



Allianz 
Global Investors



Fidelity
INTERNATIONAL



COMGEST

FOCUS CINA

Sempre più forte, sempre più nei portafogli



Amundi
ASSET MANAGEMENT



PICTET
Asset Management



AberdeenStandard
Investments



Invesco





FOCUS CINA

Sempre più grande potenza

a cura di Pinuccia Parini



Nel 2021 la Cina punta a espandere la propria economia di oltre il 6%. Il premier Li Keqiang, lo scorso marzo, nell'annunciare questo obiettivo, ha parlato di un livello di attività che consentirà al Paese di avere l'energia sufficiente da dedicare alle riforme, all'innovazione e a uno sviluppo di alta qualità. Per quest'anno, Pechino mira a creare oltre 11 milioni di nuovi posti di lavoro nelle aree urbane, abbassare il rapporto deficit/Pil al 3,2%, espandere la domanda interna e promuovere gli investimenti per riportare l'economia ai livelli pre-pandemia. Nel 2021 è iniziato anche il 14° piano quinquennale (2021-2025) e, proprio per questa ragione, è ancora più importante analizzare le direttrici della crescita che il Paese ha deciso di darsi

La Cina rimane la migliore storia di consumatori al mondo. Negli anni, se si analizzano le componenti del Pil, si è assistito a un graduale equilibrio tra il settore manifatturiero e quello dei servizi e dei consumi, grazie a importanti cambiamenti strutturali e all'ascesa del settore privato. Nel 2020, per il nono anno consecutivo, il terziario ha avuto un peso superiore al manifatturiero e c'è ancora ampio spazio perché i consumi possano continuare a salire verso il livello registrato nelle economie avanzate (56% del Pil cinese, rispetto a una media Ocse di circa il 70%). Un altro dato da sottolineare è che il peso delle esportazioni è sempre più ininfluente per la crescita del Pil locale e indica che l'attività complessiva del Paese è meno suscettibile al contesto internazionale.

A un processo ormai in atto da anni, si è aggiunto un ulteriore sforzo da parte del governo perché l'economia diventi sempre più indipendente dai mercati e dalla tecnologia d'oltremare, grazie all'introduzione di un modello chiamato "dual circular economy", dove sarà data particolare priorità al ciclo interno, dedicando un forte sforzo al rafforzamento delle basi socioeconomiche della Cina. L'obiettivo è rafforzare i programmi esistenti per la modernizzazione industriale e l'innovazione tecnologica, non solo per essere autosufficienti, ma anche per diventare leader in settori strategici per lo sviluppo futuro. La Cina, infatti, vanta le filiere manifatturiere più complete al mondo, che

dipendono, però, per alcuni prodotti high tech, da paesi stranieri come gli Usa, con cui le relazioni si sono caricate di continue tensioni negli ultimi anni, lasciando la "Terra di mezzo" più vulnerabile a fattori esterni. Proprio per questa consapevolezza, Pechino punta a stimolare l'innovazione per proteggere la supply chain domestica e spingere contestualmente le aziende cinesi verso la catena globale del valore.

La Cina è più che mai alla ricerca di un modello di crescita che sia sostenibile e resiliente e ambisce ad assumere un ruolo di super-potenza che non le sia più riconosciuto solo in termini di grandezza economica, ma anche di capacità di assumere la leadership in settori strategici per lo sviluppo a livello globale. In questo contesto, la sua presenza nei portafogli degli investitori è destinata ad aumentare in maniera costante.



YIFEI DING, DI INVESCO

«Crediamo che la crescita sarà dell'8-8,5% nel 2021»



Nel 2020, la Cina è stata l'unica grande economia che ha contribuito positivamente alla crescita globale. Pensate che ciò sia attribuibile solo alla capacità di combattere la pandemia?

«La capacità di combattere la pandemia è sicuramente la ragione più importante. Oltre a ciò, anche l'enfasi della Cina sull'innovazione tecnologica, l'economia digitale, la

sua produzione e il potere negoziale delle esportazioni sono fattori importanti. La disruption hi-tech è un punto chiave sottolineato negli anni più recenti e nell'ultimo quattordicesimo piano quinquennale. La Cina ha investito molto nelle infrastrutture digitali nel Paese e nella regione della Belt and Road. I giganti della tecnologia locale, come Alibaba, Tencent, Xiaomi e Huawei, hanno continuato a crescere fortemente durante il periodo della pandemia, perché i loro servizi sono stati al passo con i tempi e si sono rivelati fondamentali. Anche le aziende tecnologiche cinesi che hanno una posizione di leadership nella rete 5G hanno beneficiato di un utilizzo crescente della rete digitale. Inoltre, la Cina si è trovata in una posizione migliore, grazie al potere di produzione e di esportazione, per beneficiare della ripresa globale dal virus, soprattutto considerando che il resto dell'offerta mondiale è ancora in ritardo sulla tabella di marcia».

Le autorità prevedono una crescita del Pil superiore al 6% nel 2021: come interpretate questi dati?

«Nel Congresso nazionale dei rappresentanti del popolo (Npc), le autorità cinesi hanno fissato un obiettivo di crescita del Pil conservativo di "oltre il 6%" per il 2021, contro

il 6,5% del 2019. Allo stesso tempo, la Cina ha annunciato un pacchetto fiscale che ha superato le attese del mercato. In generale, riteniamo che l'obiettivo di sviluppo e il budget fiscale riflettano una congrua valutazione da parte della leadership cinese in merito alle sfide che l'economia deve affrontare, in particolare la ripresa debole dei consumi, le incertezze legate alla pandemia e la rivalità strategica con gli Stati Uniti con le relative tensioni. Tuttavia, non cambiano le nostre aspettative di ripresa della crescita nel 2021 a circa l'8-8,5% del Pil. E riteniamo che i motori dello sviluppo si sposteranno gradualmente verso i consumi privati e gli investimenti manifatturieri, lontano dagli investimenti guidati dal governo».

Pensate che la Cina si stia costantemente muovendo verso uno sviluppo più sostenibile?

«Sì, nell'ultimo Congresso nazionale dei rappresentanti del popolo la Cina ha ulteriormente sottolineato l'importanza dello sviluppo sostenibile e della decarbonizzazione. I responsabili politici hanno presentato come target di ridurre del 18% le emissioni di carbonio/Pil. È probabile che l'obiettivo di Pechino di raggiungere la neutralità delle emissioni di

carbonio entro il 2060 avrà sempre più implicazioni in futuro. Inoltre, quest'anno segna la svolta con l'introduzione dello scambio di quote di emissioni a livello nazionale, che potrebbe potenzialmente aumentare i costi di produzione e ridurre gli investimenti nel più grande hub di produzione del mondo. Al di fuori dello stato, la Cina ha anche continuato a fare pressioni per una migliore sostenibilità lungo la regione della Belt and Road, introducendo più progetti green e aiutando a gestire la sostenibilità del debito per i paesi che partecipano a questa colossale realizzazione».

