprendentemente segue anche una marcata decorrelazione rispetto all'insieme dei governativi globali, elemento che, insieme ai limitati rischi di duration, rende per alcuni investitori addirittura sensato adottare un sovrappeso nei governativi cinesi, rispetto ai benchmark globali. **Michele Barlow**, di **State Street Global Advisors**, spiega: «Dal punto di vista dell'allocatione strategica le emissioni governative e bancarie cinesi offrono rendimenti interessanti e benefici in termini di diversificazione rispetto a un portafoglio di bond globali, grazie al basso livello di correlazione rispetto ai maggiori mercati obbligazionari mondiali. Riteniamo che gli investitori dovrebbero considerare la possibilità di allocare in Cina una quota superiore rispetto alla percentuale occupata dall'obbligazionario cinese nei maggiori indici allo scopo di migliorare il proprio profilo di rischio rendimento».

Il clima di avversione al rischio, all'estremo opposto dello spettro del rischio creditizio, ha poi portato gli high yield cinesi, specialmente nei suoi segmenti più problematici, a quotazioni decisamente a sconto, che in pratica incorporano già in diversi casi il default come scenario principale. Per questa ragione **Michael Contopoulos**, director of fixed income di **Richard Bernstein Advisors (IM Global Partner)** indica che il disgraziato comparto immobiliare può già costituire un'occasione per portafogli focalizzati sul distressed: «Attualmente le obbligazioni cinesi che stanno passando diversi guai incorporano nelle proprie quotazioni il default. Pertanto per gli investitori che già hanno un'esposizione in questo ambito, o che volessero adesso costruirla, un aumento del tasso di insolvenza non andrà a danneggiare più di tanto i rendimenti, grazie a prezzi attualmente molto bassi».

RAPPORTO RISCHIO/RENDIMENTO FAVOREVOLE

In definitiva, il gigantesco insieme del reddito fisso cinese presenta un unico vero vantaggio rispetto al resto dei mercati dei capitali locali, per non parlare del fixed income globale: un rapporto rischio/rendimento estremamente favorevole in un mondo di tassi reali ampiamente negativi. Certo, anche al netto dei rischi geopolitici che un investimento in bond cinesi comporta, non va dimenticata neppure un'altra incognita nel sistema di equazioni, ossia l'andamento della divisa. Operare manovre di hedging sullo yuan non è facilissimo ed è indubbiamente costoso, il che sicuramente aggiunge uno strato di complicazione al tutto. Dall'altra parte, però, sul lungo termine un'esposizione alla moneta della Repubblica Popolare potrebbe non essere la peggiore delle idee. Infatti, il complesso del reddito fisso del Dragone potrebbe godere nel futuro prossimo di quello che è quasi un Sacro Graal per un investitore: ossia la simultanea presenza di politiche monetarie più lassiste e una valuta forte.

«ECESSO DI PESSIMISMO»

Edmund Goh, head of fixed income China di **abrdn**, sostiene: «Riteniamo che gli high yield cinesi siano un'asset class economica, grazie a spread, rispetto al loro equivalente statunitense, che si sono allargati molto negli ultimi mesi. Il mercato attualmente sconta un eccesso di pessimismo sui rischi di default. Per quanto riguarda le emissioni in yuan, riteniamo che nei prossimi mesi vi sia spazio per ulteriori allentamenti della politica monetaria da parte della PboC, date le modeste attese di crescita. Inoltre continuiamo a essere ottimisti sulle prospettive del renminbi, poiché il forte attivo nella bilancia dei pagamenti fornisce un solido supporto all'andamento del tasso di cambio. Si tratta peraltro di uno sviluppo visto di buon occhio dal governo cinese, perché quest'ultimo vuole aumentare l'uso della propria divisa, sia a livello di flussi commerciali, sia di investimenti. Una moneta forte e stabile è alla base di un ambiente ideale per raggiungere questo obiettivo».

In definitiva si può affermare che il quadro del fixed income della Repubblica Popolare è fatto da una parte di incertezze difficili da quantificare, dall'altra di rendimenti ghiotti sulla base dei fondamentali: agli investitori la scelta di stabilire quale dei due aspetti prevalga.

ti, a ponderare meglio i possibili rischi, va bene ridurre (anche in maniera brutale) la leva accumulata con decrescente produttività in determinati segmenti dell'economia, a patto, però, che i rischi sistemici rimangano marginali. Non a caso finora la stessa volatilità sui mercati cinesi, sia per l'equity, sia per l'obbligazionario, è rimasta molto contenuta, con fenomeni di contagio che si sono



limitati in buona parte all'immobiliare. Il consensus di mercato vede perciò all'orizzonte solamente un moderato aumento del tasso di default fra i corporate. **Michele Barlow**, head of investment strategy and research, Apac, di **State Street Global Advisors**, afferma: «Prevediamo che il tasso di default fra i bond high yield asiatici aumenti, dal momento che le rigide condizioni creditizie oggi presenti nel comparto immobiliare cinese probabilmente condurranno a una situazione di crisi finanziaria diverse società caratterizzate da un forte uso della leva. Date le dimensioni del segmento, anche un solo default è in grado di

spingere la percentuale complessiva di insolvenze significativamente più in alto. Più default dovrebbero vedersi sul mercato onshore cinese, dove però l'effetto sulla percentuale complessiva dovrebbe rimanere modesto, date le dimensioni dell'insieme. In questo segmento dell'obbligazionario cinese il tasso di default è attualmente all'1,4%, un valore basso, per quanto molto elevato rispetto alla media storica».

