

APPROFONDIMENTO DI MERCATO



AZIMUT
CAPITAL MANAGEMENT

AGGIORNAMENTO CINA

Marzo 2022

Negli ultimi giorni il mercato azionario cinese è stato colpito da un forte flusso di vendite. Il team di gestione ritiene che questi movimenti non siano dettati da una valutazione razionale delle compagnie sottostanti, ma da un insieme di eventi e voci che ha portato al panico e alla conseguente vendita irrazionale. Analizziamoli insieme.

PRINCIPALI EVENTI

Negli ultimi giorni, ci sono stati diversi fattori scatenanti che sono stati usati per spiegare i recenti movimenti di mercato.

1. ASPETTI REGOLAMENTARI USA

In America, la SEC ha iniziato il **processo di delisting** delle compagnie cinesi quotate sulla borsa americana come conseguenza della nuova legge approvata nel 2020, secondo la quale i regolatori americani devono avere accesso ai dati audit delle compagnie straniere quotate in America (anche se questo processo di delisting per legge dovrebbe iniziare nel 2024). La Cina ha da sempre una legge che vieta ai regolatori stranieri di esaminare i dati delle società basate in Cina. Secondo gli ultimi aggiornamenti disponibili, **il regolatore cinese sta lavorando con la SEC per risolvere il problema** (soluzione che il team di gestione ritiene percorribile).

Oltre a questo, è da tenere in considerazione che le compagnie americane quotate sulla borsa cinese rappresentano solo una piccola frazione delle più di 8.000 aziende quotate in Cina e che, tra queste, le principali hanno già una seconda quotazione sul mercato di Hong Kong.

È quindi importante sottolineare che, teoricamente, questo fenomeno dovrebbe impattare solo un piccolo segmento di società e non tutto il mercato.

Il comparto **AZ Fund 1 - AZ Equity – China*** non investe in società cinesi quotate sulla borsa americana.

2. CONFLITTO RUSSIA-UCRAINA

I media americani riportano la notizia che **Putin abbia chiesto alla Cina di fornire aiuti militari alla Russia**, compresi i droni militari avanzati. I media non hanno per ora fornito prove a riguardo e sia **il ministro degli esteri cinese che quello russo hanno negato** che questa richiesta sia stata fatta. Queste notizie hanno generato crescenti speculazioni sul fatto che la Cina si stia alleando con la Russia e che quindi sarà anch'essa soggetta a sanzioni. Queste speculazioni appaiono inverosimili; infatti, se finora la Cina non ha ufficialmente condannato la Russia (analogamente ad altri 47 paesi, inclusi India e Sud Africa), oggi il **ministro degli esteri cinese Wang Yi ha affermato pubblicamente che se da un lato la Cina non sanzionerà direttamente la**

*Comparto del Fondo di diritto lussemburghese AZ Fund 1 gestito da Azimut Investments SA – Lussemburgo

Russia, dall'altro non prenderà parte in azioni che violerebbero le sanzioni imposte da US e EU alla Russia stessa.

È inoltre importante notare un altro elemento. **La Cina è il partner economico più importante per la Russia, ma questa rilevanza commerciale non è reciproca.** Infatti, la Russia non risulta neanche tra i primi 10 partner commerciali della Cina, rappresentando infatti solo il 2% degli scambi commerciali. Anche se recentemente i due paesi hanno avuto degli interessi geopolitici in comune, **non hanno storicamente avuto rapporti stretti di amicizia** (si ricorda che 50 anni fa la Cina e l'Unione Sovietica andarono in guerra per la disputa di un confine e quest'ultima minacciò la Cina con un attacco nucleare). In sintesi: il team di gestione ritiene che non ci siano elementi per ritenere che la Cina stringa una forte alleanza con la Russia contro l'occidente e che la Cina rispetterà le sanzioni che US e EU hanno imposto alla Russia (come dichiarato).

Le società presenti nel comparto AZ Equity – China hanno un'esposizione alla Russia trascurabile, la più pesata è Xiaomi (1,5% del comparto) che genera circa il 4% delle sue vendite di cellulari in Russia (10 dei 236 milioni di smartphone venduti).