Il valore del mercato obbligazionario cinese ha raggiunto 16 trilioni di dollari. Trovate interessanti le valutazioni?

«Il debito cinese in renminbi costituisce il secondo mercato obbligazionario al mondo. Si sta espandendo a un ritmo estremamente rapido e si sta maggiormente aprendo agli stranieri. Riteniamo che gli investitori globali dovrebbero considerare di puntare sulle obbligazioni cinesi in Rmb, data la ripresa del rendimento relativo, il forte slancio guidato dall'inclusione negli indici, il miglioramento della liquidità, dell'accesso e delle infrastrutture. Le obbligazioni in Rmb fungono anche da buona diversificazione dal punto di vista dell'asset allocation, date le sue basse correlazioni con le altre principali classi di attività a livello globale. I bond cinesi in renminbi vengono scambiati a rendimenti relativamente più interessanti, dato l'ampio divario dei tassi di interesse tra i titoli di stato cinesi e i principali titoli di stato Dm. È di supporto anche il dato tecnico, perché l'inclusione delle obbligazioni cinesi onshore nei principali indici a reddito fisso, come Bloomberg, Barclays, J.P. Morgan e Ftse Indices, dovrebbe portare flussi in entrata da investitori attivi e passivi verso questo mercato. La presenza straniera nell'obbligazionario cinese rimane molto bassa: intorno al 3% contro il 18-60% nelle principali piazze. Ci aspettiamo che sia un'asset class sempre più rilevante a livello globale. Considerando anche la ripresa economica più forte e le iniziative dei decisori politici in Cina, le obbligazioni locali in Rmb forniscono uno dei valori più interessanti in termini di rischio e potenziale di rendimento».

FILIPPO BATTISTINI, DI ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

«Cinque motivi che spingono il mercato azionario»



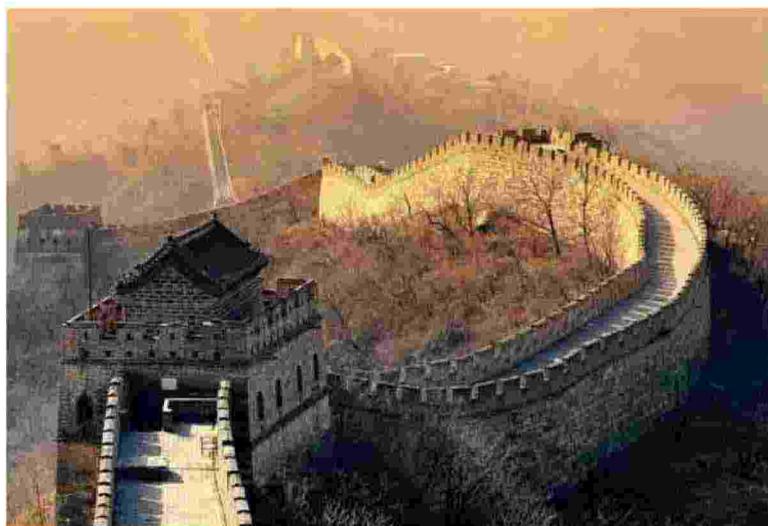
FILIPPO BATTISTINI
head of business development
retail wholesale Italy
Allianz Global Investors



Nel 2020, la Cina è stata l'unica grande economia che ha contribuito positivamente alla crescita globale. Ritenete che ciò sia ascrivibile solo alla capacità di contrastare la pandemia?

«La Cina ha sicuramente dimostrato una grande capacità di contrastare la pandemia, ma siamo convinti che ci siano altri fattori

che spiegano la tenuta del tessuto economico. Innanzitutto, seppure con una portata dimensionalmente diversa rispetto a ciò che si è visto nei mercati sviluppati, ci sono stati aiuti stanziati dal governo, soprattutto nella fase iniziale della pandemia. In secondo luogo, l'adozione di un modello a doppia circolazione (dual circulation strategy), con la finalità di rendere la propria economia più indipendente, ha visto Pechino porre molta enfasi sull'economia domestica, in altre parole sul ciclo interno di produzione, distribuzione e consumo per il proprio sviluppo. La finalità di questa decisione è da ricercare nella volontà di ridurre la dipendenza dagli altri mercati, soprattutto da un punto di vista tecnologico, con la sostituzione dei prodotti importati con quelli realizzati in loco. In terzo luogo, la Cina ha ulteriormente rafforzato il proprio impegno verso uno sviluppo sostenibile, non solo dandosi l'obiettivo di raggiungere zero emissioni entro il 2060, ma impiegando sempre più risorse nello sviluppo delle rinnovabili, nell'utilizzo dell'idrogeno pulito, nella diffusione di veicoli elettrici e di altre forme di energia pulita. Infine, è sempre più evidente la volontà di Pechino di emanciparsi dagli Stati Uniti, a causa anche di una serie di fratture che si sono aperte negli anni, affermando in modo deciso la propria indipendenza e leadership a livello mondiale».





Lo scontro con gli Usa non sembra scemare. Vedete cambiamenti all'orizzonte?

«Non si registra un vero e proprio cambio di passo tra la precedente amministrazione Usa e quella attualmente in carica, né si vede, da parte cinese, la volontà esplicita di abbassare i toni del confronto tra le due grandi potenze. L'incontro ad alto livello diplomatico dello scorso marzo, tenutosi in Alaska, anche se viziato dalla volontà da parte dei due paesi di mostrare i muscoli, non solo non ha prodotto alcuna mitigazione dei punti di contrasto tra Cina e Stati Uniti, ma si è trasformato in un duro scambio di accuse. Dopo quattro anni di guerre commerciali, quella che poteva diventare un'occasione di ripartenza, si è rivelata un momento di ulteriore inasprimento dello scontro, dove le due nazioni hanno rivendicato il proprio protagonismo. Nel breve periodo, non intravediamo nessun cambiamento sostanziale ed emerge con maggiore vigore la volontà della Cina di muoversi con grande decisione nello stringere accordi commerciali con altri paesi. È con quest'ottica che vanno letti, sia il partenariato globale regionale che Pechino ha firmato con 15 stati della regione Asia-Pacifico, sia il Comprehensive investment agreement, siglato con l'Unione Europea. Il primo, il Regional comprehensive economic partnership (Rcep), alla cui firma si è giunti dopo otto anni di negoziati, è il più grande accordo commerciale del mondo. Nel secondo, la Cina si è impegnata a concedere un accesso al mercato di livello più elevato ed equo agli investitori e alle aziende europee, creando i presupposti per un migliore equilibrio nelle relazioni commerciali tra le due controparti. Riteniamo che l'Impero di mezzo sia percepito da Washington come una minaccia incombente e non prevediamo un drastico cambiamento nei loro rapporti. A livello geopolitico, stiamo assistendo a una partita a scacchi con i due avversari impegnati

a imporsi quale prima potenza a livello globale. Gli accordi sopra citati vanno in questa direzione, così come, per fare un altro esempio, la supposta prodigalità cinese nel fornire il vaccino contro il Covid-19 ai paesi indigenti, con la finalità recondita di aumentare la propria sfera di influenza».

