



FOCUS CINA

I DIBATTITI DI FONDI&SICAV

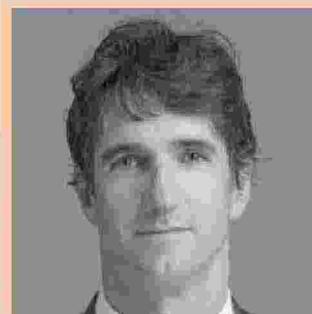
Via della seta, ma anche tanto altro

La Belt and Road Initiative è oggi forse il piano più controverso di tutta la politica economica cinese. Da una parte questa faraonica opera che coinvolgerà decine di stati diversi, con sistemi e culture talora molto lontani dalla visione cinese, è un'opportunità senza precedenti anche per gli investitori occidentali, dall'altra non mancano i dubbi sulla politica espansionista della Cina e sul potere che Pechino sta prendendo in tutta l'Asia e buona parte del mondo. Resta il fatto che il Paese del Dragone anche in questa vicenda mantiene un ruolo da protagonista assoluto e si muove sempre di più con una politica da grande potenza, che di fatto sta sfidando l'intero mondo occidentale, non solo gli Stati Uniti.

In questo contesto, comunque, le novità che arrivano dal gigante cinese non sono soltanto queste: la tecnologia, la finanza, l'healthcare, l'impegno sulla sostenibilità ambientale sono solo alcune delle opportunità che sono disponibili per gli investitori di tutto il mondo e per le aziende che hanno da proporre beni e servizi di alta qualità. Di questi temi e di altri ancora hanno discusso **Giampaolo Isolani**, head of Em investment solutions and market intelligence di **Amundi**, **Stefano Iotti**, business development director di **Aberdeen Standard Investments**, e **Mario Amabile**, investment specialist di **Pictet Asset Management**.

La Cina è la più grande storia di consumi al mondo. Nel contesto attuale, quali sono le opportunità per le aziende straniere? Quali per gli investitori?

Giampaolo Isolani (Amundi): «Siamo positivi sulle dinamiche interne al mercato. Vediamo due trend molto chiari. Dal lato della domanda, negli ultimi 10 anni, si è assistito a un aumento della spesa per i servizi, in particolare quelli legati alla casa, ai trasporti e alle telecomunicazioni. L'innalzamento del reddito pro capite e le dinamiche demografiche, che evidenziano un livello più elevato di istruzione, hanno spinto ulteriormente verso spese legate all'healthcare, all'intrattenimento, alla cultura. Dal lato dell'offerta, la digitalizzazione sta cambiando lo scenario generale ed è l'elemento dominante nella trasformazione dei comportamenti dei consumatori, nel pricing delle aziende e nell'innovazione. Si tratta di un fenomeno ben consolidato già prima della



GIAMPAOLO ISOLANI
head of Em investment solutions
and market intelligence

Amundi



pandemia, con una vasta diffusione dei pagamenti online, dell'utilizzo di internet e dell'e-commerce, a un tasso di crescita superiore a quello delle economie avanzate. Il Covid-19 non ha fatto altro che imprimere un'ulteriore accelerazione a questo trend. In questo contesto, le aziende che sono cresciute in un ambiente competitivo, con un modello di business sostenibile e profittevole, sono molto avvantaggiate nel continuare a espandere la loro presenza nei grandi centri urbani, che siano questi grandi metropoli o città di dimensioni più contenute (tier 1, 2, 3, 4 city), sino a toccare le zone rurali. Ma non solo. Queste imprese hanno dimo-

strato di avere un modello di business che è esportabile anche nei paesi limitrofi alla Cina. Vorrei però fare una riflessione sulla situazione generale del Paese, soprattutto per quanto riguarda la politica fiscale e quella monetaria, che risultano tra le più restrittive tra le grandi economie. È un aspetto quest'ultimo che è stato evidenziato nell'analisi delle misure adottate per contrastare la pandemia e che, nel breve, potrebbe togliere un po' di momentum all'attività economica, soprattutto se la si paragona a quella americana che è sostenuta da una serie di consistenti politiche di stimolo. Tuttavia, è importante ricordare che, per quanto riguarda i mercati emergenti, nonostante i miliardi messi a disposizione per superare la Global financial crisis, c'è stata poi poca disciplina nell'utilizzare le risorse messe a disposizione, sia sul lato degli investimenti, sia sul ritorno sul capitale. Ora ci troviamo di fronte a una situazione analoga, con ingenti fondi messi a disposizione dai vari governi le cui modalità di utilizzo saranno cruciali, anche per gli Usa, per non assistere a una dispersione degli stimoli. Da questo punto di vista, crediamo che in Cina, proprio per la decisione di non abbracciare politiche espansive, ci sarà molta più accortezza con un focus particolare sul ritorno del capitale negli investimenti, che, pensiamo, tenderanno a crescere nel tempo».

