

# CHINA PUZZLE

I recenti default di società cinesi hanno impensierito il mercato ma il “caso” delle azioni e delle obbligazioni cinesi resta intatto: nel 2021 un importante anniversario condiziona il governo a fare qualsiasi cosa per mantenere l'economia in un credibile percorso di crescita

Per la Cina il 2021 è un anno importante, il prossimo luglio sarà il centesimo anniversario della fondazione del partito comunista cinese.

Il congresso fondativo venne favorito dai rappresentanti russi del Comintern, nel luglio 1921 dodici delegati, in rappresentanza di poco più di una cinquantina di iscritti, si riunirono in una scuola femminile chiusa per le vacanze, a Shanghai. La riunione era semi-clandestina, a un certo punto i dodici continuarono a discutere su una barca, fingendo una gita.

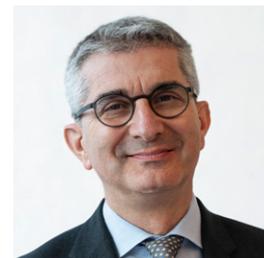
Tra quei dodici c'era anche il giovane Mao Zedong, delegato a rappresentare il gruppetto dei giovani comunisti dello Hunan. Quattordici anni dopo, quel giovane sarebbe diventato capo del partito, avrebbe sconfitto l'esercito nazionalista di Chiang Kai-shek e, in meno di trent'anni dal congresso nella Concessione Francese di Shanghai, avrebbe preso il controllo del paese. Sotto il regime di Mao e del partito comunista la Cina rimase un paese povero. La collettivizzazione dell'agricoltura e il Grande Balzo in Avanti si rivelarono uno dei peggiori disastri economici della storia, probabile causa della tragica carestia che, tra il 1959 e il 1961, costò la vita a decine di milioni di persone. Pochi anni dopo, nel 1966, Mao promosse la Grande Rivoluzione Culturale, mossa cinica e astuta per mantenere la propria presa sul partito e sul governo. Vennero imprigionati o uccisi migliaia di intellettuali, professori, dirigenti e quadri intermedi.

Due decisioni dalle tragiche conseguenze, morirono milioni di persone e l'economia cinese rimase fiaccata per molti anni.



Nel 1972 la visita di Richard Nixon a Mao aprì una nuova stagione diplomatica tra i due paesi, un fatto storico che catturò l'immaginazione di Andy Warhol. Tra il 1972 e il 1973 l'artista riprodusse una celebre foto di Mao in una serie di 199 serigrafie

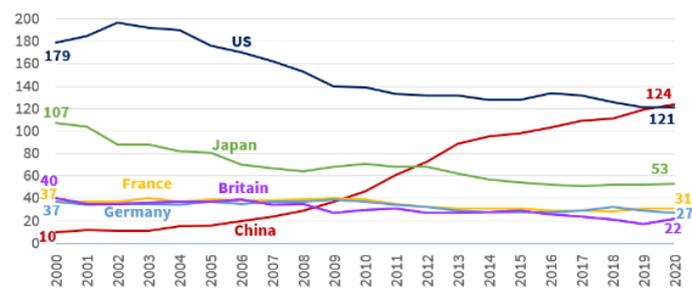
Alla morte di Mao, Deng Xiaoping fu tra i primi a capire l'insensatezza del modello collettivista e la necessità di riformare l'intera struttura dell'economia: venne abbandonato il modello dell'economia pianificata, il “socialismo con caratteristiche cinesi” di Deng promosse la privatizzazione di ampie porzioni dell'attività economica, la pianificazione dell'agricoltura venne separata da quella del settore industriale, il nuovo approccio favorì la riallocazione del surplus di forza lavoro dalla prima al secondo. L'esodo verso le fabbriche assecondò l'inurbamento e lo sviluppo delle città, stimolo ad altro lavoro e a rapidi miglioramenti produttivi, negli anni '90 le esportazioni divennero il nuovo motore della crescita.



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

Lo strumento più importante per quella fase di crescita impetuosa furono le grandi società pubbliche, le SOE, State-Owned Enterprises. A differenza delle società private, costantemente alle prese con efficienza e produttività, le SOE non hanno vincoli di bilancio davvero stringenti e hanno sempre accesso alle linee di credito. Nonostante la loro inefficienza e gli ampi spazi per la corruzione, le SOE sono state lo strumento che ha consentito al governo cinese, negli anni Settanta, di consolidare l'industria pesante ad alta intensità di capitale e di aprire cantieri per le grandi opere infrastrutturali. Le SOE organizzano la produzione secondo i piani prestabiliti dal governo, senza prestare attenzione ai costi, ad esempio il prezzo delle materie prime, o alla domanda dei consumatori; del resto i profitti vanno allo stato, le perdite pure, e il management non ha incentivi ad assumere rischi per "fare meglio".

