

## Il Rally Cinese: tra stimoli, riforme e ... liquidità

A cura di: *Alberto Poggiano e Giovanni Da Ros*

**Da inizio anno il mercato cinese è salito in modo rilevante** (MSCI Cina +46,7%, Shanghai Comp +123,4%), nonostante i dati macroeconomici rilasciati nel periodo mostrino un'economia ancora in rallentamento. Analizziamo i fattori che hanno determinato tale rialzo:

1. Innanzitutto abbiamo assistito al cosiddetto fenomeno **“bad news is good news”**, ovvero peggiori sono i dati che misurano la congiuntura, maggiori le attese di interventi del governo a sostegno dell'economia.

In particolare, va segnalata la volontà del governo cinese e della Banca Centrale (PBoC) di evitare un rallentamento marcato della crescita attraverso numerosi interventi finalizzati a garantire uno stimolo economico. Recentemente, infatti, abbiamo assistito a diversi interventi tra cui:

- Un taglio dei tassi di 25bp effettuato a febbraio;
- Un taglio di 100bp del RRR (Reserve Requirement Ratio, ossia la frazione minima di depositi e titoli che ogni banca deve mantenere come riserva) a partire dal 20 Aprile, seguito a quello di 50bp già effettuato nel mese di febbraio;
- Nuove misure sul mercato immobiliare, tra cui l'aumento dell'importo massimo finanziabile e minori tasse sulle compravendite. Inoltre, dovrebbe essere consentita la creazione di fondi pubblici per l'acquisto da parte di governi locali di complessi immobiliari da adibire a alloggi popolari, consentendo un ulteriore sviluppo delle attività di costruzione;
- Ulteriore aumento della spesa infrastrutturale ferroviaria, che dovrebbe determinare un nuovo aumento degli investimenti dopo il picco raggiunto lo scorso anno di oltre 800 miliardi di Yuan;
- Accelerazione sulla cosiddetta Silk Road, un mega progetto infrastrutturale che coinvolgerà oltre 50 paesi, stimolando il commercio tra loro superando i 2,500 miliardi di USD nei prossimi 10 anni. Solo nel 2015 oltre \$40 miliardi saranno investiti nel progetto contribuendo positivamente alla crescita.

Tutte queste misure evidenziano che spazi di manovra possono essere rilevanti e pertanto **è ipotizzabile ritenere che una crescita del PIL in linea con il target minimo del 7% sia raggiungibile sia quest'anno che nel prossimo futuro.**

2. Un secondo fattore riguarda le numerose **riforme annunciate dal governo** che dovrebbero aiutare la crescita nel medio lungo periodo:

- Apertura delle SOE (State Owned Enterprises, società controllate dallo stato) a investitori internazionali privati: ciò dovrebbe consentire una migliore corporate governance e maggiori efficienze operative;
  - Consolidamento ed integrazione: SOE con business simili potrebbero essere consolidate portando a maggiori sinergie e migliori margini;
  - Introduzione di incentivi e disciplina: le SOE saranno incoraggiate a cambiare gli obiettivi, ridurre i costi, migliorare l'efficienza, disporre gli asset non strategici e a tal fine saranno introdotte delle misure premianti per il top management.
  - Ulteriori misure per una migliore allocazione delle risorse: una riforma fiscale, una liberalizzazione dei tassi di interesse e di cambio, una revisione dei prezzi di risorse naturali dovrebbero consentire una più efficiente allocazione delle risorse e stimolare la crescita e i consumi.
3. Questi due fattori non sono in grado tuttavia di spiegare un movimento così forte del mercato e soprattutto la sua tempistica. Per meglio comprenderlo dobbiamo innanzitutto capire le differenze tra il **mercato di Shanghai (A-shares)** ed il listino di **Hong Kong** e **come la crescente liquidità presente nel primo stia impattando il secondo.**