Il valore del mercato obbligazionario cinese ha raggiunto 16 mila miliardi di dollari. Considerate le valutazioni attraenti?

«Pensiamo che le valutazioni del mercato obbligazionario cinese siano attraenti, soprattutto se si guarda ai rendimenti offerti rispetto a quelli dei paesi sviluppati ed emergenti. La diversificazione valutaria è un altro aspetto importante da prendere in considerazione, soprattutto perché riteniamo che il Rmb sarà riconosciuto come la terza più importante valuta a livello mondiale e, anche per questa ragione, vediamo spazi di apprezzamento. Gli investitori esteri hanno aumentato la loro partecipazione al mercato, che si attesta, però, solo intorno al 3%, lasciando così intravedere ampi spazi di crescita. Non va poi sottovalutata la domanda che potrebbe arrivare dalla presenza della Cina negli indici obbligazionari di riferimento. Oltre ai titoli governativi, guardiamo con interesse anche ai corporate bond che, oltre a rendimenti appetibili, mostrano tassi di default bassi, circa l'1,5%. A tendere, prevediamo che ci saranno ulteriori allentamenti delle restrizioni imposte dal regolatore cinese verso gli investitori stranieri, per facilitarne l'afflusso sul mercato dei capitali privati».

Che cosa ci si può attendere dall'equity cinese per il 2021 e quali sono le prospettive e i temi più importanti nel medio termine?

«Se nel breve periodo rimangono alcune incognite legate a possibili prese di beneficio e alla volatilità derivante dal contesto internazionale, con il rischio inflazione che crea tensione sui corsi (pensiamo, però, che si ridimensionerà), in un'ottica di più ampio respiro il mercato azionario cinese risulta molto interessante. Sono cinque le motivazioni di fondo che, a tale proposito, meritano di essere menzionate. La prima riguarda la struttura stessa dell'economia cinese, dove l'impresa privata ha un peso sempre più rilevante rispetto a quella pubblica: nell'arco di 15 anni il contributo delle Soe (State owned enterprise) al Pil è passato dal 50% al 30%. Lo scorso anno, sulle piazze di Shanghai e Shenzhen sono state quotate 118 aziende private per un ammontare di 20 miliardi di dollari. La seconda è il miglioramento generalizzato della corporate governance, sia nella gestione, sia nell'amministrazione delle aziende private, il cui apporto al Pil è il 60%, all'innovazione il 70%, allo sviluppo urbano l'80% e alla creazione di posti di lavoro il 90%. In terzo luogo c'è la forte crescita dei mercati finanziari, con la borsa di Shanghai che è diventata per dimensioni la più grande al mondo. La quarta motivazione è l'aumento dell'importanza della Cina nei benchmark di riferimento: nell'arco di cinque anni, il peso nell'indice Msci Asia Pacific ex Japan è passato dal 20% al 40%. Infine, si sta registrando una crescente presenza dei brand locali a discapito di quelli esteri, a testimonianza di una maggiore capacità dei primi di essere presenti e competitivi sul mercato. Se si guarda, ad esempio, agli smartphone in Cina, si vede che nel 2008 il 90% dei marchi era straniero, mentre oggi otto tra i primi 10 sono domestici. Crediamo che sia ormai superato lo stereotipo per cui il "dragone rosso" sia il paese capace solo di copiare dagli altri: ci sono molteplici esempi, che riguardano trasversalmente i settori, dove ci si trova di fronte ad aziende che sono diventate esempi da imitare».

STEFANO IOTTI, DI ABERDEEN STANDARD INVESTMENTS

«Un Paese sempre più sostenibile»



Pensate che la Cina si stia muovendo coerentemente verso uno sviluppo più sostenibile?

«Riteniamo che ci siano sforzi importanti in questa direzione. Proviamo ad analizzare l'acronimo Esg nelle sue componenti e come il "dragone rosso" si sta muovendo. Per quanto riguarda la "E", nel corso dell'Assemblea generale dell'Onu a settembre 2020, il presidente Xi Jinping ha dichiarato che il Paese perseguirà l'obiettivo zero emissioni entro il 2060, un target molto chiaro e significativo, visto che la Cina è responsabile del 30% circa delle emissioni globali. Secondo l'Aberdeen Standard Institute, questa transi-

zione comporterà investimenti per circa 20 trilioni di dollari nei prossimi quarant'anni, una cifra decisamente consistente, che vede la nazione pronta a raccogliere pragmaticamente questa sfida. Inoltre, non va dimenticato che, in termini di quote di mercato, a livello globale la Cina già produce il 30% dell'eolico, il 70% delle batterie e il 90% del solare. Ciò deve fare riflettere sul vuoto che gli Stati Uniti hanno lasciato nel campo delle rinnovabili, con la decisione di uscire dagli accordi di Parigi, immediatamente occupato dalle aziende cinesi che sono pronte a ricoprire ruoli da protagoniste grazie alle loro economie di scala, difficili da raggiungere per altre imprese. In merito alla "governance", per quanto il tema sia delicato, possiamo affermare che la consapevolezza è aumentata negli ultimi 10 anni, nonostante ci sia ancora molta strada da percorrere. Crediamo, però, che si debbano fare alcuni distinguo importanti e che, in tal senso, l'approccio attivo all'investimento aiuti a trovare quelle realtà che hanno fatto registrare i progressi più significativi in materia e mostrano maggiore sensibilità e rispetto verso le tematiche e i valori Esg. Nel nostro portafoglio abbiamo 35 aziende che rispecchiano questi criteri, frutto di un'attenta scelta all'interno delle oltre 3 mila quotate sul mercato domestico. Per quanto riguarda invece la "S", che è sicuramente l'aspetto più controverso, soprattutto quando si parla di sfruttamento del lavoro, minorile e non, vanno fatte due considerazioni. La prima è che la Cina non è più la