Dal 1978 le SOE sono passate attraverso varie riforme e se nel 2000 la classifica di Fortune Global 500 annoverava appena una decina di società cinesi, vent'anni dopo il numero è salito a 124, più di quelle francesi, inglesi e tedesche messe assieme; le società americane sono 121.

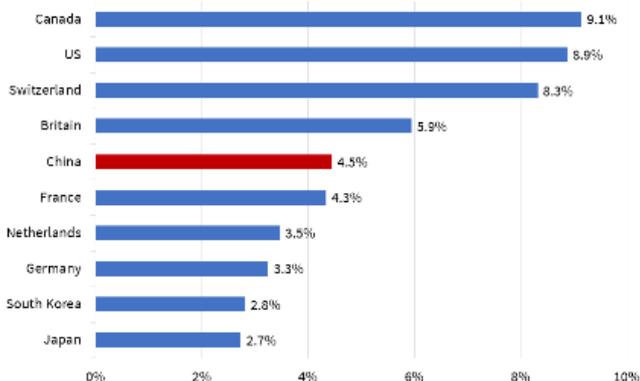


Source: Fortune Global 500



Da 12 a 124, la corsa delle grandi società cinesi nella classifica di Fortune Global 500. Fonte: CSIS, Fortune Global 500, 2020

Oggi la classifica delle maggiori società mondiali è una corsa a due tra Stati Uniti e Cina, i due paesi rappresentano da soli metà della lista. Il quadro però cambierebbe radicalmente se la classifica venisse composta in base a redditività e profittabilità, scarsa efficienza e alto indebitamento non sono la miscela giusta per il successo, anche per le società pubbliche. La presenza invasiva del governo cinese ha portato le SOE ad avere alti tassi di occupazione e bassissimi livelli di produttività.



Source: Fortune Global 500



Le società cinesi scendono nella classifica se misurate per profittabilità. Fonte: CSIS, Fortune Global 500, 2020

Gli analisti riconoscono in queste contraddizioni il "China Puzzle", l'enigma di una economia gigantesca che cresce a tassi invidiabili a dispetto della mancanza di una cultura di mercato, di istituzioni che ne tutelino il funzionamento, della presenza invasiva del governo.

Questa radicale contraddizione, benché non faccia della Cina la "bomba a orologeria" di cui alcuni economisti parlavano un po' di anni fa, resta un esperimento che sfida la sequenza "primato della legge-diritti civili-diritti economici".

Compendio e sintesi di queste contraddizioni sono proprio le società controllate dal governo, inefficienti, finanziariamente deboli eppure propulsori della crescita. Parte della soluzione del puzzle è nel fatto che le SOE sono soggetti economici che svolgono un surrettizio compito sociale: tramite l'assorbimento dei milioni di migranti dall'entroterra agricolo e la loro trasformazione in forza lavoro per fabbriche e cantieri, le SOE hanno contribuito al mantenimento della pace sociale, indispensabile per il successo economico e per la stabilità politica. La proprietà pubblica obbliga queste società ad assorbire l'eccesso di offerta di lavoro valutando i pesi su una bilancia sconosciuta alle società occidentali, su un piatto c'è la produttività, sull'altro la pace sociale.

La proprietà pubblica non ha però evitato il default a quelle società con condizioni finanziarie particolarmente fragili, da novembre 2020 si sono verificati default di grandi società a mano pubblica che hanno scosso la fiducia sul fatto che governo avrebbe sempre messo mano al portafoglio e onorato i debiti delle società controllate.

Nel corso del 2021 è probabile che altre società improduttive e finanziariamente fragili verranno "guidate" fuori dal mercato con default controllati, il governo ha promesso da una parte tolleranza zero verso il "rischio morale" e i tentativi di non onorare gli impegni finanziari tramite i default, dall'altra si impegna a evitare che i singoli default si trasformino in rischio sistemico: con un debito complessivo attorno al 280% del PIL, è un rischio da evitare a ogni costo.



Il giovane Mao Zedong negli anni Venti. Fonte: asiasociety.org

Tra pochi mesi, a luglio, il partito comunista cinese e il premier Xi Jinping celebreranno con solennità il centesimo anniversario del congresso fondativo, verranno ricordate le origini di quello sparuto gruppo di delegati in una scuola di Shangai e la "lunga marcia" compiuta dal partito in questi cento anni.