Stefano Iotti (Aberdeen Standard Investments): «Si è passati da una Cina

“fabbrica del mondo” a una Cina che è sempre meno dipendente dall'export, sempre più guidata dalla domanda interna. Mi piace sempre ricordare che alla fine degli anni '90, inizi 2000, le esportazioni pesavano poco meno del 40% del Pil, contro l'attuale 17%: un cambiamento epocale che va sottolineato per non cadere vittime di false convinzioni. In questi anni si è assistito a un graduale e costante aumento della classe media cinese che, secondo gli analisti di Aberdeen Standard Investments, è il fenomeno su cui concentrarsi per delineare le politiche di investimento. Quali sono i temi di consumo che accompagnano questa ascesa? Noi intravediamo particolare valore in beni di con-



MARIO AMABILE
investment specialist
Pictet Asset Management



STEFANO IOTTI
business development director
Aberdeen Standard Investments





sumo, salute, finanza (in particolare la fin-tech) e tecnologia, ovvero quattro aspetti che sono riconducibili agli stili di vita della classe media. Inoltre, con il XIV piano quinquennale, la Cina si è data l'obiettivo di raggiungere un livello di urbanizzazione del 65%, rispetto all'attuale 61%, che si traduce in un aumento della popolazione all'interno delle città e, di conseguenza, un ulteriore incremento della domanda di consumi. Vorrei ricordare un dato: nell'ultimo decennio gli aspiranti alla classe media in Cina sono aumentati di circa l'800%, cioè 300 milioni di persone. Ciò significa che c'è una forza propulsiva consistente che guida la domanda interna della nazione, un trend strutturale che non può essere ignorato e che rende anacronistico ignorare la presenza della Cina all'interno dei portafogli di investimento. In merito alle opportunità per le aziende straniere, va ricordato che alcuni anni fa guardavamo alla "Terra di mezzo" come a un luogo dove delocalizzare la produzione, visto il basso costo della manodopera, mentre oggi è diventata un mercato in cui vendere i propri prodotti. È stata recentemente pubblicata una ricerca di Bloomberg che mostra che le aziende europee con una maggiore esposizione alla Cina in termini di fatturato hanno sovraperformato l'andamento del mercato azionario europeo da inizio anno. Ciò significa che il tema dei consumi interni e della classe media

sono due propulsori di crescita anche per le imprese straniere. Noi, all'interno dei nostri portafogli globali, inseriamo anche società che hanno esposizione ai consumi della classe media cinese, perché crediamo che sia un modo per diversificare i ricavi e per essere anche molto più resilienti in termini di rendimenti».

Mario Amabile (Pictet Asset Management): «Condivido quanto argomentato pocanzi e vorrei, a questo proposito, aggiungere qualche considerazione per corroborare le considerazioni sinora fatte. Si parla di crescita della classe media cinese, che è uno dei motori dello sviluppo a lungo termine del Paese, con i consumi che pesano circa per i due terzi del Pil. Il piano quinquennale ha rimarcato questo aspetto, parlando di modello a doppia circolazione con un focus particolare su quella interna. Se oggi 4 miliardi di persone rientrano nella classe media mondiale, secondo le stime del Brookings Institute, aumenteranno a circa 5,3 miliardi nel 2030, di cui il 45% proveniente da Cina e India: si tratta di un fenomeno globale che non può lasciare indifferenti per la sua portata e le sue ricadute. In questo contesto, per quanto riguarda le opportunità che le aziende straniere potrebbero cogliere, vediamo favorevolmente quelle legate al lusso, perché pensiamo che possano trarre direttamente vantaggio

dal trend in corso: si stima che nel 2025 quasi il 50% del mercato del lusso mondiale sarà rappresentato da consumatori cinesi. Storicamente, questi ultimi hanno sempre prediletto i marchi occidentali e, con la crescita del reddito disponibile e della classe media, i consumi si stanno spostando sempre di più verso beni e servizi discrezionali dai quali traggono vantaggio le aziende europee posizionate in questi segmenti. Va inoltre ricordato che il continente asiatico, escluso il Giappone, risulta particolarmente profitevole per questi marchi, che nella regione riescono a ottenere margini di vendita più elevati (per esempio, Hermès ha 7 punti di margine più alti in Asia rispetto all'Europa). Peraltro, l'aumento delle vendite online, registrato lo scorso anno a causa del Covid-19, ha portato a una maggiore diffusione di questi brand negli agglomerati urbani più piccoli (tier3-4 city) dove non erano diffusi per una minore presenza di boutique fisiche e per la crescita della domanda proveniente dai millennial locali, consumatori digitali per eccellenza. Per quanto riguarda gli investitori, invece, oltre ai settori sanitario e finanziario, riteniamo molto interessante il comparto dell'istruzione, soprattutto se si avvale di modelli digitali e di intelligenza artificiale, dove la Cina è all'avanguardia a livello globale e intende fare ulteriori investimenti, così come delineato nel piano Made in

China 2025 e ribadito nel XIV Piano quinquennale. Ci sono aziende che offrono servizi modulabili in base alle necessità e preferenze degli studenti e intravediamo in questo trend anche un aspetto "social", analizzandolo da un punto di vista Esg, perché viene permesso l'accesso all'istruzione anche a persone che si trovano in zone rurali e che, proprio per la loro locazione, non hanno facilità di accesso a corsi di formazione avanzati».

