

L'ALPHA E IL BETA

5 marzo 2018

L'anno del Cane

Per lo zodiaco cinese il 2018 è l'anno del Cane, un segno dalle caratteristiche positive della lealtà, fedeltà e sincerità. Sarà un anno del Cane favorevole anche all'economia cinese e dei mercati emergenti?

Nel 1945 il Giappone sconfitto trovò nel riscatto economico il nuovo collante identitario nazionale. L'espansionismo imperiale si trasferiva dalle mappe militari alla competizione produttiva, la conquista di nuovi mercati diventava l'ideale surrogato del vecchio colonialismo militare. Il mito della singolarità del Giappone e della sua potenza, sia pure solo economica, andò avanti per qualche decennio e ci credettero in molti, anche fuori dal Giappone.

Poi arrivò la crisi del 1990. Le conseguenze della bolla immobiliare fecero giustizia del mito della "diversità" del paese del Sol Levante, il disvelamento della verità mostrò ai giapponesi e al mondo che alla fin fine il Giappone non era diverso dagli altri, alle prese con le stesse crisi economiche, le stesse bolle immobiliari (e che bolla!), la medesima incapacità del sistema politico ad auto-riformarsi.

Del tutto diverso il percorso della Cina.

Dalla Guerra dell'Oppio fino alla formazione della Repubblica Popolare, i cinesi avevano smarrito il senso di appartenenza a una comunità nazionale, l'orgoglio identitario di popolo.

Quell'orgoglio è stato gradualmente ricostruito nei trent'anni di maoismo e soprattutto nel ventennio delle riforme di Deng.

Mentre nel vicino Giappone la crisi erodeva la sicurezza identitaria, in Cina si ricostituiva l'orgoglio nazionalista. Più le performance economiche si allargavano lungo le regioni della costa, più si riscattavano le umiliazioni della Guerra dell'Oppio e la disgregazione sociale durata circa un secolo, dal 1850 al 1950. Nel giro di trent'anni la Cina è passata da media potenza regionale a seconda economia del mondo, i cinesi hanno ampiamente recuperato l'autostima, la consapevolezza di essere una potenza globale.

Il merito non è certo di Mao, che nel 1958 con la sconsiderata iniziativa del "Grande Balzo in Avanti" fu responsabile del crollo della produzione agricola e della carestia che costò circa quindici milioni di morti. Nel 1966, con la "Circolare del 16 maggio", Mao diede avvio alla Rivoluzione Culturale, un'operazione condotta da giovani studenti nei confronti di insegnanti, intellettuali e quadri del partito comunista.

L'obiettivo ufficiale era liberare il partito da tutti "gli elementi borghesi infiltrati nel governo e nella società". In realtà fu una sanguinosa epurazione che costò milioni di morti e milioni di incarcerati e esiliati.

Cadde in disgrazia anche uno degli uomini più fedeli a Mao, Deng Xiaoping, considerato con sospetto dal Grande Timoniere come un "capitalista latente".

Su questo Mao aveva ragione. Tornato al potere dopo la morte di Mao, Deng diede corso a politiche diametralmente opposte all'ortodossia maoista. E' lui il vero artefice del successo economico della Cina: aveva compreso prima e meglio di altri che solo l'apertura verso l'esterno avrebbe consentito alla Cina di crescere e prosperare. La costituzione delle Zone Economiche Speciali fu il primo atto del cambiamento strutturale. Il riformismo di Deng era poco ideologico e molto pragmatico ("non importa di che colore sia il gatto ..."), nel 1982 fece abolire le comuni agricole per far posto alle prime forme di lavoro autonomo nell'agricoltura. Il "comunismo" restava solo nella struttura centralizzata del potere.



La crociera che cambiò la Cina. Nel 1985 l'economista ungherese Janos Kornai spiegò a quadri di partito ed economisti cinesi che l'economia pianificata non funzionava.
Un altro mattone nell'edificio della nuova Cina. Fonte Foreign Affairs

Nel 1978 le comuni producevano beni per circa 50 miliardi di yuan, il 9% della produzione industriale totale. Nel 1992, quando Deng lasciò il potere, le nuove forme privatistiche di "Imprese di Città e Villaggi" producevano beni per quasi 1.88 miliardi di yuan, oltre il 40% del PIL.

L'eredità di Deng è stata la strabiliante performance economica dagli anni '90 agli anni 2000, quando si è conclusa la fase dell'industrializzazione e ne è cominciata un'altra, la trasformazione verso un nuovo modello di crescita, sostenuta più da consumi e servizi che dall'industria pesante e investimenti pubblici.

Cinque anni fa la nuova leadership di Xi Jinping accelerò questo processo, negli ultimi anni si è intensificata l'attività di ricerca e investimento nelle nuove frontiere della tecnologia digitale. Il terziario vale attualmente il 52% del PIL cinese.

Pochi giorni fa il Comitato Centrale del Partito Comunista ha confermato la leadership del presidente Xi Jinping. La vera sorpresa è stata la decisione di modificare la Costituzione e togliere il limite dei due mandati. Xi Jinping rafforza la sua presa sul potere e guarda oltre al 2023, scadenza del secondo mandato.