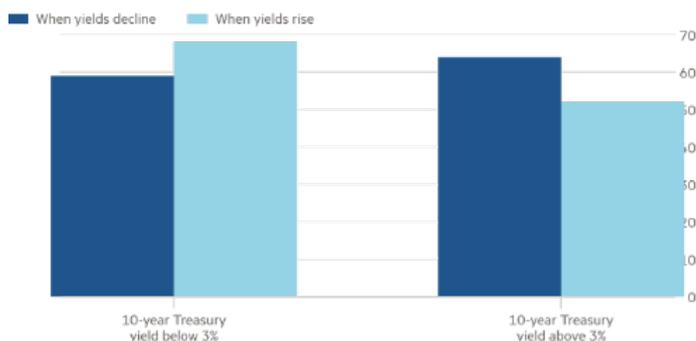
Il governo vorrà presentare la Cina, ai propri cittadini e alle pubbliche opinioni mondiali, come modello di efficienza, il paese che ha rapidamente debellato il contagio del coronavirus e rimesso la propria economia in marcia spedita. Farà di tutto per non far mancare carburante ai quattro motori che sostengono la ripartenza, l'industria, le infrastrutture, i consumi interni, la tecnologia. I dettagli del nuovo piano quinquennale saranno resi pubblici tra poche settimane e, molto probabilmente, ricorrerà il concetto di "autosufficienza", soprattutto nello sviluppo digitale.

I piani di crescita e il supporto governativo sostengono dunque le prospettive degli asset finanziari cinesi ed emergenti: con il contributo del dollaro debole il "caso" della Cina e dei mercati emergenti resta intatto.

I default non mettono in discussione la Cina come luogo di investimento ma, semmai, enfatizzano l'indispensabilità della selezione dei titoli e degli emittenti condotta dal gestore attivo, i rendimenti negativi o attorno allo zero nelle economie avanzate esaltano il valore delle obbligazioni emergenti e della Cina in particolare. Dopo alcuni passi falsi, il governo cinese sta facendo nuovi tentativi nell'apertura del proprio mercato finanziario. Nel dicembre scorso Euroclear e la Shanghai Clearing House hanno stretto un accordo per rendere più fluido il mercato delle obbligazioni societarie: il nuovo strumento degli Yulan bond consente agli emittenti cinesi l'accesso al mercato globale. La Bank of China è stata la prima a sperimentare gli Yulan bond, lo scorso 4 febbraio ha sottoscritto una emissione di 500 milioni di dollari per la durata di tre anni.

Equities are more likely to make gains when yields are low and rising or high and falling

Frequency of monthly gains in S&P (% over 1900-2020)



Source: The Leuthold Group, S&P, using data from Shiller and Bloomberg

© FT

Le azioni performano in presenza di rendimenti bassi in crescita o rendimenti elevati in diminuzione (le colonne mostrano la frequenza di sovraperformance mensili dello S&P 500 tra il 1900 e il 2020, Fonte FT, The Leuthold Group)

C'è una storiella di due documentaristi che stanno filmando un leone addormentato. Il leone si sveglia e si accorge della loro presenza. Uno dei due infila rapidamente un paio di scarpette da corsa al posto degli scarponi. "Anche con quelle non riuscirai a essere più veloce del leone" dice l'amico, "ma io non voglio battere il leone" gli risponde "mi basta essere più veloce di te".

Qualcosa di simile accade nei mercati finanziari dove il successo è sempre nell'andamento relativo delle classi di attivo. L'argomento di cui si parla in città è l'inflazione (vedi L'Alpha e il Beta 15.2.2021, La Musa dei Mercati 19.2.2021), probabilmente il rischio inflazione non è ancora dietro l'angolo o, meglio, l'incremento dei prezzi in atto non costituisce ancora un serio allarme. Le banche centrali hanno affinato i loro strumenti per contrastare l'inflazione, certezza che porta la Yellen ad affermare che il rischio maggiore per l'economia americana non è l'aumento dei prezzi ma la debolezza dello "small business", milioni di piccole attività e di persone particolarmente colpite dalle chiusure.

I livelli di break-even scontano una inflazione a 2,2% mentre le stime della Fed vedono un intervento sui tassi non prima del 2023, una divergenza di vedute che potrebbe esacerbare il nervosismo nei prossimi mesi.

L'aumento dei rendimenti preoccupa ovviamente i detentori di obbligazioni e, per la diminuzione del premio al rischio, impensierisce gli investitori in azioni. Ma i timori di inflazione e l'aumento dei rendimenti sono dovuti alla ripresa economica sempre più convincente, alla maggior fiducia di imprese e famiglie favorita dalla distribuzione dei vaccini, alle attese sugli utili societari. I tassi bassi hanno contribuito grandemente alla performance azionaria dell'ultimo anno, sono perciò comprensibili le paure che il movimento al rialzo dei rendimenti possa causare correzioni. Ma non perdiamo di vista che le correzioni e la volatilità costituiscono una componente ordinaria della vita dei mercati e uno scenario in cui i rendimenti salgono perché crescono le economie e le attese degli utili societari si chiama ripresa economica.

Teniamo in mente la morale della storiella, ciò che conta è il valore relativo delle grandezze finanziarie, la capacità dei portafogli (ovvero dei proprietari dei portafogli) ad adattarsi alle condizioni che cambiano. Non sappiamo se ci sarà davvero lo scontro tra mercati e Fed, ma sappiamo che se si dovesse verificare sarà bene avere una buona diversificazione su titoli e settori con scarpette da corsa per "battere" le obbligazioni governative e societarie delle economie avanzate.

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.