manifattura del mondo come lo era un tempo: oggi i servizi pesano per due terzi del Pil, mentre nel 2000 erano solo un terzo. La seconda è che, proprio per il cambiamento di composizione della crescita, la richiesta di mano d'opera è cambiata ed è aumentata la domanda, guidata dallo sviluppo tecnologico, per quella con più elevata qualificazione e specializzazione. E poi, non va dimenticato quanto condizioni la collaborazione che alcune aziende cinesi hanno con controparti estere: ciò le porta ad avere grande attenzione su come sono strutturati non solo i processi di produzione, ma anche quelli di approvvigionamento della materia prima e di distribuzione dei prodotti. Basti pensare, per citare un esempio, a una società come Shenzhou International Group Holdings Limited, produttore di maglieria integrato verticalmente, che vanta clienti quali Nike, Adidas e Uniqlo: al suo interno ha veri e propri presidi di queste aziende straniere per controllare la qualità e tutta la supply chain, affinché non avvengano incidenti che possano provocare ai brand un danno reputazionale. Concludendo, non pensiamo che in Cina sia tutto sostenibile, ma ci sono imprese che in materia di sostenibilità sono pioniere e stanno dettando il passo a tutta l'industria di riferimento. I nostri gestori ci dicono che la percezione in occidente delle società cinesi è molto diversa dalla realtà mentre loro, che lavorano in loco, colgono che l'attenzione nei confronti dei criteri Esg sta decisamente aumentando. Proprio per questo motivo, ancora una volta ribadiamo l'importanza di una gestione attiva che, proprio per i motivi sopra addotti, va a braccetto con l'investimento sostenibile».



Lo scontro con gli Stati Uniti non sembra scemare nei toni. Vedete cambiamenti all'orizzonte?

«Pensiamo che ci siano alcuni cambiamenti, ma sono più di forma che di sostanza. Prima lo scontro avveniva a colpi di Twitter, adesso attraverso canali diplomatici, decisamente in modo più ortodosso. Il primo incontro di peso internazionale gli Usa lo hanno avuto con la Cina e ciò è senz'altro un indicatore di attenzione nei confronti del Paese, anche se poi non ha prodotto

alcuna distensione dei rapporti. Una riprova è la decisione recente di Katherine Tai, rappresentante per il commercio degli Stati Uniti, di non tagliare i dazi alla Cina. Per i cinesi, in buona sostanza, è come se alla Casa Bianca fosse seduto ancora Trump, con la differenza che adesso c'è un protocollo da seguire: forse ciò significa che, indipendentemente dall'appartenenza politica, qualsiasi presidente americano antepone l'interesse del proprio paese a tutto il resto. Lo stesso discorso di Biden, tenuto in Pennsylvania alla presentazione del piano infrastrutture, mostra che Washington è determinata a riaffermare il proprio ruolo di super-potenza: il presidente ha spesso nominato la Cina, quasi volesse dimostrare che l'America non arretrerà di fronte all'avanzata cinese, tutt'altro. Va comunque detto che l'unilateralismo di Trump ha lasciato diverse crepe, a livello di politica internazionale, all'interno delle quali la Cina si è infilata come un fiume carsico, guadagnando posizioni di mercato e consenso: il multilateralismo di Biden rappresenta una discontinuità e sarà interessante vedere le evoluzioni future nello scenario internazionale. Ma la crescente influenza e il potere di Pechino sono indubbiamente preoccupazioni bipartisan, che toccano sia i democratici, sia i repubblicani, anche se le modalità d'approccio differiscono. Il "confronto geopolitico del XXI secolo" tra Usa e Cina, quindi, continua, su temi che vanno dalla tecnologia ai diritti umani, lasciando come potenziale spazio di avvicinamento quello sui problemi di carattere ambientale, dove potrebbero emergere sinergie. Su questo aspetto le sensibilità dell'attuale amministrazione sono senz'altro diverse rispetto a quella precedente».

Il valore del mercato obbligazionario cinese ha raggiunto 16 mila miliardi di dollari. Considerate le valutazioni attraenti?

«È un tema estremamente interessante, soprattutto per la decorrelazione che questi bond hanno mostrato quando i rendimenti americani hanno cominciato a salire, dando così prova di essere una fonte di diversificazione all'interno dei portafogli. I rendimenti dei governativi cinesi sono in territorio positivo e a livelli più elevati di quelli degli omologhi occidentali. Il fenomeno è da ascrivere in particolare alle

diverse politiche monetarie implementate delle banche centrali, con la People Bank of China ferma ancora all'adozione di misure ortodosse. In aggiunta, siamo di fronte a un rating del paese elevato (AA) e a una divisa, il renminbi, che è forse la più stabile tra le valute emergenti. Riteniamo che il Regional comprehensive economic partnership (Rcep), l'accordo economico-commerciale tra i 10 paesi dell'Asean più Cina, Giappone, Corea del Sud, Australia e Nuova Zelanda, insieme alla "Via della Seta", aumenterà la circolazione e la stabilità del renminbi. Infine, non va neppure sottovalutata l'entrata della Cina in indici obbligazionari di riferimento, come, ad esempio, quella prevista per fine anno nel Ftse world government bond index, che vedrà ulteriore liquidità confluire in questa asset class nei confronti della quale l'interesse degli investitori stranieri è in netta ascesa».

Che cosa ci si può attendere dall'equity cinese per il 2021 e quali sono le prospettive e i temi più importanti nel medio termine?

«C'è stato uno storno importante, frutto della rotazione avvenuta sul mercato, con un recupero dei settori più ciclici, quale l'energetico e il finanziario, a discapito di quelli che avevano trainato la borsa al rialzo: le valutazioni attuali, in termini di P/E, vedono il mercato trattare a 15,5x gli utili, rispetto a 18x di febbraio. Poiché prevediamo una crescita a doppia cifra dei profitti per il 2021, riteniamo che i livelli attuali siano ragionevoli, nella media e a sconto, ad esempio, rispetto a quelli americani. In tale contesto, preferiamo cogliere l'occasione offerta dalla debolezza dei corsi e aumentare l'esposizione su settori quali i consumi, la salute e la tecnologia. Indirizziamo le nostre scelte sui titoli A (quotati sul mercato domestico in valuta locale), sempre alla ricerca di eccellenze: aziende che siano innovative e con un modello di business improntato alla sostenibilità. Ci piace la tecnologia, perché crediamo che sia un motore di crescita, ma non ci concentriamo sui grandi nomi che potrebbero essere impattati da un intervento del regolatore, così come guardiamo a quelle aziende che beneficino, sia nell'ambito dei consumi, sia della salute, della domanda proveniente dalla crescente classe media, espressione di nuove esigenze e bisogni».



COSMO SCHINAIA, DI FIDELITY INTERNATIONAL

«Tanti elementi alla base di una crescita solida»



Nel 2020, la Cina è stata l'unica grande economia che ha contribuito positivamente alla crescita globale. Ritenete che ciò sia ascrivibile solo alla capacità di contrastare la pandemia?

