

L'ALPHA E IL BETA

3 luglio 2017

The last hurrah

In numerose occasioni L'Alpha e il Beta ha trattato dell'economia cinese. Il ventesimo anniversario della restituzione di Hong Kong alla Cina fornisce l'occasione per qualche nuovo ragionamento.

“A last hurrah and an empire closes down”. Così titolava il quotidiano inglese The Guardian il 1 luglio 1997, con la notizia che Hong Kong, conquistata dagli Inglesi nel 1842 al termine della Guerra dell'Oppio, veniva restituita alla Cina.



Il Manchester Guardian riporta la notizia della pace con la Cina dopo la prima Guerra dell'Oppio. Fonte: The Guardian

La promessa che Hong Kong avrebbe goduto del principio “One Country, Two Systems” è stata mantenuta solo in parte, l’immigrazione dalla Cina continentale diede origine sin dai primi momenti a tensioni interne, il Mandarino cominciò a imporsi sul Cantonese, cominciarono lentamente a sbiadire i principi della libera espressione democratica.

Ma negli ultimi anni la “presa” delle autorità cinesi sulla ex colonia si è fatta più stretta, le proteste in occasione del ventesimo anniversario della riunificazione hanno portato all’attenzione delle pubbliche opinioni il fatto che, dietro il formale rispetto dei “Due Sistemi”, in realtà i principi di libertà e della cultura democratica potrebbero non sopravvivere. Molti altri residenti avvertono invece l’orgoglio nazionale cinese, il senso dell’appartenenza a una nazione che sta rapidamente acquisendo un ruolo centrale nell’economia mondiale. I timori di quanti temono che Hong Kong diventi sempre più “cinese” si confrontano con le speranze di chi pensa sia la Cina ad assomigliare sempre più a Hong Kong. E’ la teoria del “win-win model” che vorrebbe superare il modello “Un Paese, Due Sistemi”, e magari attrarre con la forza del benessere economico anche Taiwan, trasformandosi in un “win win win model”.

Proviamo a mettere in fila tre notizie degli ultimi giorni, tra loro scollegate eppure rivelatrici di cosa sta diventando l’economia cinese.

Prima notizia. Dal 2019 le più piccole delle autovetture Ford non usciranno più dalle fabbriche del Michigan ma da impianti cinesi. La notizia è sorprendente per due motivi: le future autovetture del secondo più grande costruttore di auto negli Stati Uniti dopo la General Motors non saranno più prodotte negli Stati Uniti, a dispetto della retorica trumpiana, e neppure in Messico, come era inizialmente previsto. La decisione di delocalizzare gli impianti in Messico venne revocata nel gennaio scorso, a seguito delle esplicite pressioni esercitate dalla nuova amministrazione.

Per contrastare analoghe, nuove censure, il management della Ford ha contestualmente annunciato che i risparmi della delocalizzazione saranno investiti nell'ampliamento degli impianti in Kentucky, dai quali escono i grandi SUV, auto con maggiori margini. In questo modo, affermano alla Ford, verranno preservati in Kentucky circa mille posti di lavoro.

L'applicazione di possibili misure doganali sulle importazioni è più verosimile che riguardi il debole Messico piuttosto che la ben più potente Cina, per cui la rotta delle delocalizzazioni punta diritto oltre oceano.

Seconda notizia. L'attività manifatturiera cinese accelera oltre le attese. L'indice PMI manifatturiero di giugno è salito a 51,7 dal valore di 51,2 di maggio, undicesimo mese consecutivo di crescita. E' cresciuto anche il PMI del settore dei servizi, 54,9 dal precedente 54,5. Quest'ultimo è un indicatore particolarmente significativo della qualità della crescita, l'economia cinese fonda sempre più su servizi e vendite retail piuttosto che sull'industria pesante. Entrambi gli indici sono ben oltre la soglia di 50, che divide la fase espansiva da quella recessiva, confondendo le idee agli analisti che da tempo ragionano sul rallentamento cinese.

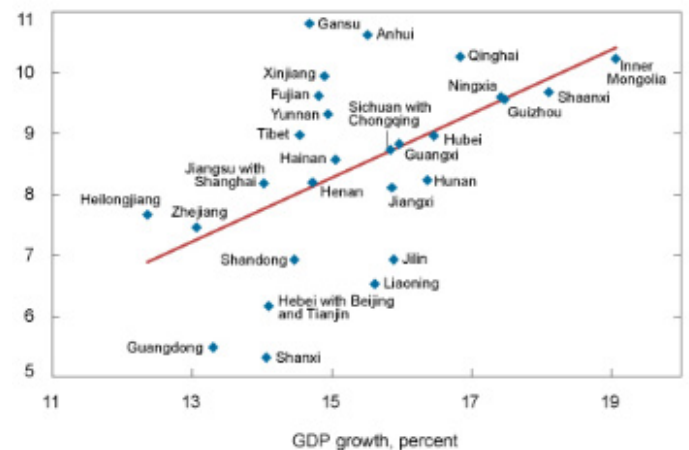


Indice PMI Manifatturiero cinese. Fonte: chinadaily.com, National Bureau of Statistics of China

Certo, le statistiche ufficiali vanno sempre lette con cautela. Quando era segretario del partito nella provincia di Liaoning, l'attuale primo ministro Li Keqiang aveva confidato all'ambasciatore americano Clark Randt che non si fidava delle statistiche ufficiali e preferiva valutare l'attività economica della sua provincia utilizzando tre grandezze a suo giudizio più affidabili: i prestiti bancari, il consumo di energia elettrica, il volume delle merci trasportate su treno. Il settimanale The Economist utilizzò quelle tre grandezze per costruire un indicatore sintetico denominato "Li Keqiang Index".

