

Il cambio di politica della Cina può portare a una svolta?

Le notizie geopolitiche hanno spinto la volatilità a livelli punitivi sui mercati azionari cinesi, ma da Pechino sembrano in arrivo nuove misure di sostegno monetarie, fiscali e creditizie.

In sintesi

Nelle ultime settimane i mercati cinesi hanno visto aumentare a dismisura la volatilità, in un crescendo che ha portato diversi eventi, attesi e inattesi, a toccare il culmine. L'economia in rallentamento, il peggioramento della situazione COVID in varie città come Shenzhen e Hong Kong e i timori persistenti di un'ulteriore stretta normativa hanno esacerbato il nervosismo degli investitori, già alimentato dallo shock dell'invasione russa dell'Ucraina e da una serie di fattori quali i prezzi elevati delle materie prime, l'indebolimento delle prospettive di crescita globali, la minaccia di delisting negli Stati Uniti delle società con sede in Cina e l'avvio dei rialzi dei tassi di interesse della Federal Reserve.

Sotto il peso di questioni esterne e interne, in Cina si sono concluse la settimana scorsa le Due Sessioni, gli incontri parlamentari annuali che oltre a definire i piani a lungo termine per le politiche sociali, economiche e ambientali hanno riconosciuto priorità immediata alla stabilizzazione economica. Dopo l'annuncio di un obiettivo di crescita del 5,5% per il 2022 – superiore alle aspettative del mercato – i policymaker cinesi dovranno probabilmente ampliare il sostegno monetario, fiscale e creditizio per fornire maggiore sostegno all'economia e ai mercati. E il sostegno è necessario: questo mese i titoli azionari cinesi hanno subito ondate di vendite indiscriminate, anche se quasi tutti sono poi rimbalzati nel successivo rally.

I motivi che hanno portato a questa posizione precaria sono la guerra in Ucraina e gli stretti legami della Cina con Mosca. Sebbene i leader cinesi abbiano invocato il dialogo tra Russia e Ucraina e si siano offerti come mediatori verso una soluzione pacifica, le speculazioni sul coinvolgimento della Cina dilagano ovunque e continueranno a offuscare i mercati nel breve termine. In un simile scenario si può considerare ancora valido l'investment case sulla Cina, e su quali aspetti dovrebbe concentrarsi l'attenzione degli investitori?

La Cina ha a disposizione più strumenti di politica monetaria

Con l'aumento delle incertezze e le nuove pressioni al ribasso, una cosa è chiara: la Cina si trova ad affrontare sfide e rischi significativi sia in patria che all'estero. Sebbene superiore alle aspettative, l'obiettivo di crescita del 5,5% per il 2022 rappresenta il più basso target ufficiale per l'economia da decenni ed è leggermente inferiore al già modesto obiettivo del 6% dello scorso anno. L'economia ha decelerato bruscamente nell'ultimo trimestre del 2021 perché sottoposta a una "tripla pressione" – contrazione della domanda, shock dell'offerta e indebolimento del sentiment – e per la stretta normativa nei settori immobiliare e tecnologico. A nostro parere, l'economia cinese toccherà il punto di minimo nel primo trimestre e attraverserà una fase di ripresa nel resto del 2022. Mentre il ciclo industriale si avvicina al minimo, il miglioramento dovrebbe diventare più evidente a partire dal secondo trimestre. Le importazioni e i dati del Purchasing Managers Index (PMI) dovrebbero iniziare a recuperare terreno, rendendo possibile una ripresa a metà anno.

In netto contrasto con gli elevati prezzi al consumo e alla produzione di tutto il mondo, in Cina l'inflazione è relativamente contenuta. Alle Due Sessioni l'obiettivo di inflazione al consumo è stato fissato al 3%, invariato rispetto al 2021, anno in cui i prezzi al consumo sono aumentati dello 0,9% e i consumi durante il Capodanno cinese sono rimasti ben al di sotto dei livelli prepandemici. La People's Bank of China (PBOC) ha quindi ampio spazio per intervenire sulla politica monetaria, e a nostro parere continuerà probabilmente ad allentare dopo i tagli ai tassi primari sui prestiti e al coefficiente di riserva obbligatoria di inizio anno. Questo orientamento contrasta con l'approccio hawkish e con l'inasprimento monetario di altre grandi economie come gli Stati Uniti e i Paesi europei, alle prese con un'inflazione elevata.