«A un anno di distanza, sicuramente la Cina è stata il Paese che sul fronte sanitario ha saputo gestire meglio di tutti il virus, contrastato già alla prima ondata, mentre l'occidente ancora combatte con la terza. Tra i motivi alla base della sovraperformance cinese dell'anno scorso figurano l'efficacia nel contenimento del Covid, l'atteggiamento politico accomodante relativamente disciplinato, le interessanti condizioni di liquidità (a livello interno

ed esterno) e le continue riforme strutturali e di mercato. Man mano che la normalizzazione procede, stanno cambiando però i driver della crescita cinese e, se il 2020 è stato soprattutto l'anno delle esportazioni con la Cina che ha guadagnato quote del commercio mondiale a discapito di altri paesi bloccati dal lockdown, il 2021 dovrebbe essere trainato principalmente dagli investimenti e dai consumi del settore privato, supportati dal miglioramento del mercato del lavoro e dal ricorso ai depositi delle famiglie, che sono cresciuti fortemente nel 2020.

Ma al di là di un orizzonte di breve termine, i fattori che sostengono l'economia cinese nel lungo periodo sono:

- l'attuale evoluzione economica che ha reso la Cina il luogo perfetto in cui ricercare opportunità di crescita strutturale, che restano intatte;
- lo slancio riformistico e improntato alla liberalizzazione del mercato che rimane solido, come dimostrato dalle riforme delle Ipo nelle borse interne;
- il fatto che il posizionamento degli investitori globali sul Paese resta limitato, pertanto vi è ancora ampio spazio di crescita;
- la vocazione della Cina all'innovazione in ogni settore, come ribadito anche nel piano di sviluppo comunicato dal Congresso nazionale del popolo».

Pensate che la Cina si stia muovendo coerentemente verso uno sviluppo più sostenibile?

«La graduale apertura dei mercati onshore

sta portando con sé una maggiore attenzione sull'importanza di una buona gestione. La più ampia concentrazione degli investitori per la stewardship, sia attraverso il voto, sia con l'attività di engagement, sta contribuendo a costruire una solida base per gli investimenti sostenibili e a influenzare positivamente i comportamenti aziendali. Secondo i risultati dell'edizione 2021 della nostra Analyst Survey, il 25% degli analisti che coprono la Cina riferisce una crescente enfasi in materia di Esg nella maggior parte delle aziende da loro coperte. Il cambiamento normativo in tal senso sarà fondamentale ed è già dimostrato dall'impatto reale dell'obiettivo di azzeramento delle emissioni nette della Cina entro il 2060. Per questo motivo, pensiamo che la sostenibilità sarà uno dei trend che sosterranno l'economia cinese».

Quali sono i rischi e le opportunità del processo di urbanizzazione, crescita della classe media e invecchiamento del paese?

«Si tratta di una serie di trend strutturali che a nostro avviso non solo continueranno a sostenere la crescita economica nel lungo periodo, ma spingeranno l'innovazione in numerosi settori. Salute, benessere economico e istruzione sono strettamente collegati con l'invecchiamento della popolazione, l'espansione della classe media e una sempre più crescente domanda di beni e servizi di qualità da parte dei consumatori e sono a nostro avviso i temi chiave dell'innovazione degli stili di vita. In particolare, l'incremento



del benessere economico sta generando un cambiamento delle abitudini al consumo. Il potere di acquisto della popolazione oggi va ben oltre la soddisfazione dei bisogni primari e permette l'acquisto di prodotti e servizi di qualità superiore, avvantaggiando principalmente le imprese locali. Questa tendenza è confermata anche nel post-pandemia, con i consumatori cinesi che sono diventati più cauti e tendono a spendere meno acquistando beni di qualità migliore. Inoltre, accanto a un aumento del potere di acquisto della classe media, è in corso un nuovo programma di urbanizzazione che porta alla nascita di megacity circondate da città satellite. Sono le nuove megalopoli intelligenti, dove la tecnologia sostenuta dal 5G è un fattore abilitante. E se decenni di rapida urbanizzazione hanno contribuito a fare uscire da una condizione di povertà centinaia di milioni di persone in Cina, ma hanno anche comportato pesanti costi a carico dell'ambiente, ora tutto il Paese si sta impegnando a fondo per migliorare i processi di smaltimento dei rifiuti, creando opportunità per quelle aziende che sapranno distinguersi in questo settore».

Il valore del mercato obbligazionario cinese ha raggiunto 16 mila miliardi di dollari. Vedete opportunità su questo segmento?

«Negli ultimi anni la Cina ha progressivamente aperto i suoi mercati finanziari onshore agli investitori stranieri attraverso i programmi Qfii e Connect che facilitano il trading nei mercati nazionali del reddito. La pandemia ha accelerato i cambiamenti, altrimenti meno dinamici, del mercato obbligazionario cinese. La partecipazione straniera è in aumento, anche se lentamente, perché il Paese è stato in grado di contenere con successo il virus emergendo come l'unica grande economia che prevede una crescita positiva del Pil su base annua. Pechino ha deciso di non tagliare i tassi d'interesse ai livelli che si sono invece registrati negli Stati Uniti e in Europa. Il relativo contenimento esercitato dalla People's Bank of China ha mostrato che il mercato obbligazionario cinese può funzionare normalmente, offrendo un buon modo per diversificare i rischi globali. È dunque probabile che un maggiore numero di fondi globali aumenterà le proprie allocazioni sugli asset locali, anche alla luce dei rendimenti più elevati delle obbligazioni cinesi in un contesto di tassi bassi».

CLAIRE HUANG, DI AMUNDI

«Ottimisti sulle azioni A»



CLAIRE HUANG
Em macro strategist
Amundi



Nel 2020, la Cina è stata l'unica grande economia che ha contribuito positivamente alla crescita globale. Ritenete che ciò sia ascrivibile solo alla capacità di contrastare la pandemia?

