

# SILENZIO, PARLA XI

La crescita cinese del secondo trimestre, al di sotto delle attese, viene pubblicata proprio mentre a Pechino si riunisce il Plenum del Comitato Centrale; per quattro giorni l'élite politica cinese dovrà affrontare con linguaggio di verità il trade off tra crescita (insufficiente) e ossessione per la sicurezza. L'economia presenta squilibri strutturali, stenta a riprendersi dalla pandemia e dalla crisi immobiliare. Un appuntamento importante che tratterà le linee guida per il prossimo triennio

Silenzio, parla Xi Jinping.

Oggi a Pechino comincia il Plenum del Comitato permanente del Partito Comunista Cinese.

Nei prossimi quattro giorni l'élite governativa discuterà degli squilibri strutturali dell'economia, del debito delle municipalità, delle riforme necessarie e delle misure straordinarie di cui il settore immobiliare ha ancora bisogno. Dovrà affrontare con linguaggio di verità il trade off tra il desiderio di una soddisfacente crescita economica e l'ossessione per la sicurezza nazionale. I lavori del Plenum prendono il via nello stesso giorno in cui viene pubblicato il dato della crescita, deludente.

Nel secondo trimestre la Cina è cresciuta del 4,7% su base annua, al di sotto delle previsioni (5,1%) e del trimestre precedente (5,3%). La seconda economia più grande del mondo è ancora intrappolata nella debolezza della domanda interna e alle prese con la coda della crisi del settore immobiliare.

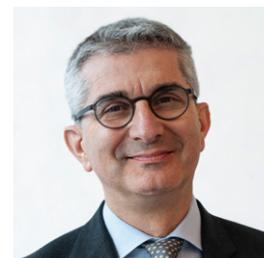
La produzione industriale è andata bene, la crescita del 5,3% in giugno è stata sopra le attese, ma il punto debole sono i consumi, cresciuti solo del 2%. La divergenza di performance tra forte produzione industriale e deboli consumi interni è una delle questioni strutturali che dovranno essere affrontate dal Plenum.



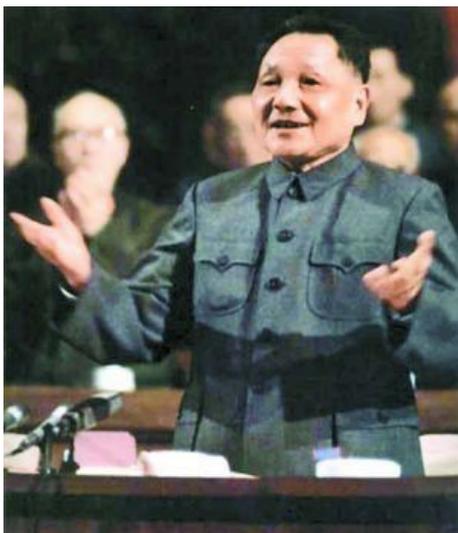
Il Pil cinese rallenta a 4,7% nel secondo trimestre. Fonte: Financial Times, China's National Bureau of Statistics.

Nella liturgia politica cinese, il Terzo Plenum è tradizionalmente dedicato alla pianificazione dello sviluppo economico triennale, alla fine dei quattro giorni di lavori il Comitato Centrale approverà un documento che farà conoscere le linee guida valide da qui al 2027 e, soprattutto, le iniziative e riforme per tentare di raggiungere l'obiettivo di crescita che quest'anno è stabilito al 5%.

È passato alla storia il Plenum del 1978, il "socialismo con caratteristiche cinesi" di Deng Xiaoping prese forma nella terza sessione plenaria dell'11° Comitato Centrale. Deng presentò ai quadri più alti del partito la realtà di un paese drammaticamente impoverito dalle sciagurate politiche di Mao. Per la prima volta Deng formulò il concetto di "politica delle porte aperte"; i contadini ebbero maggiori libertà nella vendita dei prodotti, e, gradualmente, analoghe libertà vennero estese al sistema delle imprese.