3. ASPETTI REGOLAMENTARI INTERNI

Una fonte del Financial Times ha riportato che il **colosso del tech cinese Tencent** (8% del NAV del comparto AZ Equity – China*) **potrebbe essere sanzionato** per circa “un paio di milioni di RMB” (30 milioni di dollari americani) per aver violato le norme antiriciclaggio con il suo sistema di pagamento WeChat. Questo ha scatenato nuove speculazioni sul fatto che il settore tecnologico cinese sia nuovamente sotto un giro di vite regolamentare da parte del governo e questo ha portato a un forte flusso di vendite nell'intero settore.

La notizia non è stata confermata e finora non ci sono evidenze della sua veridicità. Inoltre, **in Cina (così come accade nel resto del mondo) è prassi che i regolatori sanzionino o rimproverino con regolarità** banche, compagnie assicurative e società di intermediazione mobiliare per le loro violazioni in materia di antiriciclaggio; gli ultimi dati della banca centrale cinese mostrano che, solo nel 2020, 537 istituzioni in Cina sono state sanzionate dai regolatori per violazioni in materia di antiriciclaggio. Considerando che WeChat Pay è il secondo più grande sistema di pagamenti digitali nel mondo, con diverse centinaia di miliardi di USD di transazioni annuali, il fatto che ci siano stati dei problemi in materia di antiriciclaggio non dovrebbe sorprendere. Inoltre, anche se l'articolo fosse vero, una multa potenziale di 30 milioni di dollari americani per Tencent risulterebbe poco significativa se commisurata ai 40 miliardi di liquidità e ai 18 miliardi di profitti annuali della società. Il team di gestione non ritiene che questa ultima azione (se confermata) faccia parte di un piano da parte del governo cinese per indebolire le società tecnologiche cinesi. Se questo fosse l'obiettivo, il governo avrebbe potuto smantellare l'azienda o chiudere il suo business (cosa che non è accaduta a Tencent o a qualsiasi altra società tech).

4. NUOVI CASI COVID

La Cina ha registrato il più grande numero di casi dall'inizio della pandemia, con più di 5.000 positivi registrati giornalmente. Si teme che, data la severa politica "zero-COVID" adottata dal governo cinese (edifici interi, distretti o città messi in lockdown per prevenire la diffusione del virus), ci potrebbero essere ripercussioni sull'economia reale. Il **polo tecnologico di Shenzhen** è stato messo **in lockdown**, così come è molti **distretti del polo commerciale di Shanghai**. Così come è accaduto nei precedenti lockdown, si ritiene che in una o due settimane l'ondata di casi si estinguerà e le attività torneranno alla normalità.

Inoltre, è da sottolineare che la Cina ha registrato un tasso vaccinazione con doppia dose del 90% (anche se i suoi vaccini non sono così efficaci come BioNtec e Moderna, i dati dal Sud America e dell'Sud-Est asiatico rivelano che sono comunque efficaci nel prevenire la morte o malattia grave). Si ritiene quindi che la Cina potrebbe a breve allentare la sua politica "zero-COVID". **Nonostante i lockdown di gennaio, l'attività economica ha continuato a migliorare con le vendite retail di gennaio e febbraio in aumento del 6,7% anno su anno e la produzione industriale in aumento del 7,5% anno su anno.** Un altro dato interessante registrato a gennaio è che, nel corso di questo mese, c'è stato il più elevato aumento dei risparmi delle famiglie, raggiungendo il livello record di 104.000 miliardi di RMB (16.000 miliardi di USD). L'ultima volta che è stato registrato un accumulo così ingente nei risparmi è stato nel marzo 2020 (durante il lockdown nazionale), seguito da un'ingente spesa da parte dei consumatori nel secondo e terzo trimestre 2020 con la fine del lockdown.

CONCLUSIONI

Dopo aver evidenziato i principali fattori che hanno influenzato negativamente il mercato azionario cinese, è importante sottolineare le maggiori tendenze positive.