«La capacità di contenimento della pandemia è un driver importante, perché ha permesso all'economia cinese di riaprire in anticipo e più velocemente rispetto al resto del mondo. La forza persistente delle esportazioni, rispecchiata da un

aumento delle quote di mercato cinesi in Europa e nelle importazioni statunitensi, è stata il riflesso di questo vantaggio dal lato dell'offerta dovuto al fatto che la Cina è stata sì la prima nazione colpita dal Covid, ma anche la prima ad uscirne. Tuttavia, le rigorose misure di controllo e di prevenzione hanno portato a una ripresa più rapida del settore industriale rispetto ai servizi, in cui le restrizioni selettive sono rimaste in vigore per un periodo di tempo prolungato. L'allentamento delle politiche monetarie, a partire da marzo dello scorso anno, ha rappresentato un altro fattore a sostegno della ripresa della crescita della Cina nel 2020. Subito dopo l'inizio dell'epidemia, la Banca centrale ha reagito rapidamente, abbassando i principali tassi interbancari di 30 punti base in due mesi. Inoltre, politiche per il settore abitativo sono state allentate dai governi locali, il deficit fiscale è stato aumentato all'8,8% nel 2020, rispetto al 5,6% nel 2019, mentre la crescita del credito ha subito una forte accelerazione, portando il rapporto tra debito e Pil al 270,1% al termine del 2020 rispetto al 246,5% di fine 2019. La combinazione di allentamento monetario e stimolo fiscale è stata efficace per rilanciare sia il sentiment, sia le attività economiche».

Il governo di Pechino si attende una crescita del





Pil "sopra il 6%" nel 2021: come interpreta questo dato?

«L'autorità cinese ritiene che questo obiettivo sia in linea con le aspettative di sviluppo economico della Cina per il 14° piano quinquennale e che sia propizio per una crescita economica stabile e sostenibile. A nostro avviso, questo target riflette la proiezione delle autorità sulla traiettoria di crescita a medio termine e rispecchia la preferenza per una prospettiva di sviluppo moderata e facilmente conseguibile per gestire le aspettative per il 2022 e oltre. Quando il presidente Xi lo scorso anno ha spiegato gli obiettivi di lungo periodo, ha detto che è probabile che la Cina raddoppi il proprio Pil entro il 2035. Sulla base dei nostri calcoli, questo target apre la strada a un rallentamento della crescita del Pil reale cinese da una media del 5,5% nel periodo 202-2025 a poco più del 4% nel quinquennio 2031-2035. Pertanto, anche se la crescita del 2021 potrebbe beneficiare di una base di partenza bassa, il 6% sarà più vicino all'obiettivo di medio termine. Inoltre, mentre le politiche cinesi ritornano alla normalità dopo l'allentamento del 2020, l'ipotesi "sopra il 6%" fornisce maggiore spazio per altre riforme nel 2021. Ciò detto, riteniamo che alcune preoccupazioni per questo basso target siano eccessive: ciò non implica che la politica si inasprirà a costo di un maggiore rallentamento della crescita. Infatti, l'ultima comunicazione del Congresso nazionale dei rappresentanti del popolo conferma che non ci sarà alcuna svolta netta nelle politiche macroeconomiche, confermando che la normalizzazione della Cina sarà prudente alla luce del tapering della Fed. Infine, dai dati di bilancio fiscale possiamo ricavare un tasso di crescita del Pil nominale del 9,8%, pertanto l'incremento reale dovrebbe collocarsi intorno all'8%».

Pensa che la Cina si stia muovendo coerentemente verso uno sviluppo più sostenibile?

«La normalizzazione politica cinese da maggio dello scorso anno dimostra che la Cina non ritornerà ad adottare il vecchio approccio di stimolo alla crescita basato su un'espansione eccessiva del credito.

Lo sviluppo della domanda interna sarà probabilmente conseguito attraverso un'ulteriore liberalizzazione del mercato e da un allentamento delle restrizioni amministrative per i consumatori, quali ad esempio, quelle sull'auto-registrazione. Il controllo del livello del debito è un chiaro segnale di cambiamento del focus politico con un ritorno alla gestione del rischio. Inoltre, il nuovo obiettivo di neutralità carbonica entro il 2060 fornisce un punto di riferimento dei suoi progressi verso uno sviluppo più sostenibile nel lungo periodo».

Il valore del mercato obbligazionario cinese ha raggiunto 16 mila miliardi di dollari. Considerate le valutazioni attraenti?

«Il mercato obbligazionario cinese si sta aprendo a nuovi investitori e sarà incluso in molti nuovi indici. Tutto ciò determinerà un aumento dell'interesse e dei flussi. I bond cinesi rimangono un'opportunità di investimento a medio termine molto interessante e il titolo di stato decennale offre un rendimento nominale superiore al 3%. Tuttavia, rimaniamo più cauti nel breve termine, perché la reflazione in Cina potrebbe aggiungere pressioni al rialzo sui rendimenti».

Che cosa ci si può attendere dall'equity cinese per il 2021 e quali sono le prospettive e i temi più importanti nel medio termine?

«Le azioni cinesi hanno corso molto dopo lo shock del Covid a marzo 2020 e ora il mercato delle azioni H appare leggermente costoso. Siamo invece più ottimisti sulle azioni A. In particolare, considerando le valutazioni e i fondamentali, restiamo selettivamente costruttivi sui titoli value e sulle small cap, mentre siamo più cauti sulle aziende growth che hanno guidato finora la ripresa. Nel medio periodo, la neutralità carbonica e la sostituzione interna delle principali tecnologie diventeranno temi interessanti in cui investire, dal momento che le politiche perseguono una maggiore autosufficienza basata sull'offerta domestica e sono rivolte a un percorso di sviluppo più verde».

GABRIELLA BERGLUND, DI COMGEST

«Una forte classe media»



Nel 2020, la Cina è stata l'unica grande economia che ha contribuito positivamente alla crescita globale. Pensate che ciò sia ascrivibile solo alla capacità di contrastare la pandemia?

«No, anche a un'economia online molto sviluppata. La trasformazione della Cina in una struttura di servizi moderna, con i suoi leader tecnologici, una gestione efficiente della crisi di Covid-19 e una classe media in crescita, ha sostenuto i mercati azionari nazionali nel 2020, con uno slancio alimentato dal boom dell'e-commerce e dai sistemi di pagamento elet-

tronici avanzati del Paese. La rapida espansione della classe media è stata un particolare fattore di sviluppo. Giganti di Internet come Tencent e NetEase hanno beneficiato della loro forte posizione nel mercato cinese dei giochi per computer, soprattutto durante la chiusura a livello nazionale. Allo stesso modo, Shandong Weigao (tecnologia medica) ha illustrato il grande potenziale che crediamo risieda nel mercato sanitario cinese. Al contrario, la crescita di alcune società come 3SBio (biosimilari) o Samsonite (bagagli) è stata fiacca lo scorso anno a causa dei venti contrari della regolamentazione a breve termine e dell'impatto della pandemia, anche se riteniamo che nel lungo periodo il loro franchising dovrebbe rimanere forte. L'e-commerce è stato un pilastro chiave dei consumi cinesi. Oltre il 30% degli acquisti di beni del Paese viene ora gestito online, il dato più alto al mondo. Alibaba, il leader di questo settore in Cina, ha stilato un'altra lunga lista di innovazioni di successo nel 2020 con Taobao Livestreaming, Taobao Deals, Tmall Luxury Pavilion e un importante prodotto di news basato sui dati. Mentre la Cina continuerà probabilmente a inasprire la regolamentazione sul comparto digitale, riteniamo che il governo cercherà un equilibrio tra innovazione e regolamentazione. Alibaba, nel suo ruolo di innovatore di internet, resterà rilevante per l'ambizione della Cina di diventare una nazione ad alta tecnologia».