Il nuovo indice dava costantemente misurazioni sensibilmente inferiori ai dati comunicati dalle autorità di governo, suscitando una diffusa diffidenza verso le statistiche ufficiali. La marcata differenza tra la crescita del PIL sotto al 5% dell'indice sintetico "Li Keqiang" e il 6,8% ufficiale fu all'origine della correzione dei mercati nel 2015.

Negli ultimi anni però il settore dei servizi è divenuto preponderante rispetto all'industria pesante, i convogli merci non rilevano la nascita di nuove società tecnologiche, l'energia elettrica assorbita da una fonderia è molto maggiore di quella necessaria a cento negozi o lavanderie, l'indice "Li Keqiang" non è più un affidabile indicatore della performance economica cinese. Tre economisti americani hanno provato a trovare una nuova, più affidabile misurazione e hanno utilizzato l'intensità delle luci notturne nelle città cinesi rilevata dai satelliti. Lo studio tiene conto della correlazione tra intensità delle luci e crescita economica (H. Clark, M. Pinkovskij, Xavier Sala-i-Martin, "China's GDP Growth may be understated", aprile 2017). Sulla base di questa correlazione i tre autori hanno riequilibrato i pesi delle tre grandezze che costituiscono il "Li Keqiang Index", il riaggiustamento ha dato risultati sorprendenti.



Correlazione tra PIL e luci notturne nelle province cinesi (i tassi di crescita sono le media annuali tra il 2004 e il 2013, Fonte CEIC, National Oceanic and Atmospheric Administration)

Secondo lo studio, le nuove stime del PIL cinese dal 2012 non sono mai state sensibilmente più basse delle statistiche ufficiali, in alcuni anni sono state addirittura superiori. Prudenza dunque prima di parlare di rallentamento.



Valori di crescita del PIL ufficiale (linea blu) e le stime dei tre economisti (linea rossa). Fonte: H. Clark, M. Pinkovskij, Xavier Sala-i-Martin, 2017

La terza notizia è che l'indice MSCI delle azioni dei paesi emergenti comprenderà nel 2018 anche le azioni cinesi. In realtà le azioni cinesi sono già presenti nell'indice, ma si tratta delle società quotate a Hong Kong o negli Stati Uniti, come ad esempio Alibaba, il gigante specializzato nel commercio online. La novità riguarda le azioni di classe A, quelle quotate alla borsa di Shanghai. L'inclusione riguarderà inizialmente solo pochi titoli, per salvaguardare il mercato da movimenti troppo bruschi, non sono stati ancora pianificati futuri, eventuali allargamenti ma il segnale alla comunità finanziaria è in ogni caso potentissimo.

Si tratta di un passaggio importante per la Cina, l'inizio dell'internazionalizzazione del suo mercato finanziario, il secondo mercato azionario del mondo per capitalizzazione dopo gli Stati Uniti, terzo mercato obbligazionario, ancora (quasi) del tutto assente nelle asset allocation mondiali. E' l'equivalente finanziario del 2001, quando l'ingresso della Cina nel WTO cambiò radicalmente il profilo dell'economia del mondo.

E' un passaggio decisivo anche per i mercati finanziari globali. L'indice MSCI Emerging Market è il più seguito tra i gestori, attivi e passivi, il valore dei patrimoni dei fondi che seguono l'indice azionario dei mercati emergenti è stimato attorno ai 1.600 miliardi di dollari,

Non c'è bisogno di cartomanti o palle di vetro per prevedere il protagonismo prossimo venturo delle azioni cinesi nei portafogli di investimento, riflesso finanziario conseguente alla rilevanza dell'economia.

Il numero in basso a destra per l'investitore, il nocciolo della questione, è comprendere che nel medio periodo, un'asset allocation globalmente diversificata dovrà ricalibrare il peso della Cina.

A fronte di tassi di crescita economica impressionanti, la borsa cinese non ha registrato un avanzamento corrispondente. Al netto dei dividendi reinvestiti, alla fine del 2016 le azioni cinesi erano più o meno (più meno che più) allo stesso livello di sette anni prima.

Il contesto economico cinese sta migliorando, la crescita poggia su una economia molto più estesa di qualche anno fa, secondo il Fondo Monetario il PIL cinese supererà quest'anno i dodici trilioni di dollari. Le valutazioni sono ancora interessanti, "l'indice MSCI China tratta con un rapporto Prezzo/Utili (P/E) di 13x" dice Jian Shi Cortesi di GAM "se poi si escludono le società della tecnologia, che contano per oltre il 30% del listino, il P/E degli altri settori scende attorno a 10x" (lo S&P 500 tratta a 24x, il Dow Jones a 20x, lo Stoxx Europe 600 a 16x).

Non va inoltre dimenticato che la Cina è ancora fortemente sottopesata nelle asset allocation di tutti i maggiori investitori istituzionali del mondo, che devono ancora partecipare davvero alla ripresa.

Se tiriamo le linee tra i punti di queste notizie, si vede come la rotta dell'economia cinese sia "stabilmente avanti", soprattutto in vista del Congresso del Partito previsto nel prossimo autunno.

Per la Cina è ancora molto lontano "the last hurrah".

Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.



www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento rappresentano la situazione congiunturale attuale e possono subire cambiamenti. GAM non è parte del Gruppo Julius Baer.