La copertina dell'Economist di questa settimana

Chi aveva immaginato un'evoluzione democratica della Cina, grazie all'apertura al mercato e alla formazione di una nuova classe media, "ha perso la scommessa", scrive l'Economist di questa settimana. La visione di Xi Jinping è simile a quella di Deng: pragmatismo, crescita economica, affermazione della Cina nella diplomazia internazionale ma sempre con la saldissima mano del partito sul potere. Deng ha trasformato l'economia cinese, ai primi imprenditori della Zona Economica Speciale del Guandong disse parole davvero rivoluzionarie "arricchitevi e fatelo per primi". Ma Deng non mise mai in discussione il regime autoritario e la primazia del partito. E' stato al fianco di Mao negli anni del Grande Balzo in Avanti e decise di reprimere con brutalità la rivolta studentesca del 1989. Xi Jinping è un conservatore, la certezza dell'ordine fa premio sull'incertezza del caos politico. Non usa i sistemi violenti di Piazza Tienanmen, ma non è meno deciso nell'accentrare nel partito le leve del potere politico, economico e militare.

Le parole d'ordine del presidente Xi Jinping sono "equilibrio e sostenibilità", la priorità del nuovo corso economico non è più la quantità ma la qualità della crescita. Il rallentamento è controllato per evitare i rischi ai quali ha messo in guardia il governatore della banca centrale che ha espressamente parlato della possibilità di un "Minsky moment" per l'economia cinese. Esportazioni e consumi interni sono i due potenti motori della nuova economia che controbilanciano l'impatto delle riforme restrittive sul settore finanziario.

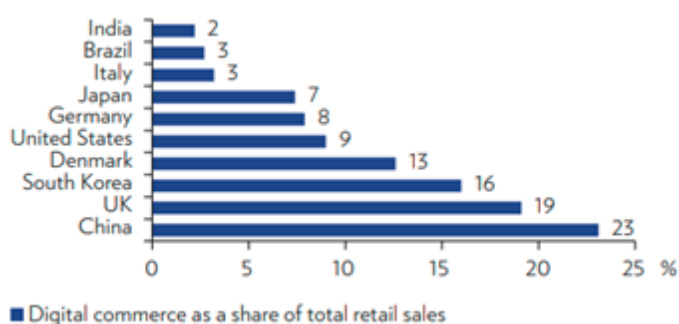
La sfida del nuovo mandato quinquennale del governo è controllare la crescita e scoraggiare la creazione di nuovi debiti. Un passaggio delicato nel quale i listini azionari possono giocare un ruolo di preminenza, visto che consentono alle società l'accesso al finanziamento senza generare debiti.

L'inclusione lo scorso giugno delle azioni di classe A nell'indice MSCI dei Mercati Emergenti è stato un passaggio importante in questa direzione.

“Le riforme nel settore finanziario non sono l'unico cambiamento all'orizzonte” scrive Michael Lai di GAM, proseguono i miglioramenti nelle strutture economiche, negli investimenti in tecnologia digitale, nella riforma delle grandi società a capitale pubblico. Milioni di lavoratori stanno abbandonando settori maturi come acciaio e carbone e sono accompagnati o alla pensione o all'impiego in altri settori.

Creazione di nuovi posti di lavoro e crescita dei consumi interni innescano il circolo virtuoso dell'equilibrio e della sostenibilità di Xi Jinping.

Il nostro Michael Lai si aspetta per il 2018 una crescita del PIL a 6,7%, di poco inferiore al 6,8% del 2017. Se la politica monetaria non si fa troppo restrittiva, e quindi essere causa di un rallentamento eccessivo, possiamo ancora immaginare un 2018 favorevole in termini di performance aziendali (utili) e finanziarie (listini).



La Cina è leader nel commercio digitale. Fonte: Statista, Julius Baer

Una parola anche sulle altre economie emergenti, che hanno attraversato il 2017 surfando sulle onde della crescita globale e della ripresa dell'attività di credito. Rispetto alle borse dei paesi avanzati le azioni emergenti offrono ancora valutazioni interessanti in termini di utili per azione e rendimento dei flussi di cassa (il free cash flow yield è il rapporto tra il flusso di cassa per azione e il prezzo dell'azione stessa, indicatore della capacità dell'azienda di finanziare investimenti di lungo termine), valori favorevoli sia in relativo con i mercati sviluppati sia rispetto alle loro medie storiche.

Il proseguimento del buon tono dell'economia globale costituisce vento nelle vele dei paesi emergenti, l'aumento dei consumi interni e l'economia cinese aiutano a contrastare il nuovo rischio della guerra commerciale innescata dai dazi americani. Un sostegno strutturale alle economie emergenti deriva da trend di lungo termine come il commercio online, gli investimenti nei sistemi sanitari e nell'istruzione (l'health-care è un settore che in GAM apprezziamo da tempo), l'urbanizzazione. Anche nei paesi emergenti si verificano le medesime 'disruption' che hanno investito le economie avanzate: urbanizzazione, transizione all'energia pulita, avanzamenti nella tecnologia digitale e nell'intelligenza artificiale.

Ma anche a fronte di conti in ordine e avanzamento nelle strutture produttive i mercati emergenti non sono privi di insidie, soprattutto di natura geo politica. I dazi annunciati da Trump costituiscono una minaccia più seria delle crisi con la Corea del Nord o della militarizzazione del Mar della Cina.

Il rischio non è tanto nei prezzi più alti di acciaio e alluminio quanto nella spirale distruttiva di eventuali misure ritorsive. Ne verrebbe minato l'intero sistema del commercio internazionale.

Le buone ragioni di natura fondamentale a favore dei paesi emergenti sono robuste e convincenti, le valutazioni azionarie attraenti, ciò che non conosciamo ancora sono gli effetti delle misure tariffarie annunciate da Trump, innanzitutto se saranno confermate e, nel caso venissero introdotte ritorsioni, se il fenomeno si trasformerà in un temibile 'cigno nero'.

Un buon motivo per mantenere alta l'attenzione e ... non perderci di vista.



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. 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.