Pensate che la Cina si stia muovendo coerentemente verso uno sviluppo più sostenibile?

«Sì, la Cina ha ora un modello di crescita economica autosostenuto basato su una forte classe media, per cui non è stato necessario alcun intervento fiscale o monetario su larga scala, come è invece avvenuto in occidente nel 2020, per mantenere in vita l'economia. La sua industria manifatturiera e quelle hi-tech stanno rapidamente risalendo la catena del valore. Osserviamo una forte domanda da parte di società manifatturiere cinesi verso i produttori di tecnologia robotica, come Fanuc, Kuka (parte di Midea) o Keyence. È chiaro che il piano politico "Manufactured in China 2025" per competere nell'ambito delle industrie ad alto valore aggiunto dà i suoi frutti. C'è anche una grande spinta nelle energie rinnovabili e nelle auto elettriche per de-carbonizzare l'economia».

Quali sono i rischi e le opportunità del processo di urbanizzazione, crescita della classe media e invecchiamento del Paese?

«Intravediamo interessanti opportunità, di cui vale la pena citare alcuni esempi. Per quanto riguarda l'urbanizzazione, guardiamo a China Resources Gas, principale distributore di gas in Cina (gestisce 120 città) che è passato rapidamente dal petrolio al gas come fonte energetica più pulita. L'invecchiamento del paese apre ampio spazio alla crescita del mercato sanitario. Nello specifico, in Cina c'è la maggiore quantità di popolazione al mondo affetta da diabete, con la necessità di cure di qualità superiore; 120 milioni di persone soffrono di malattie renali a causa di un elevato livello di zucchero nel sangue, per cui hanno bisogno di dialisi; inoltre, è in aumento la domanda nel trattamento oncologico (3SBIO, come bio-farma, produce i globuli bianchi e rossi necessari per la chemioterapia e la dialisi). Infine, la crescita della classe media ha portato a cambiare stili di vita e abitudini alimentari: dal consumo di latte (Yili), all'automar-

ket (Autohome, la più grande piattaforma internet per auto nuove e usate) per arrivare al gioco online e al fintech (Alibaba e Tencent). Per quanto riguarda i rischi, invece, ne intravediamo uno nell'elevata leva finanziaria nell'economia, anche se è più presente negli enti pubblici che nelle famiglie. Qualche rischio anche nello sviluppo eterogeneo tra la Cina interna e le zone rurali più arretrate rispetto a quelle costiere».

Che cosa ci si può attendere dall'equity cinese per il 2021 e quali sono le prospettive nel medio termine?

«Le azioni cinesi hanno buone prospettive di performance, in quanto la valutazione non è elevata, con un P/E per i prossimi 12 mesi di 15x sulla base della crescita dell'utile per azione del 17%. Lo stesso discorso vale per il nostro fondo che negozia a un multiplo simile per un Cagr di Eps a cinque anni del 16%. Nell'ultimo decennio la Comgest Growth China è stata la strategia a più alto incremento della nostra gamma globale di prodotti per la crescita di qualità. È probabile che in futuro continuerà a essere così. Il mercato azionario cinese avrà maggiore spazio negli indici azionari globali, poiché l'apertura delle borse onshore è solo all'inizio. La Cina vuole internazionalizzare il renminbi: aprirà i suoi conti di capitale lentamente, ma sicuramente, e quindi continuerà ad attirare investitori esteri in azioni e obbligazioni. Dall'apertura del mercato nel 2015/16, gli investitori stranieri hanno acquistato il 10% del flottante libero delle azioni quotate a Shenzhen o Shanghai. È un segno di fiducia. Siamo investitori bottom-up, quindi guardiamo ai trend di crescita. Assicurazioni, internet, servizi sanitari sono importanti motori di crescita per il fondo che gioca il tema dell'espansione della classe media cinese. Nonostante i rischi geopolitici sino-americani, crediamo che la Cina continuerà a svilupparsi in modo corretto in termini economici. I consumatori cinesi sono diventati la destinazione di crescita per la maggior parte delle aziende del mondo sviluppato che si trovano nella regione da tre o a volte quattro decenni, quindi i legami commerciali sono molto stretti. È improbabile che la geopolitica possa fare deragliare la crescita».

MARZIO GUSSAGO, DI PICTET ASSET MANAGEMENT

«Grande capacità di darsi piani di crescita ben strutturati»



MARZIO GUSSAGO
sales director
Pictet Asset Management

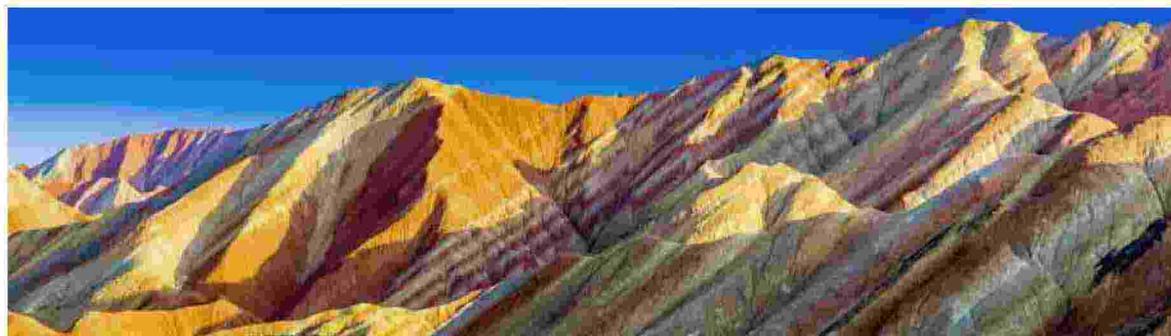


Nel 2020, la Cina è stata l'unica grande economia che ha contribuito positivamente alla crescita globale. Ritenete che ciò sia ascrivibile solo alla capacità di contrastare la pandemia?