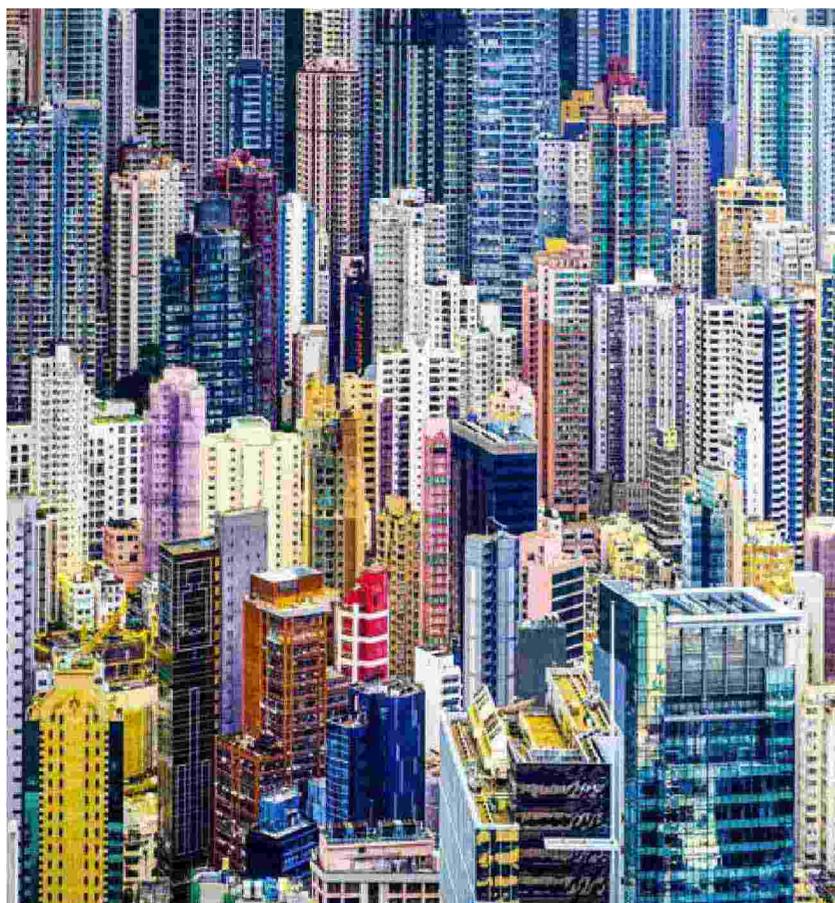
Xi Jinping ha firmato un ambizioso e strategico programma di finanziamenti di infrastrutture: la Belt and Road Initiative. Quanto pensate che sia importante per la Cina? Vedete alcuni rischi all'orizzonte?

Mario Amabile (Pictet Asset Management): «Per il momento, è ancora presto per dare un giudizio definitivo sulla Belt and Road Initiative (Bri), detta anche "Nuova Via della seta", presentata come il progetto del secolo, sette volte più grande del piano Marshall, di dimensioni quindi mastodontiche. Per la Cina le opportunità di questa iniziativa sono di carattere prevalentemente politico, oltre che economico, perché è nata anche con l'obiettivo di ampliare la sua sfera di influenza ad altri paesi in un momento in cui gli Stati Uniti, oltre ad abbandonare il multilateralismo, si sono in parte defilati dalla scena politica internazionale. Una simile considerazione vale anche per l'accordo di partenariato commerciale, il Regional comprehensive economic partnership, che riguarda 15 paesi asiatici che rappresentano il 30% del Pil mondiale, grazie al quale il governo cinese ha approfittato del vuoto di leadership americana: la politica "America first" di Trump aveva portato infatti gli Usa a uscire dal Trans pacific partnership. Una Cina, quindi, alla ricerca di accordi e alleanze per allargare la sua sfera di influenza al di fuori dei propri confini. Ma tornando alla Bri, il bilancio a oggi presenta luci e ombre, con diversi dubbi legati alla sostenibilità finanziaria e ambientale. Per quanto riguarda la prima, vanno ricordate le critiche sulla cosiddetta diplomazia della trappola del debito, ovvero investimenti infrastrutturali in nazioni con situazioni fiscali già problematiche. Queste non hanno sempre i mezzi e le risorse per onorare i debiti

per i progetti in cui si sono impegnate e danno luogo a successive richieste di riduzione del debito contratto, che rischia teoricamente di coinvolgere la stessa Cina in una crisi finanziaria internazionale. In merito, invece, alla sostenibilità ambientale, secondo noi c'è un punto di domanda che rimane sospeso. Bisogna ricordare che la Cina è il paese che inquina di più al mondo ma, negli ultimi anni, ha invertito questa tendenza: si è impegnata a raggiungere la neutralità climatica nel 2060, è il paese che investe di più sul pianeta nelle energie alternative e già oggi la sua capacità di produrre energia solare è pari a quella di Europa, Africa, Medio oriente e America latina combinati. Ciononostante, nella Bri ci sono tanti dubbi sulla sostenibilità ambientale di alcuni progetti. Infine, c'è la possibilità che parte delle risorse finanziarie inizialmente destinate alla Bri vengano dirottate sul mercato interno, privilegiato dal piano quinquennale».