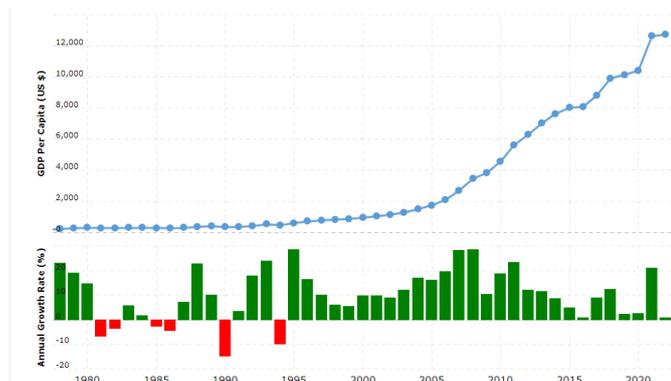
**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.



Deng Xiaoping parla alla Terza Sessione dell'11° Comitato Centrale del partito, 18 dicembre 1978.  
Fonte: WikiChina.

Le “porte aperte” consentirono alle imprese straniere di rientrare in Cina per la prima volta dopo decenni, per il sistema economico del paese fu una scossa radicale che pose le basi dell'impressionante crescita realizzata nei decenni successivi.

Nel “socialismo con caratteristiche cinesi” di Deng la borghesia non era più un nemico ma un alleato, l'arricchimento non era più uno stigma ma una cosa buona e desiderabile, “arricchirsi è glorioso” diceva lo stesso Deng.



Crescita del pil pro-capite in Cina, nel 1978 il pil pro capite era attorno a 230 dollari.  
Fonte: Macrotrends.

A quasi cinquant'anni di distanza, le porte aperte da Deng vengono richiuse da Xi Jinping. La Cina si sta ritirando, l'ossessione della sicurezza nazionale ostacola le società estere, la produzione si orienta a una maggiore autosufficienza, il paese che è stato il maggior beneficiario della globalizzazione si chiude alle aziende estere.

Ma, ecco la contraddizione, a causa dell'insufficienza dei consumi interni la Cina non può rinunciare alle esportazioni. Il governo di Pechino vorrebbe far tornare il paese alla condizione di desiderabile, promettente luogo di investimento per le società estere, ma non è più così semplice come lo è stato fino a pochi anni fa. Da una parte c'è la necessità dell'apertura ai capitali esteri, ma dall'altra le esigenze della sicurezza nazionale spingono alla chiusura.

In giugno le esportazioni sono cresciute dell'8,6% rispetto all'anno precedente mentre le importazioni sono diminuite del 2,3%, una divergenza che fa alzare più di qualche sopracciglio nei governi occidentali. Sullo sfondo restano gli obiettivi della modernizzazione dell'economia e, più avanti nel tempo, l'appuntamento solenne con il 2049, quando verranno celebrati i cento anni dalla fondazione della Repubblica Popolare.

Il Plenum di questi giorni non passerà alla storia come quello del dicembre 1978. Allora Deng impose una radicale cesura con la tragica eredità di Mao, oggi è improbabile che Xi Jinping metta in discussione sé stesso. Salvo inattese sorprese, in questi quattro giorni non verranno prese decisioni radicali, non assisteremo a cambiamenti di rotta, le riforme adottate saranno in continuità con l'azione di governo. Ciò non significa che la Terza Sessione del comitato centrale sia meno importante, la seconda economia del mondo è alle prese con un rallentamento serio, con difficoltà di ordine strutturale (la domanda domestica insufficiente, il settore immobiliare) e nei rapporti con l'esterno (l'obiettivo dell'autosufficienza tecnologica, i dazi applicati anche dall'Europa).

In gioco c'è l'uscita dalla stagnazione ma Xi Jinping, dopo avere concentrato su di sé così tanto potere, deve occuparsi e preoccuparsi anche del consenso della alta burocrazia, le critiche cominciano ad affiorare, non esplicite naturalmente, ma nella filigrana di parole e ragionamenti estremamente controllati che sono comunque segnali di disagio.

Tra gli argomenti in agenda anche l'arresto dell'accumulo del debito degli enti locali.

È probabile che venga decisa la rimodulazione della ripartizione delle tasse, potrebbe aumentare la quota attribuita alle municipalità dell'imposta sul valore aggiunto, attualmente attorno alla metà. Gli enti locali ricevono il 40% dell'imposta sul reddito delle persone fisiche mentre il governo centrale riceve la maggior parte dell'imposta sul reddito delle società. L'altra faccia della medaglia della fiscalità sono i consumi, il plenum potrebbe, auspicabilmente, disporre una modulazione dell'imposta sui consumi per favorire il consumo nel lungo termine.