«Forse sarebbe eccessivo dire che la crescita cinese nel 2020 è ascrivibile alla capacità dimostrata dal Paese nel contrastare la pandemia, ma non se ne può negare l'efficacia, anche se si è trattato di una modalità difficile da replicare su scala globale. Dopo l'iniziale

pasticcio comunicativo e la palese mancanza di trasparenza, l'adozione di misure radicali da parte delle autorità nella lotta contro il virus ha prodotto risultati sorprendenti: che piaccia o meno, il pugno duro di Pechino ha permesso di contenere la diffusione del Covid nell'arco di pochi mesi. L'utilizzo dell'esercito, il controllo a tappeto del territorio in cui era stato identificato il primo focolaio e le rigidissime misure di contenimento hanno richiesto un intervento molto forte e autoritario da parte del governo, con una catena di comando che si è andata sempre più accorciando. L'efficacia delle misure radicali decise dal Partito comunista costituiscono un unicum impensabile da riproporre in una democrazia occidentale. Grazie a questa capacità di reazione, la Cina ha saputo fare nascere, proprio durante la crisi pandemica, i presupposti per creare un divario nella crescita per gli anni a venire, cogliendo l'opportunità di accaparrarsi ingenti quantità di materie prime a prezzi molto contenuti. Infatti il crollo della domanda, spinto inizialmente dalla stessa Cina, che è uno dei maggiori consumatori di metalli e di petrolio al mondo, ha provocato una forte correzione delle commodity da cui il paese ha saputo trarre vantaggio. Inoltre, non va ignorato che l'intervento chirurgico delle autorità ha permesso di non mettere in lockdown l'intero Paese e di non bloccare completamente l'attività economica. Non va poi dimenticato il funzionamento della macchina cinese con la sua capacità di darsi piani di crescita ben strutturati





sui quali è possibile intervenire prontamente nel momento in cui dovesse emergere la necessità di farlo. La Cina programma la propria attività economica attraverso piani quinquennali, che si innestano su progetti di più lungo respiro, indirizzati a plasmare il modello economico del Paese».

Le autorità si attendono una crescita del Pil “sopra il 6%” nel 2021: come interpretate questo dato?

«La Cina non ha messo in campo grandi piani di stimolo economico-fiscale a causa del coronavirus, come hanno fatto altre economie; ciononostante i risultati sono sotto gli occhi di tutti, con i dati macro che sono costantemente rivisti al rialzo. Nel 2021 il Paese continuerà a godere di questa situazione e le indicazioni del partito di una crescita del Pil “sopra il 6%” sono un indirizzo di tendenza improntato alla cautela. Lo scorso marzo è stato approvato il 14° piano quinquennale (2021-2025) che incorpora il più estensivo e strategico Made in China 2025, finalizzato a sviluppare ulteriormente il settore manifatturiero della Repubblica Popolare Cinese, redatto nel maggio 2015. L’iniziativa mira a garantire la posizione della Cina come potenza globale nell’industria high tech, con l’obiettivo di ridurre la dipendenza dalle importazioni di tecnologia straniera e investire in modo più incisivo in innovazione per creare aziende che siano in grado di competere a livello internazionale. Nel piano Made in China 2025 viene enfatizzata la qualità rispetto alla quantità, ottimizzando la struttura industriale per renderla più efficiente e integrata, con la finalità di aumentare il contenuto interno di componenti e materiali principali al 70% entro il 2025. La grande trasformazione del modello cinese avviene in un contesto di graduale e continuo aumento del reddito medio pro capite, con una classe media in crescita e

il partito impegnato a migliorare le condizioni di vita ancora precarie di centinaia di milioni di persone, nonostante la povertà sia stata definitivamente sconfitta. All’interno delle riforme economiche e finanziarie, che hanno segnato la storia cinese degli ultimi decenni, va anche ricordato il costante impegno a promuovere l’internazionalizzazione della divisa cinese. L’inserimento del renminbi nel paniere Special drawing rights (Sdr) nell’ottobre 2016 ha segnato un’importante pietra miliare per la Repubblica Popolare e ha visto l’aumento della presenza della sua valuta nelle riserve ufficiali in valuta estera. Da allora il processo è continuato con gradualità e la stabilità del cambio è indubbiamente un indicatore del sempre maggiore peso dell’economia cinese».

Pensate che la Cina si stia muovendo coerentemente verso uno sviluppo più sostenibile?

«La Cina si sta muovendo in questa direzione ormai da qualche anno e ciò, ancora una volta, è chiaramente enunciato all’interno di Made in China 2025, dove si parla di sviluppo verde, energia pulita e si fa specifico riferimento alle auto elettriche, all’energia solare contestualmente alla riduzione della produzione di acciaio e carbone. Trasformare l’economia cinese in una “green economy” o carbon neutral, è in cima alla lista delle priorità della leadership di Pechino. Secondo le direttive dello State council, la “trasformazione verde” nei settori manifatturiero, dei trasporti e dei consumi dovrebbe prendere una forma iniziale entro il 2025. Nei 10 anni successivi (2035) è previsto che l’industria “verde” arrivi a un livello completamente nuovo, con tutte le attività ad alta intensità energetica e inquinanti “dall’acciaio alla produzione di carta” pronte ad adottare modelli di produzione compatibili con la riduzione di emissioni, sino a raggiungere il livello

di neutralità entro il 2060. Un’economia improntata alla sostenibilità significa stabilità per la leadership politica, focus sulle energie rinnovabili che permetta maggiore indipendenza in termini di approvvigionamento energetico e investimenti sempre più avanzati in tecnologia. Se si pensa alla sostenibilità dell’attuale modello cinese, emergono diversi punti di domanda: l’indebitamento totale del Paese, le distonie tra governo centrale e governi locali, la demografia che non gioca a favore della crescita. Tuttavia, la Cina ha le risorse economiche e finanziarie per affrontare e gestire queste criticità, anche osservando quanto è successo ai modelli di sviluppo occidentali e imparando dai fallimenti altrui».

Il valore del mercato obbligazionario cinese ha raggiunto 16 mila miliardi di dollari. Considerate le valutazioni attraenti?

«Il mercato obbligazionario cinese (onshore) ha ormai raggiunto dimensioni troppo grandi per essere ignorato: vale più di tutto il debito dei paesi emergenti. Inoltre, e non è certo un fattore di poco conto, è detenuto per il 97% da investitori domestici, elemento che lo rende meno correlato a ogni attivo di rischio. Durante il sell-off che hanno conosciuto i Treasury americani, per le attese di un’accelerazione dell’inflazione, i governativi cinesi hanno mostrato una forte resilienza. Direi che all’interno di un portafoglio rappresentano una decorrelazione con un carattere difensivo. L’interesse nei confronti dello strumento è destinato a crescere, soprattutto da parte degli investitori stranieri, per il graduale aumento di peso dell’asset class all’interno di benchmark internazionali. Ci sono, inoltre, opportunità da cogliere anche tra le obbligazioni societarie, grazie a un’attività di analisi approfondita che può essere però fatta solo da gestori attivi e focalizzati sul mercato».