Detto questo, nonostante la spinta a sostenere l'economia domestica con l'offerta di credito, la disponibilità di finanziamenti all'economia reale è tuttora ridotta e un'inversione di questo trend potrebbe richiedere più tempo del previsto. I tagli dei tassi ufficiali non sono efficaci come in passato, forse a causa, paradossalmente, del giro di vite imposto al sistema bancario ombra nel 2017-2019. La riduzione dei rischi di surriscaldamento e dell'euforia dei mercati ha un rovescio della medaglia: i mercati del credito potrebbero essere meno agili, con il rischio che la maggiore liquidità rimanga intrappolata più a lungo nei mercati finanziari senza raggiungere subito l'economia reale. Nonostante i segnali di un'iniziale ripresa della crescita del denaro e del credito, riteniamo che la crescita economica farà fatica a decollare nel primo semestre di quest'anno.

Sostegno fiscale in arrivo

I responsabili politici stanno cercando di aumentare anche la spesa fiscale. Malgrado la crescita più lenta del gettito fiscale, l'obiettivo della spesa di bilancio aumenta dell'8,4% su base annua, ben oltre il target dell'1,8% nel 2021. Una parte della spesa sarà diretta a stimolare la domanda interna attraverso sovvenzioni su larga scala, in linea con l'obiettivo a lungo termine di passare a un modello economico basato sui servizi. Diverse misure di sostegno, dalle esenzioni fiscali alle linee di credito, sono state stanziare per il settore servizi e le piccole imprese particolarmente colpite dai lockdown e dalle restrizioni della pandemia.

Si è data inoltre priorità a molti progetti infrastrutturali nei settori trasporti, logistica, telecomunicazioni, produzione avanzata e tecnologia, offrendo ai governi locali con problemi di liquidità maggiori trasferimenti di fondi dal governo centrale. I progetti infrastrutturali locali a Shanghai, Sichuan, Jiangsu, Zhejiang, Anhui e Hebei hanno ricevuto una spinta positiva, finanziati da nuove emissioni di obbligazioni speciali dei governi locali. Il tetto massimo per le obbligazioni locali destinate a finanziare i progetti infrastrutturali è fissato a 3.650 miliardi di yuan, circa lo stesso livello dell'anno scorso. La corsa al lancio potrebbe potenzialmente riacutizzare le preoccupazioni sul debito, ma dal nostro punto di vista un approccio più proattivo alla spesa fiscale rappresenta una notizia positiva.

Pazienza e fiducia nella storia di crescita dell'azionario cinese

Siamo convinti che le misure a favore della crescita, insieme a diverse altre ragioni, giustifichino un orientamento positivo nei confronti dei titoli azionari cinesi. Le decisioni sulle politiche sono state determinanti per i sell-off azionari dell'anno scorso e potrebbero essere la chiave per imprimere una svolta al mercato quest'anno. Le recenti indagini normative sulle società tecnologiche e sanitarie rappresentano più che altro il prolungamento e l'attuazione dell'editto dell'anno scorso, ma crediamo che il punto di svolta sia ormai stato superato in termini di rischio legato alle politiche.