Come un termometro, il mercato azionario cinese registra il malessere dell'economia e continua a deludere gli investitori; il mini-rally tra febbraio e aprile ha avuto breve respiro, oggi l'indice si trova a un livello sopra i precedenti minimi, novembre 2022 e inizio 2024. Per quello che valgono le figure tecniche, l'attuale configurazione dell'indice sembra presagire un possibile cambiamento al rialzo e le valutazioni sono ancora contenute.



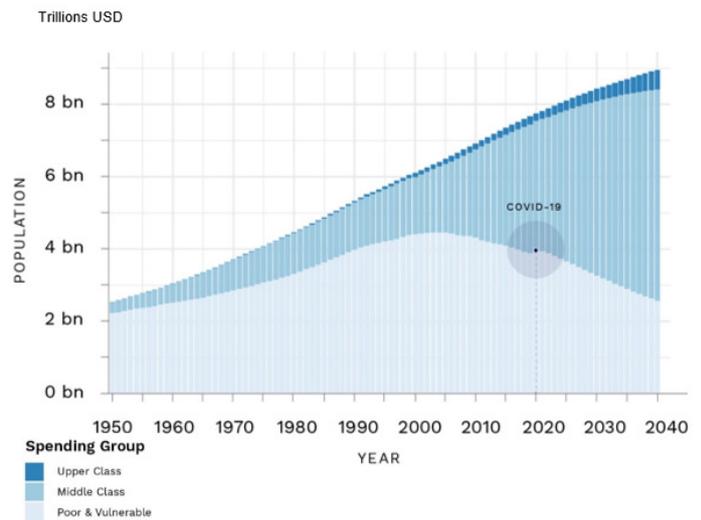
L'indice azionario cinese nella prospettiva storica. Fonte: GAM Investments, Bloomberg, i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

Se sostituiamo il grandangolo delle considerazioni macro con lenti che avvicinano le aziende, si riconoscono almeno due caratteristiche distintive: il costo del lavoro ancora basso e, più rilevante, le economie di scala di cui sono capaci le imprese cinesi, senza uguali negli altri paesi che si candidano al “friendly reshoring”, alla parziale sostituzione della produzione cinese.

Gli enormi volumi produttivi sono il risultato di decenni di sviluppo e accumulo di esperienza, consentono ai produttori prezzi finali molto competitivi. L'export a prezzi competitivi consente a sua volta di insidiare le quote di mercato dei marchi domestici (ad esempio nel settore auto o nella piccola elettronica) oppure di entrare con facilità in paesi che non hanno marchi nazionali.

Poi ci sono i consumi, non quelli ordinari che arrancano e di cui si discuterà al Plenum, ma i consumi dei ricchi e dei super-ricchi, mai condizionati dalla congiuntura e che ci si aspetta crescano ancora.

Assieme agli Stati Uniti, la Cina consolida la sua condizione di maggior mercato di riferimento delle società del lusso; in GAM stimiamo che nei prossimi cinque anni la spesa per beni ed esperienze di alta gamma crescerà di quasi ottanta miliardi di euro. Una stima che poggia su più di un motivo: se guardiamo al recente passato, il principale motore di crescita del lusso è stata la domanda dei consumatori cinesi più ricchi, “i cambiamenti demografici, la crescita della classe media e l'importanza dello status sociale continuano a generare un appetito insaziabile per il lusso” scrive Flavio Cereda di GAM Investments.