Stefano Iotti (Aberdeen Standard Investments): «Come diceva il

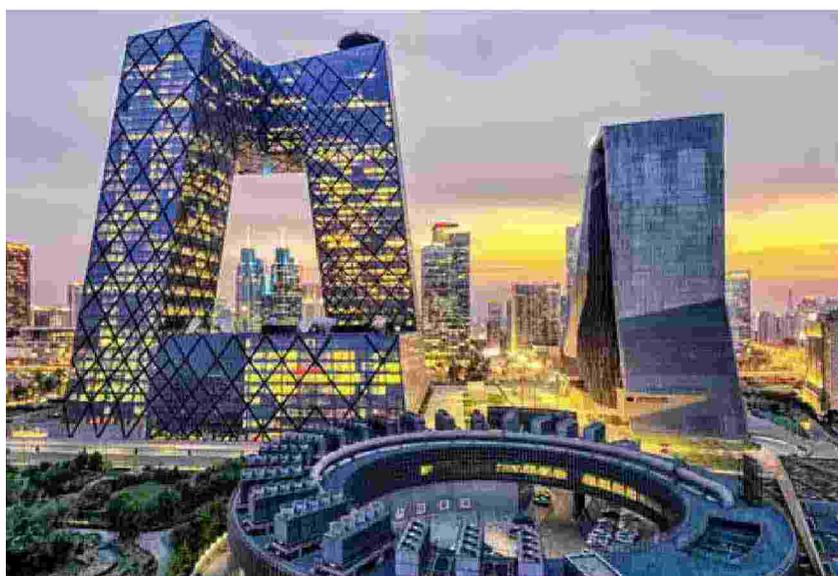
collega di Pictet, il senso della Belt and Road Initiative è geopolitico: arginare la potenza americana. Non è un caso che, ad esempio, attraverso questa iniziativa si tenti di favorire il sempre maggiore utilizzo e diffusione del renminbi e del mandarino, la lingua ufficiale cinese, entrambi strumenti di softpower. In merito, però, alle valutazioni complessive sull'iniziativa, noi consideriamo la "Via della seta" uno sforzo, insieme al Recep (Regional comprehensive economic partnership), per spostare il processo di globalizzazione dall'occidente all'oriente. Si tratta di un passaggio epocale, che fa sì che si parli di secolo asiatico dopo il secolo americano. Giudichiamo il progetto della Bri sostenibile per due ragioni: incontra una domanda crescente, nei paesi che vi aderiscono, di investimenti, di innovazione e di finanziarizzazione. Sul tema degli investimenti in infrastrutture, energia verde e digitale (si parla di "digital silk road") i nostri gestori intravedono nei settori legati a questi temi opportunità interessanti, perché ritengono che



la Cina sarà al centro della regione dove si registrerà la crescita più consistente nei prossimi anni. Il maggiore utilizzo del renminbi, con la finalità celata di scalzare la posizione dominante del dollaro, è un modo per fare capire che la "Terra di mezzo" vuole rimarcare il proprio ruolo. Certo, il dollaro continuerà a essere la valuta di riferimento nelle transazioni internazionali, ma c'è una sottile ambizione che muove le autorità di Pechino nel fare emergere il proprio peso anche sul mercato dei cambi, soprattutto in Asia. Quindi, infrastrutture, 5G, pagamenti digitali, salute ed energia pulita sono tutti argomenti cui prestare particolare attenzione, soprattutto perché sono canali di trasmissione delle politiche del Paese nelle regioni di prossimità e non solo. C'è poi l'aspetto della finanziarizzazione di queste nazioni che partecipano all'iniziativa, che ricadono spesso sotto la definizione di mercati di frontiera, un elemento non trascurabile viste le deboli condizioni generali da cui partono e la domanda di infrastrutture necessarie per renderne possibile lo sviluppo. Sul tema dell'indebitamento, invece, concordo pienamente con il collega di Pictet: c'è la questione della trappola del debito e in Europa lo abbiamo visto con il Montenegro. Aberdeen Standard è positiva sulla Bri e cerca di cogliere le opportunità che offre in termini di investimento, soprattutto tenendo in considerazione il forte peso, sia in termini di Pil, sia di scambi commerciali dell'area Asia-Pacifico».