Per molti aspetti, il mercato cinese è guidato più dalle politiche che dall'economia. Caso emblematico: il potenziale delisting negli Stati Uniti delle società tecnologiche cinesi ha alimentato i timori legati al quadro normativo, contribuendo a innescare ampi ribassi in un mercato già scosso. La US Securities and Exchange Commission (SEC) ha aggiunto cinque American Depositary Receipts (ADR) cinesi a un elenco provvisorio di titoli potenzialmente a rischio di delisting entro il 2024 se non presenteranno i documenti contabili per la revisione. La mossa della SEC non è una sorpresa, né lo è la tempistica. Secondo le nuove norme statunitensi, tutte le società straniere quotate negli Stati Uniti devono consentire alle autorità del Paese l'accesso ai loro documenti contabili, pena la cancellazione dal listino dopo due o tre anni di non conformità. Ma alle società cinesi è proibito fornire questo accesso senza il permesso di Pechino. Le cinque società nominate dalla SEC sono state probabilmente citate in quanto figurano tra le prime aziende cinesi quotate negli Stati Uniti a presentare il bilancio annuale 2021. Ci aspettiamo altri annunci simili nelle prossime settimane.

Arrivati a questo punto, Stati Uniti e Cina stanno lavorando attivamente per risolvere questa disputa e potrebbero raggiungere un accordo sulla divulgazione dei documenti di auditing entro il prossimo anno. La rivalità tra Stati Uniti e Cina non sta certo scomparendo, ma un completo disaccoppiamento tra i due Paesi è altamente improbabile in quanto il loro legame economico-finanziario ha radici profonde ed è poco probabile che tutte le società cinesi siano cancellate dai listini americani.

Anche se le due parti non riescono a raggiungere un accordo, molte grandi società cinesi con ADR hanno già optato per una quotazione secondaria o per la doppia quotazione a Hong Kong, in aggiunta agli ADR negli Stati Uniti.

Questo, a sua volta, dovrebbe avvantaggiare Hong Kong in termini di aumento dei flussi. Le azioni quotate a Hong Kong e gli ADR quotati negli Stati Uniti sono fungibili e possono essere liberamente convertiti in entrambe le direzioni con bassi costi di conversione. Continuiamo pertanto a credere che la minaccia di delisting sia un rischio gestibile.

In definitiva, si è verificata un'ondata di vendite che riteniamo esagerata, come ha dimostrato il "relief rally" successivo. Per quanto avessimo sottovalutato l'intensità dell'avversione al rischio sul mercato, è difficile dire se le azioni abbiano toccato i minimi, o quando la volatilità allenterà la presa, con una guerra imprevedibile in corso in Europa. Mentre le valutazioni scendono a livelli molto interessanti, continuiamo comunque a concentrarci su ciò che conta nel lungo periodo: i fondamentali. Crediamo che investire in società cinesi di alta qualità, con un forte track record di crescita sostenibile e che hanno dimostrato resilienza in condizioni di mercato mutevoli, possa portare a ottimi rendimenti a lungo termine per gli investitori pazienti. E naturalmente sono sempre presenti i trend a lungo termine che rendono attraente la Cina, per esempio l'impegno del governo cinese a passare a una traiettoria di crescita più domestica e orientata ai servizi, l'aumento della spesa per l'assistenza sanitaria, l'automazione e la digitalizzazione, il passaggio all'energia verde e a un ambiente più pulito. Questi fattori, insieme alla continua situazione di relativo sottoinvestimento da parte degli investitori internazionali e all'apertura dei mercati dei capitali cinesi, dovrebbero essere fonte di opportunità per gli investitori attivi.

Continuiamo a credere che un approccio attivo sia fondamentale per investire in uno scenario di oscillazioni estreme del mercato. Ci affidiamo alla ricerca fondamentale bottom-up per individuare le società di elevata qualità che pensiamo possano prosperare per diversi anni, non solo per qualche mese. Grazie alla selezione dei titoli dovremmo riuscire a scegliere i potenziali vincitori a lungo termine tra i titoli ipervenduti. La comprensione degli obiettivi generali della Cina, e delle loro potenziali implicazioni su vari settori e aziende, è comunque una considerazione sempre più importante nel nostro approccio allo stock picking (vedi Figura 1).

Quando finiranno le difficoltà del settore immobiliare?