### **Approfondimento**

**Il listino di Shanghai (A-shares):** *le cosiddette A-share rappresentano i titoli di società cinesi denominate in valuta locale e di fatto accessibili a investitori domestici. Gli investitori istituzionali stranieri (QFII, Qualified Foreign Institutional Investor) avevano accesso a questo listino solo in misura ridotta entro limiti predeterminati.*

**Il listino di Hong Kong (H-shares e red chips):** *le azioni quotate a Hong-Kong, invece, prevedono la possibilità di accesso anche a investitori internazionali, tra cui la maggior parte di quelli distribuiti in Italia e non consentono un accesso diretto agli investitori domestici cinesi (se non entro limiti predefiniti dalle quote QDII, Qualified Domestic Institutional Investor).*

Molti titoli (spesso appartenenti al governo) sono quotati in entrambi i mercati ma in quanto non fungibili trattano ad un prezzo diverso.

Il mercato domestico cinese (A-shares) ha registrato nel ultimi 12 mesi una performance eccezionale (superiore al 100%), guidata principalmente dai fattori già menzionanti precedentemente e dal crescente ruolo rivestito dagli investitori retail.



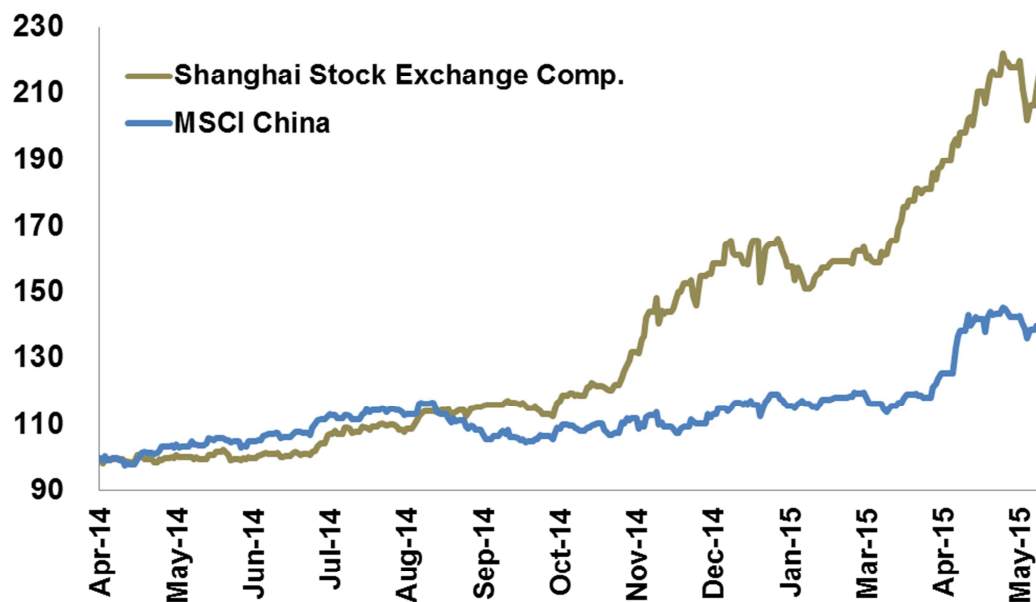
Come si evince dal grafico, il numero di conti di trading sono cresciuti in misura esponenziale con un picco di quasi 2 milioni di nuovi conti aperti a settimana.

Questa crescente liquidità e l'approccio degli investitori domestici cinesi (molto più inclini alla speculazione e con un orizzonte di investimento di breve termine), ha portato il listino di Shanghai a trattare a multipli molto elevati che difficilmente si possono giustificare con un'analisi di tipo fondamentale.

Fonte: Bloomberg, Wind, Goldman Sachs Investment Research

Quello a cui stiamo assistendo in queste ultime settimane è qualcosa che potremmo descrivere come un travaso di questa liquidità nel mercato di Hong Kong. Infatti, il governo tramite un programma chiamato Hong Kong – Shanghai connect ha permesso a due mercati, storicamente distinti, con differenti investitori, di diventare maggiormente collegati.