Giampaolo Isolani (Amundi): «Prima di rispondere alla domanda, vorrei fare solo un inciso in merito a quanto è stato detto precedentemente dai colleghi sul lusso, con cui concordo. Come asset manager, ci siamo riposizionati sul tema già dallo scoppio della Global financial crisis, che ci aveva dato la possibilità di costruire posizioni su questi titoli a livelli di valutazione attraenti, ma è anche vero che non ci si deve dimenticare dei brand locali, che sono molto forti soprattutto quando si esce dai più grandi centri urbani. In merito invece alla Bri, la nostra posizione differisce sostanzialmente da quanto affermato, sia da Pictet, sia da Aberdeen. È indiscutibile che attraverso la "Via della seta" la Cina persegua i propri interessi, tra cui sviluppare le aree interne per mitigare le differenze di Pil tra le varie regioni. L'iniziativa ha l'obiettivo di assorbire la grande capacità produttiva della nazione, che ha conosciuto la transizione da una società che era considerata la manifattura del mondo a una guidata dai servizi, e di rispondere alle esigenze della classe media emergente nelle nazioni limitrofe. Essa getta le basi per investire nei nuovi mercati emergenti, grazie ai progetti promossi che puntano a uno sviluppo della regione coinvolta. Da un punto di vista geopolitico, la Cina diventa meno dipendente dalla domanda dagli Stati Uniti, mentre anche attraverso l'antica economia del dono nei paesi che aderiscono alla Bri si generano dipendenze. Non nego che ci siano stati problemi legati alla cosiddetta trappola del

debito, ma sono casi molto contenuti, verificatisi nella prima fase dell'iniziativa e da considerare poco influenti, vista la portata complessiva del progetto, che permette di cogliere la nascita di una nuova classe media e del dividendo demografico presente intorno alla Cina: nei prossimi decenni l'80% della crescita della popolazione attiva sarà in tutti quei paesi dove sono stati fatti gli investimenti dal 2012 attraverso la "Via della seta". Crediamo quindi che, dal punto di vista dell'investitore, ci siano potenzialità enormi e non riteniamo che l'evoluzione della Bri abbia fatto emergere delusioni, bensì entusiasmo. Amundi, due anni fa, ha disegnato un primo prodotto azionario che investe su questo tema e i cui risultati sono stati notevoli dal lancio: ritorno assoluto del 55% e sovraperformance di oltre il 20% rispetto a un benchmark composto per l'80% da emerging market e il 20% da frontier market. Spesso, quando si parla di Bri, il riferimento immediato è ai progetti infrastrutturali, ma le infrastrutture sono solo le premesse per potere sviluppare dei business model e avere una crescita economica superiore a quella delle economie avanzate. Noi abbiamo cercato e investito in queste situazioni, dove c'è una presenza tangibile di classe media in ascesa che genera una nuova domanda di servizi e di tecnologie, tra cui, non ultima, quella legata all'energia pulita. La grande opportunità per le società cinesi è potere esportare nei paesi limitrofi business model che sono già stati sperimentati prima nel mercato domestico, durante e dopo la diffusione del Covid-19, godendo così di un grande vantaggio competitivo. Tutto ciò è avvenuto in un momento in cui nei mercati sviluppati aumentavano le tariffe e si alzavano le barriere, mentre in Asia, da un lato si impegnavano ingenti fondi (Asian infrastructure investment bank, New silk road fund), dall'altro si stipulavano innumerevoli accordi di libero scambio (non da ultimo il Rcep), creando un'area che, in termini di commercio globale, è l'unica ad avere avuto un andamento positivo anche durante la pandemia. Per noi alla "Via della seta" afferiscono tutte quelle società che beneficiano del progetto: siano esse domiciliate nei territori marittimi o terrestri o che risiedono anche in America Latina, ma i cui cash flow operativi futuri dipendano da questo progetto. In tal senso per noi anche il continente africano è fondamentale».



Il governo di Pechino non ha lanciato particolari politiche di stimolo monetario e fiscale. Pensate che ciò, nel contesto attuale, possa aumentare le diseguaglianze all'interno del Paese?

Stefano Iotti (Aberdeen Standard Investments): «Il tema delle diseguaglianze in Cina è sotto gli occhi di tutti, ma è necessario anche contestualizzare storicamente la situazione. Nel 1979 il tasso di povertà nella Repubblica Popolare comprendeva oltre il 90% della popolazione, mentre oggi siamo al 3%: sono stati tolti da una situazione di estrema indigenza oltre 800 milioni di persone. È stata un'operazione che non ha uguali nella storia. Ciò che si può rilevare è quanto siano sempre meno coloro che tuttora scendono all'interno di un'ipotetica scala sociale rispetto a quelle che salgono: l'ascensore sociale in Cina sta funzionando. Quest'anno lo stimolo fiscale è forse mancato in Cina e la differenza, se rapportata agli Stati Uniti, è stridente, ma bisogna anche chiedersi se ci fosse o meno la necessità di sostenere un'economia che le autorità prevedono in crescita intorno al 6%, assumendo i rischi di possibili ricadute negative sul lato del debito e del mercato immobiliare. Inoltre, non va ignorato il fatto che portare il livello di urbanizzazione al 65% va nella direzione di migliorare lo standard di vita delle persone. Nel 2028 si stima che il Pil nominale cinese superi quello americano: si tratterebbe di un risultato significativo di cui, è presumibile, beneficerà tutta la popolazione».