Il cambio di politica monetaria e fiscale della Cina appare promettente, ma a nostro avviso sono ancora necessarie misure di sostegno per stabilizzare e guidare la ripresa del tormentato settore immobiliare. Nei primi due mesi dell'anno, tra i 100 maggiori sviluppatori immobiliari le vendite di case sono crollate del 43% rispetto all'anno precedente. Il rapido declino dei prezzi delle abitazioni ha infine cominciato a rallentare a gennaio, dopo essere rimasto in territorio negativo per mesi, ma la media dei prezzi degli immobili in 70 città non è migliorata. Le città di prima fascia stanno sperimentando una certa ripresa dei prezzi, mentre le città di livello inferiore probabilmente sono ancora vulnerabili a ulteriori cali. Le nuove costruzioni non sono aumentate, ostacolate anche dai nuovi focolai di Omicron a livello locale. Diverse amministrazioni locali delle città di fascia più bassa hanno ridotto l'anticipo richiesto o abbassato i tassi dei mutui e altre città dovrebbero seguire l'esempio, ma la domanda di edilizia abitativa deve ancora riprendersi. Anche l'aumento dei casi di COVID in Cina e il conseguente lockdown in diverse città stanno ostacolando la ripresa delle vendite di case.

D'altra parte, siamo incoraggiati dalle recenti notizie che sembrano indicare un probabile allentamento delle regole relative gli acconti di garanzia (trust che detengono la liquidità pre-completamento). Questo fornirebbe la liquidità necessaria agli sviluppatori immobiliari dopo la crisi di liquidità e le svalutazioni indiscriminate dell'anno scorso. Le imprese statali (SOE) svolgono un ruolo più rilevante, intervenendo per svolgere attività di M&A attraverso l'acquisizione di progetti o altri asset da sviluppatori in difficoltà. A livello locale, le autorità di regolamentazione hanno messo in atto politiche di allentamento in diverse province e città per dare sollievo alle società di sviluppo immobiliare, ad esempio allentando le regole sulle vendite di proprietà o sulle land bank.

Queste azioni politiche coordinate sembrano indicare che la Cina si sta assicurando una solida base di crescita economica per il 2022. Sulla scia di queste mosse politiche, stiamo già vedendo l'apertura del mercato delle nuove emissioni obbligazionarie. Siamo ottimisti sul fatto che le condizioni continueranno a migliorare, in particolare per le aziende meglio capitalizzate che hanno anche canali di finanziamento più facilmente accessibili, anche se pensiamo che non tutte le aziende del settore riusciranno a sopravvivere. Ma ci sembra comunque chiaro che i responsabili politici sono seriamente intenzionati a fornire una soluzione di sostegno a livello di settore.

Il vantaggio di rendimento della Cina rimane invariato

In questo scenario mutevole, confermiamo la nostra opinione rialzista sulle obbligazioni cinesi nel medio e lungo periodo. Su quali segmenti dovrebbero concentrarsi gli investitori? Le risposte ce le offre l'impulso creditizio della Cina (v. Figura 2). L'impulso al credito, ovvero l'offerta di credito al mercato, è un indicatore previsionale che può segnalare una ripresa dell'economia. Per la prima parte dell'anno, favoriamo le obbligazioni sensibili ai tassi d'interesse perché crediamo che l'impulso al credito toccherà probabilmente il minimo nel primo o secondo trimestre prima di una ripresa economica. Di solito vi è un ritardo di dieci mesi da quando l'impulso creditizio inizia a raggiungere il punto di minimo. Quando inizierà a riprendersi nella seconda metà del 2022, diventeremo leggermente più ribassisti sulle obbligazioni sensibili ai tassi d'interesse.

L'impulso creditizio non è l'unico segnale che teniamo sotto controllo. Sul fronte azionario seguiamo attentamente una delle più grandi banche al mondo, linfa vitale dell'economia cinese, che usiamo come titolo guida: quando le azioni di questa banca iniziano a salire, lo interpretiamo come un segnale – insieme all'aumento dell'impulso creditizio – che la situazione sta cominciando a migliorare.