#### Andamento del mercato azionario cinese nell'ultimo anno



Fonte: elaborazione interna

Il presente documento ha natura meramente informativa, non ha contenuto pubblicitario o promozionale, e non contiene raccomandazioni, proposte, consigli ad effettuare operazioni su uno o più strumenti finanziari, né costituisce un'offerta di vendita o di sottoscrizione di strumenti finanziari o una sollecitazione all'investimento in qualsiasi forma. Le informazioni, di cui al presente documento, vengono aggiornate periodicamente e sono acquisite da fonti ritenute attendibili dal mercato, senza che Fideuram Investimenti SGR S.p.A. possa tuttavia garantirne in assoluto la veridicità e la completezza. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione dello stesso, e non costituiscono in alcun modo un indicatore dei risultati o di qualsiasi altro evento futuro. Fideuram Investimenti SGR S.p.A. si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi riprodotte.

## Approfondimento

**Hong Kong – Shanghai connect:** *lo Stock Connect è un sistema che consente a tutti gli investitori che hanno accesso a Hong Kong (non solo ai QFII), l'acquisto delle principali 300 capitalizzazioni del mercato di Shanghai e viceversa consente agli investitori domestici cinesi (non solo ai QDII) di investire nel mercato di Hong Kong.*

Dato l'elevato premio valutativo che attualmente caratterizza il mercato di Shanghai rispetto al mercato di Hong Kong, molti operatori hanno cominciato a scommettere in una convergenza tra i multipli valutativi dei due mercati.

**Riteniamo che le riforme intraprese dal governo cinese negli ultimi mesi porteranno nel medio/lungo periodo ad un modello di sviluppo economico più sostenibile.** Nel breve periodo, non ci aspettiamo una forte accelerazione dell'economia (gli ultimi dati mostrano ancora debolezza, con una crescita anemica delle vendite al dettaglio e l'andamento degli investimenti che, seppur cresciuti del 9.6% nell'ultimo mese, sono ai minimi degli ultimi 10 anni) ma pensiamo che, qualora non ci fossero segnali di stabilizzazione, il governo sia pronto ad intervenire con misure a sostegno della crescita (recentemente il Presidente della Banca Centrale cinese ha commentato, post annuncio di un PIL debole, di essere pronto a ulteriori stimoli e recentemente abbiamo visto un ulteriore taglio dei tassi di 25 punti). Tuttavia, dal punto di vista valutativo, il mercato di Hong Kong, ex-Financials, tratta a multipli di oltre 20 volte gli utili, al di sopra della media storica e a livelli che non si vedevano da 8 anni.

Elaborazione di **Alberto Poggiano**, del team di Gestione Mercati Azionari Emergenti in FAMI e **Giovanni Da Ros**, Responsabile Gestione Mercati Azionari Emergenti in FAMI.

Documento a cura del team Comunicazione e Supporto Commerciale di Fideuram Investimenti SGR.

Per ogni richiesta di informazioni si prega di contattare il team **Comunicazione e Supporto Commerciale**

**e-mail: [FIComunicazione@fideuramsgr.it](mailto:FIComunicazione@fideuramsgr.it)**

**Fideuram Investimenti SGR**

Il presente documento ha natura meramente informativa, non ha contenuto pubblicitario o promozionale, e non contiene raccomandazioni, proposte, consigli ad effettuare operazioni su uno o più strumenti finanziari, né costituisce un'offerta di vendita o di sottoscrizione di strumenti finanziari o una sollecitazione all'investimento in qualsiasi forma. Le informazioni, di cui al presente documento, vengono aggiornate periodicamente e sono acquisite da fonti ritenute attendibili dal mercato, senza che Fideuram Investimenti SGR S.p.A. possa tuttavia garantirne in assoluto la veridicità e la completezza. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione dello stesso, e non costituiscono in alcun modo un indicatore dei risultati o di qualsiasi altro evento futuro. Fideuram Investimenti SGR S.p.A. si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi riprodotte.