Mario Amabile (Pictet Asset Management): «Riteniamo che la leadership cinese sia connotata da una cultura confuciana, con l'idea di una leadership che si può assimilare a quella del "buon padre di famiglia". Così, se a partire dal 1978 si è puntato sulla crescita a ogni costo, oggi, dopo 40 anni, siamo di fronte a una riqualificazione dello sviluppo. Basta vedere ciò che sta accadendo nell'ambito degli investimenti in tecnologie alternative e nella tutela dell'ambiente che rientrano in politiche sino a qualche anno fa inimmaginabili. Parlando poi delle potenziali diseguaglianze in Cina, riteniamo che una delle soluzioni molto importanti sia il processo di urbanizzazione. La migra-



zione delle persone dalle zone rurali alle città, non solo in Cina, ma in tutta l'Asia, è stata consistente ed è forse una delle più grandi nella storia dell'umanità. In Cina si stima che, entro un paio di decenni, il 75% della popolazione vivrà nelle città, dove le persone avranno accesso alle maggiori opportunità offerte dalle metropoli, al maggiore reddito percepito nelle zone urbane e anche alle più elevate possibilità di spesa. Questo potente trend demografico fa sì che, sia nel Paese, sia nella regione circostante, si vedranno crescere e proliferare le smart city, caratterizzate da dinamiche improntate a uno sviluppo sostenibile».

Giampaolo Isolani (Amundi): «Concordo con quanto argomentato dai colleghi. Inoltre, vorrei aggiungere che, in senso lato, la stessa Bri aiuta a contrastare la nascita delle diseguaglianze nel momento in cui facilita i collegamenti con aree depresse, geograficamente isolate, attraverso la realizzazione di nuove infrastrutture. Un esempio, ma ce ne potrebbero essere molti, è quello del Kazakistan, con l'interporto di Khorgos, utilizzato quasi fosse una piattaforma logistica per l'esportazione di prodotti cinesi sui mercati europei, russi e dell'Asia centrale, diminuendo sia le distanze tra paesi, quindi i tempi, sia i costi. La realizzazione dell'interporto ha altresì permesso la connessione con zone

della Cina geograficamente più isolate e più povere, favorendone così lo sviluppo. Anche la diffusione delle energie rinnovabili è un modo per mitigare le diseguaglianze nel paese. Noi riteniamo che il progetto, che non è ancora stato presentato, dell'utilizzo dell'idrogeno come energia complementare, per fare in modo che le rinnovabili siano pienamente sfruttate, sia particolarmente degno di attenzione e possa ridurre le grandi differenze di distribuzione energetica che esistono tra la parte costiera e quella interna della Cina».

L'ascesa dei consumi in Cina è probabilmente il trend economico più importante di quest'epoca: in quali ambiti vedete i fenomeni di crescita più importanti?

Giampaolo Isolani (Amundi): «Si sono già citati a questo proposito diversi settori verso i quali si nutrono forti aspettative, ma devo sottolineare che, all'interno di questi, il nostro approccio è diventato molto selettivo. Oltre a guardare comparti quali i pagamenti online, la fintech, le finanze personali, il software, l'istruzione e il gaming, siamo alla ricerca al loro interno di particolari segmenti di crescita, come i servizi legati alla consulenza personale nel settore immobiliare o quelli per il collaudo e il testing per i

beni industriali e di consumo. Dall'inizio dell'anno abbiamo privilegiato le piccole e medie capitalizzazioni perché abbiamo ritenuto le valutazioni interessanti, con un divario da colmare rispetto alle big cap alle prese con problemi di regolamentazione. Ci siamo concentrati su questa tipologia di titoli in cui si trovano aziende che, per le loro dimensioni, sono meno esposte al rischio di un intervento normativo da parte del regolatore cinese e a possibili effetti negativi legati allo scontro commerciale con gli Usa. A oggi le small cap, in tutti i mercati emergenti, stanno sovraperformando gli indici (circa 7-8%), nonostante i grandi flussi in entrata guidati dagli Etf privilegino le grandi capitalizzazioni. Questo comportamento è coerente con la lettura di un contesto economico in fase di ripresa dove, tendenzialmente, le piccole e medie capitalizzazioni, con un livello di leva superiore, tendono a fare meglio del mercato».