L'irresistibile crescita della classe media in Asia. Fonte: GAM Investments, World Data Lab's MarketPro, Brooking Institution. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

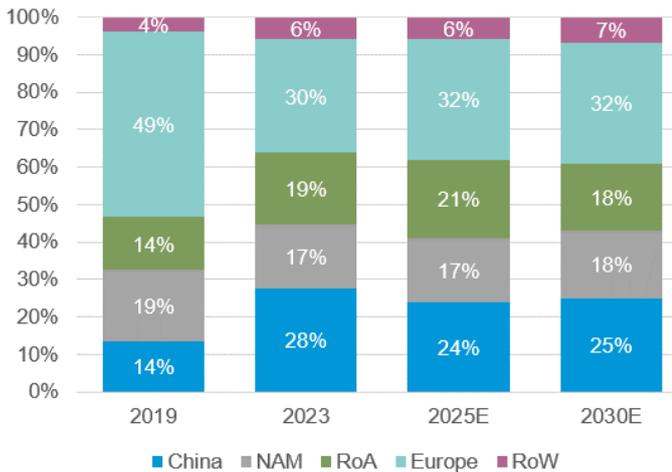
Nelle abitudini di consumo dei ricchi cinesi, il 2020 è l'anno di cesura tra un prima e un dopo.

Prima della pandemia gli acquisti erano fatti in larga misura durante i viaggi in Europa e negli Stati Uniti, l'oggetto acquistato nelle eleganti boutique della Quinta Strada, di via Montenapoleone o nella Galeries Lafayette aveva uno status distintivo, magari con il corredo di qualche foto o di un selfie. Ma dopo la pandemia la gran parte degli acquisti viene effettuata in patria, nei negozi fisici o online.

Non solo perché si viaggia meno, il governo vuole che una quota maggiore della spesa del lusso resti in patria, i controlli doganali sui passeggeri che rientrano dai viaggi all'estero sono diventati rigorosi e molto mirati, grazie al controllo governativo delle app utilizzate per i pagamenti. Le multe per coloro che tentano di evadere le tasse sugli acquisti fatti all'estero sono molto salate, in certi casi è previsto addirittura il carcere.

Le grandi maison del lusso lo hanno capito e si sono adeguate: la rete di negozi di lusso in Cina è più estesa rispetto al passato, gli assortimenti più ricchi, “a Shanghai la domanda di lusso è molto simile ai livelli registrati a New York e Londra” scrive il nostro Cereda.

I consumi dei beni di fascia alta in Cina e nella regione asiatica offrono un supporto decisivo al settore del lusso, un fenomeno che non dovrebbe sfuggire all'occhio dell'investitore attento. Su queste colonne lo abbiamo ricordato più volte, l'investimento nel settore del lusso offre credibili attese di rendimento e costituisce una forma di protezione contro l'inflazione: le aziende del lusso hanno il potere di adeguare i listini senza preoccuparsi del fatturato, le decisioni di acquisto dei consumatori ultraricchi non tengono conto del prezzo.



Nel segmento dei beni di lusso personali il consumatore cinese resta protagonista, rispetto al 2019 è aumentata la quota di acquisti fatti in patria. Fonte: GAM Investments. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

Il Plenum del Comitato Centrale è probabilmente l'evento più importante della settimana ma non è l'unico da tenere d'occhio.

Questa settimana si terrà la riunione della Banca Centrale Europea, è improbabile che vengano prese decisioni sui tassi, le recenti dichiarazioni di Lagarde e di altri membri del Board hanno posto l'accento sulla necessità di più tempo e maggiori dati prima di procedere a un nuovo taglio. Sarà importante, come sempre, fare attenzione alla scelta delle parole nelle comunicazioni e nei commenti al termine della riunione, relativi alle prospettive dei prossimi allentamenti e della loro intensità.

Negli Stati Uniti le ultime rilevazioni dell'inflazione e le dichiarazioni di Powell a Capitol Hill (l'occupazione "non è una fonte di ampie pressioni inflazionistiche per l'economia") hanno invece alimentato le attese di un possibile taglio dei tassi nella riunione di settembre, rilevanti per gli effetti sul dollaro e sui rendimenti dei Treasury.

L'attenzione è sui prossimi dati economici americani, le vendite al dettaglio, la produzione industriale, l'andamento occupazionale. E, naturalmente, attenzione anche agli sviluppi della campagna per le presidenziali, l'attentato a Trump ha imposto una svolta pericolosa, l'esplosione della violenza infiamma una campagna elettorale già molto polarizzata e capita in una fase di instabilità nella politica americana. La seconda presidenza Trump è più vicina e porta con sé un pesante fardello di incognite.

Ne parleremo la settimana prossima.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



**Importanti avvertenze legali:**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.