1. CONTESTO MACROECONOMICO

La Cina è stata soggetta a ondate d'inflazione quando l'economia è stata riaperta nel secondo trimestre 2020. Il fatto che allora non siano state adottate politiche monetarie e fiscali aggressive, ha fatto sì che **il tasso attuale d'inflazione rimanga tenue rispetto al resto del mondo**, con i dati di febbraio a livelli di 0,9%. Inoltre, il renminbi forte ha isolato la Cina da aumenti di prezzo su cibo e materie prime.

2. POLITICHE MONETARIE

Considerando che la banca centrale cinese - durante il picco della pandemia - ha tagliato i tassi di solo 30 bps, non ha intrapreso un QE e ha dovuto iniettare solo poca liquidità nel sistema finanziario e considerando la presenza di bassi livelli d'inflazione, **i tassi d'interesse reali cinesi tra i più alti del mondo**. Questo permette quindi alla Cina di essere non solo l'unico tra i principali paesi nel mondo ad essere in grado

nel 2022 di aumentare gli stimoli monetari, mentre il resto del mondo sta adottando politiche monetarie restrittive, ma anche di avere margine per poter tagliare i tassi.

3. POLITICHE FISCALI FAVOREVOLI

Così come per le politiche monetarie, il governo cinese è stato estremamente cauto nel 2020 e nel 2021 in termini di stimoli fiscali. Infatti, nel 2021, il governo cinese ha effettivamente ridotto lo stimolo fiscale attraverso la riduzione della spesa, arrivando ad avere uno dei deficit di bilancio più bassi di tra i maggiori paesi al mondo (il deficit di bilancio 2021 in Cina era del 3,2%, in America del 12,4%). **È pertanto probabile che, mentre il resto del mondo adotterà politiche fiscali restrittive nel 2022, la Cina sarà uno dei pochi paesi ad aumentare gli stimoli fiscali.**

Inoltre, è importante notare che l'anno scorso le azioni cinesi erano tra quelle con le più basse valutazioni nel mondo e, con i recenti movimenti nei prezzi, sono diventate tra le più sottovalutate. L'indice Hang Seng China, l'indice principale delle società cinesi quotate nella borsa di Hong Kong, ora è scambiato con valutazioni di P/E a 6,4x (in altri termini, le società generano un earning yield del 15,6%), a confronto con l'S&P500 che ha una valutazione di P/E a 21x. L'indice CSI300 A-shares, indice delle società quotate in Shanghai e Shenzhen, ha valutazioni P/E di riferimento a 14x, tra le più basse della storia. Queste ultime sono accompagnate da proiezioni di consenso degli analisti che vedono gli utili delle compagnie cinesi crescere del 23% nel 2022.

Per capire quanto siano contenute le valutazioni, si consideri come esempio Alibaba (che rappresenta circa il 2% del portafoglio del comparto AZ Equity – China, peso inferiore a quello del benchmark pari a 8,5%). Secondo la sua ultima dichiarazione finanziaria, Alibaba ha 120 miliardi USD di liquidità in bilancio (e 21 miliardi USD di debito), negli ultimi 12 mesi ha generato 20 miliardi USD di profitti (per metterlo in prospettiva, Amazon ha generato 24 miliardi USD di profitti) e le sue proiezioni vedono una crescita dei profitti del 13% quest'anno. La compagnia ora è valutata 210 miliardi USD, praticamente la metà del valore della società è in liquidità. Se si esclude la liquidità, il mercato prezza che la compagnia vale cinque volte i suoi utili (per metterlo di nuovo in prospettiva, Amazon è 60 volte i suoi utili).

Riassumendo: si ritiene che i recenti movimenti nei prezzi delle azioni cinesi siano eccessivi e non riflettano i veri fondamentali dal mercato e delle aziende sottostanti. Molti dei rischi che il mercato percepisce sono esacerbati, a maggior ragione se si considerano le prospettive delle politiche fiscali e monetarie che rimangono tra le più positive al mondo.

AVVERTENZE

Il presente documento è stato redatto da Azimut Capital Management SGR S.p.A., società facente parte del Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità ed è destinato esclusivamente alla rete di consulenti finanziari di Azimut Capital Management SGR S.p.A. a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso. Si precisa che le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut Capital Management SGR S.p.A. è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante Azimut Capital Management SGR S.p.A. abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. Azimut Capital Management SGR S.p.A. ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.