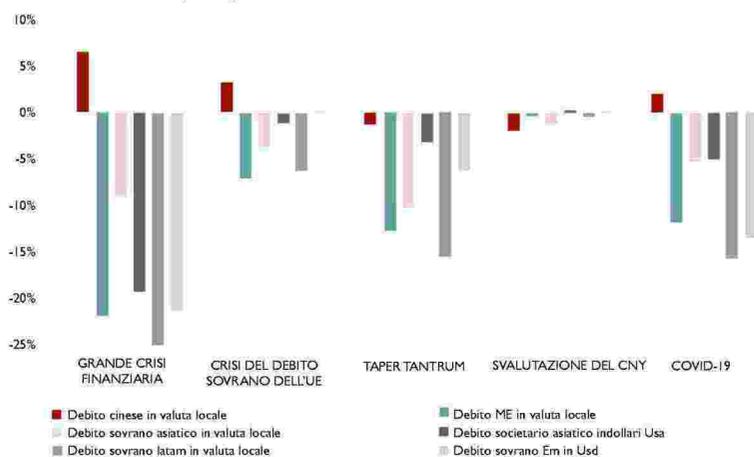
CRESCITA GIGANTESCA

Va infatti comunque ricordato un punto: negli ultimi anni l'obbligazionario cinese si è espanso in maniera gigantesca, con un'e-

norme porzione di emissioni in yuan per il mercato domestico e una crescente quota di bond offshore in varie valute (con una chiara prevalenza del dollaro), quota che si è ampliata in maniera più robusta rispetto al reddito fisso in renminbi offshore. La crisi dell'immobiliare è dunque per il momento circoscritta a uno specifico sottoinsieme del tutto, come ricorda **Alicia Tan**, senior product specialist fixed income di **Allianz Global Investor**: «Politiche governative più rigide nei confronti dei gruppi immobiliari cinesi hanno portato a una forte diminuzione della liquidità nel settore, sia per quanto riguarda la parte onshore, sia per quella offshore dei loro corporate bond. All'interno del primo comparto il tasso di default è cresciuto fino a toccare l'1,45%, a causa soprattutto delle aziende private. Infatti per i gruppi statali il dato equivalente rimane stabile, al di sotto dell'1%. Contemporaneamente, anche il mercato asiatico delle emissioni in dollari ha visto più default. Vi è il rischio che si verifichino altre insolvenze fra i gruppi immobiliari cinesi prima della fine dell'anno, il che potrebbe spingere la percentuale di mancati pagamenti nel settore real estate al 9%. In particolare, se fosse Evergrande a fare default, poiché questa azienda ha 19 miliardi di bond emessi in dollari sul mercato».

LINEA DI DIFESA: LE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE ASIATICHE HANNO TENUTO BENE DURANTE EPISODI DI TURBOLENZA SUL MERCATO

Valori minimi e massimi di perdita, per classe di attivi. %



RENDIMENTO SOLIDO SENZA VOLATILITÀ

Rendimento annualizzato e volatilità, per classe di attivi obbligazionari. %



Fonte: Bloomberg, dati acquisiti nel periodo 31/12/2009 - 30/06/2021 e dai seguenti indici JP Morgan, Sottoindici Barclays Bloomberg Global Aggregate e US Aggregate, Indice JP Morgan EMBI Global Diversified, CEMBI Broad Diversified, JACI Corporate. Tutti i rendimenti in USD.

CONTAGIO LONTANISSIMO

Dunque siamo per il momento lontanissimi da un quadro di contagio generalizzato. Anzi, nel complesso per **Joep Huintjens**, di **Nn Investment Partners**, non molto è cambiato rispetto al 2020: «Nei primi otto mesi del 2021, 10 emittenti cinesi hanno fatto default sulle obbligazioni in Usd. Su base annua questo andamento è più o meno simile ai 17 default degli emittenti cinesi in dollari nel 2020. Quest'anno i crac sono più concentrati nell'immobiliare rispetto all'anno scorso, quando erano distribuiti su una più ampia varietà di settori. La maggior parte dei promotori in real estate ha una quantità maggiore di obbligazioni in Usd in default rispetto agli emittenti di altri segmenti e ciò spiega perché la quantità di obbligazioni in dollari in default è aumentata rispetto all'anno scorso. Più della metà dell'importo di quest'anno di bond cinesi in dollari insoluti può essere spiegata da un grande promotore immobiliare che è stato insolvente a febbraio».