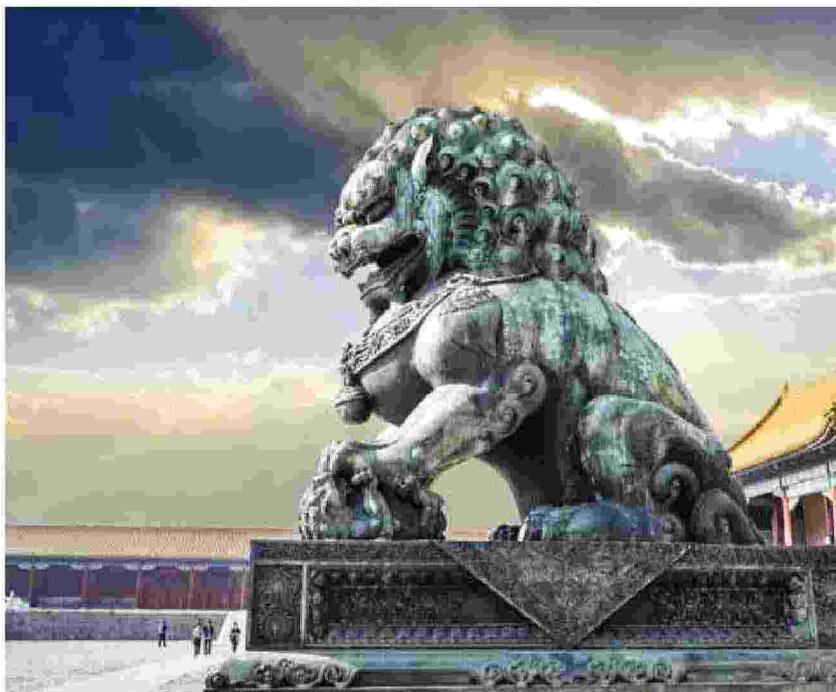
Stefano Iotti (Aberdeen Standard Investments): «Nella rotazione dei portafogli, avvenuta tra metà febbraio e metà marzo sul mercato dei titoli A share, abbiamo continuato a credere in settori quali i beni di consumo, la finanza, la salute e la tecnologia, mentre abbiamo mantenuto una posizione di sottopeso sui comparti più value, quali, ad esempio, l'energia e le banche. Le rinnovabili sono un altro tema per noi degno di attenzione. Per quanto riguarda la tecnologia, rimaniamo fuori dai grandi nomi, soprattutto per gli aspetti di carattere regolamentare, e questa è una posizione che assumiamo in tutti i mercati. Crediamo che un trend da monitorare sarà quello dei microprocessori, vista la volontà della Cina di diventare autosufficiente e, soprattutto, indipendente in questo settore dagli Usa. Si tratta di uno sforzo notevole, ma in un'industria strategicamente importante».

Mario Amabile (Pictet Asset Management): «Oltre ai temi e ai settori già toccati dai colleghi, vale la pena ricordare che la Cina è il più grande mercato al mondo per i veicoli elettrici, grazie anche a una regolamentazione che prevede, entro il 2035, l'eliminazione della vendita dei mezzi di trasporto a combustione. C'è poi un altro aspetto che riteniamo interessante: quello dei pagamenti digita-

li, dove la Cina è il leader mondiale non solo per questioni numeriche, ma per le percentuali di utilizzazione: nel Paese si paga di fatto tutto con la moneta elettronica. Posso citare a questo proposito una testimonianza di vita personale quando, durante il mio ultimo viaggio in Cina, non era facile pagare con il contante nemmeno ai chioschi di street food, perché mi veniva richiesto di utilizzare il Qr code dell'applicazione We Chat per effettuare l'acquisto. Mi piacerebbe, però, fare un'ultima riflessione, in materia di trend: si è parlato in questa tavola rotonda prevalentemente di mercato azionario, ma non va sottovalutata la grande opportunità che offrono le obbligazioni cinesi. Da alcuni anni, la Cina sta aprendo i propri mercati finanziari agli investitori esteri e ciò sta avvenendo anche per i titoli a reddito fisso onshore: si tratta di un mercato enorme, secondo solo a quello americano, divenuto più accessibile con il Bond connect del 2017. È un'asset class che non può essere ignorata, se si riconoscono alla Cina le potenzialità di cui sinora si è discusso, con una divisa di riferimento che si sta affermando sempre più come valuta di riserva. In aggiunta, il mercato obbligazionario offre rendimenti appetibili del 3-4%, a fronte di un rating A+ per i titoli governativi. Per le aziende, invece, è importante valutare nello specifico il

merito creditizio: gli emittenti sul mercato onshore ricevono il rating esclusivamente dalle agenzie domestiche e il risultato è che non sono presenti emittenti con un merito creditizio inferiore ad A+ (la quasi totalità si concentra tra AAA e AA). Ciò consente, a chi conosce a fondo le peculiarità dei singoli emittenti ed è in grado di valutarne autonomamente il rischio di credito, di approfittare di eventuali distorsioni dovute a questo appiattimento del range di rating. Si può beneficiare, infatti, del fatto che emittenti con fondamentali molto diversi abbiano lo stesso rating e offrano quindi rendimenti simili per acquistare esclusivamente i titoli emessi dalle aziende con i bilanci più solidi. Infine, le obbligazioni cinesi onshore si distinguono per i benefici di diversificazione che sono in grado di offrire, mostrando una correlazione quasi nulla con le altre classi di attivi. Alla base di questa caratteristica distintiva c'è il fatto che si tratta di un mercato molto ampio, ma poco rappresentato nei portafogli internazionali, ossia in gran parte detenuto ancora da investitori domestici, che usano i bond come beni rifugio (safe haven) durante i periodi di incertezza».