Quando l'economia arriverà a una svolta, possibilmente nel secondo semestre, ci potranno essere delle opportunità nei mercati del credito in USD.

Negli Stati Uniti e in Europa gli spread dell'investment grade e dell'high yield sono ancora molto ristretti rispetto a quelli dell'high yield cinese, pertanto potrebbe essere il momento di prendere in considerazione i titoli high yield cinesi, in particolare quelli immobiliari. È vero che il settore del real estate non è ancora fuori pericolo, ma con l'attuale mercato che sconta un tasso di default del 70%, a nostro parere irrealisticamente elevato, pensiamo che le valutazioni siano interessanti e ci siano aziende di qualità tra cui scegliere per un investitore a lungo termine. Per chi è già investito nell'high yield asiatico, il passaggio all'high yield cinese potrebbe essere vantaggioso per esprimere un'esposizione più mirata.

È importante, infatti, ricordare che la storia di rendimento della Cina rimane invariata, anche se le politiche stanno cambiando e il clima mondiale è fortemente incerto. Oggi le obbligazioni sovrane cinesi offrono un pick-up di rendimento dell'1-2,5% rispetto ai principali mercati obbligazionari globali, generando rendimenti reali attraverso basse correlazioni (v. Figura 3). Gli spread del credito high yield cinese sono ai massimi storici. Dopo la vivacità dell'anno scorso, il mercato obbligazionario presenta ancora molte opportunità d'investimento. E visto l'impegno del governo, dimostrato alle Due Sessioni, a sostenere una traiettoria di crescita, manteniamo un outlook positivo per l'economia in generale e per l'investment case della Cina.

Diversificare attraverso un approccio multi-asset

Investire in Cina è complesso. Per gli investitori che vogliono adottare un approccio equilibrato, crediamo che allocare il capitale tra le attività onshore e quelle offshore significhi beneficiare dei diversi catalizzatori e della differenza di comportamento degli investitori. Le azioni cinesi sono relativamente volatili, inoltre c'è un vantaggio di diversificazione limitato tra obbligazioni e azioni cinesi, pertanto entrare e uscire in modo dinamico dagli asset rischiosi in diversi contesti di mercato aiuta a ottenere migliori rendimenti corretti per il rischio.

Opportunità idiosincratice per una strategia long/short sulla Cina

La Cina non è più solo questione di azioni e obbligazioni tradizionali, o anche onshore e offshore. Vi sono opportunità idiosincratice per gli investitori long/short che possono beneficiare anche del Wealth Management Connect e delle riforme finanziarie dell'anno scorso, rivelatesi fondamentali per gli investitori relative value.

L'uso dello short selling come strumento di gestione del rischio per proteggere le posizioni lunghe è sempre stato limitato dalla disponibilità di mutuatari short. L'attuazione delle nuove regole consente agli investitori long/short attivi di rivolgersi a investitori domestici come i fondi comuni di investimento, le compagnie di assicurazione sulla vita e gli investitori corporate nazionali – raddoppiando le dimensioni del pool, si potrebbe arrivare a una crescita quintuplicata del mercato relative value quando questo maturerà nel lungo periodo.

Crediamo vi siano ampie opportunità di investimento almeno per i prossimi cinque-sette anni, in quanto la liquidità migliorerà sia sul lato long sia su quello short. Stiamo inoltre considerando le strategie quantitative in Cina e studiando attentamente i mercati del credito e del reddito fisso locali. Queste strategie possono migliorare notevolmente l'efficienza e ci permettono di investire in modo molto più diversificato in tutti i mercati azionari onshore cinesi.

**For information purposes by UBS. For professional / qualified / institutional clients and investors only.
Published March 2022**

This document does not replace portfolio and fund-specific materials. Commentary is at a macro or strategy level and is not with reference to any registered or other mutual fund.

Follow us on LinkedIn 

© UBS 2022. All rights reserved.
www.ubs.com/am