Giampaolo Isolani (Amundi): «Confermiamo anche noi l'interesse per le obbligazioni cinesi, soprattutto se si guarda ai



tassi reali e se li si confronta con quelli di altri mercati emergenti. Mentre, per quanto riguarda le osservazioni fatte sui semiconduttori dal collega di Aberdeen, vorrei evidenziare il ruolo importante che le aziende giapponesi di semiconductor equipment potrebbero ricoprire all'interno del processo descritto e rispetto alle quali abbiamo alcune esposizioni nei nostri portafogli. In tema di veicoli elettrici, invece, mi preme ancora una volta sottolineare che l'idrogeno potrebbe diventare una tecnologia essenziale per produrre veramente e completamente energia pulita. Il processo di riciclo delle batterie esauste e tossiche al momento non è credibile».

Mario Amabile (Pictet Asset Management): «Sposiamo anche noi la visione che si debba andare verso l'utilizzo di un'energia sempre più pulita, con una combinazione di più fonti all'interno di un ciclo virtuoso, ma abbiamo per il momento diverse remore sull'idrogeno: a oggi il 90% dell'idrogeno prodotto rientra nella tipologia marrone (estratto dal carbone o dal gas naturale) o blu (stesso processo dell'idrogeno marrone, ma arricchito con tecnologia Carbon capture and storage per ridurre le emissioni di CO2 associate alla produzione di idrogeno). Si tratta, quindi, ancora di una risorsa inquinante. Monitoriamo però da vicino lo sviluppo di capacità di produrre idrogeno verde, ottenuto attraverso processi sostenibili (tramite l'elettrolisi dell'acqua, si scinde l'acqua in ossigeno e idrogeno, utilizzando corrente elettrica generata da fonti rinnovabili) e sfruttabile nel settore dei trasporti, soprattutto per quelli di lungo raggio».

Stefano Iotti (Aberdeen Standard Investments): «Anche noi condividiamo la valutazione favorevole sul mercato obbligazionario cinese, uno dei pochi con corsi positivi da inizio anno, cui sottende una politica monetaria della People Bank of China che è completamente diversa da quella delle altre maggiori banche centrali. È interessante notare che, nonostante la volatilità che ha interessato i Treasury americani a fine febbraio scorso, i governativi cinesi sono rimasti invariati, diventando così un'ottima fonte di diversificazione all'interno dei portafogli».

Nei vostri commenti traspone un maggiore interesse per le aziende a media e piccola capitalizzazione. Ciò vuol dire guardare con più attenzione alle imprese private piuttosto che a quelle con partecipazione pubblica o statale, che sono solitamente più rappresentate dalle big cap?

Giampaolo Isolani (Amundi):

«Guardare a un universo che sia costituito da mercati emergenti e di frontiera, legato ai temi della "Via della seta", ci ha permesso di non essere legati alle Soe cinesi. Quando abbiamo investito in queste aziende lo abbiamo fatto con estrema cautela e a fronte di valutazioni particolarmente interessanti, ma, tendenzialmente, e non vale solo per la Cina, preferiamo concentrarci sulle imprese in cui non c'è partecipazione pubblica».

Stefano Iotti (Aberdeen Standard Investments):

«Noi, ad esempio, abbiamo pochissime banche in portafoglio, settore in cui le più importanti sono appunto Soe, e tra febbraio e marzo abbiamo alleggerito molto quelle che avevamo in posizione. Spesso sono veicoli di inefficienza, fattore di cui le stesse autorità cinesi sono consapevoli, e non è un caso che, recentemente, i tassi di default sul mercato del credito siano stati in aumento, segnale che il governo sta lasciando fallire le aziende decotte per non dovere gestire un problema del debito che rischierebbe di lievitare. Anche noi cerchiamo valore più nelle società private».

Mario Amabile (Pictet Asset Management):

«Ribadisco le stesse considerazioni. Per quanto riguarda il settore finanziario, vorrei evidenziare la nostra esposizione nel comparto assicurativo, in cui si riflette la crescita della classe media che si mostra incline ad acquistare prodotti di copertura. Per quanto riguarda invece le banche, abbiamo un'esposizione limitata. Tendenzialmente anche noi preferiamo le aziende private, mentre abbiamo più presenza di Soe nelle strategie obbligazionarie».

