
Gatti, fiumi e regolamentazione: lo stato attuale dell'azionario cinese

Azioni globali | Settembre 2021



Natasha Ebtehadj
Gestore di portafoglio

"Non importa che il gatto sia bianco o nero, l'importante è che acchiappi i topi" – Deng Xiaoping¹

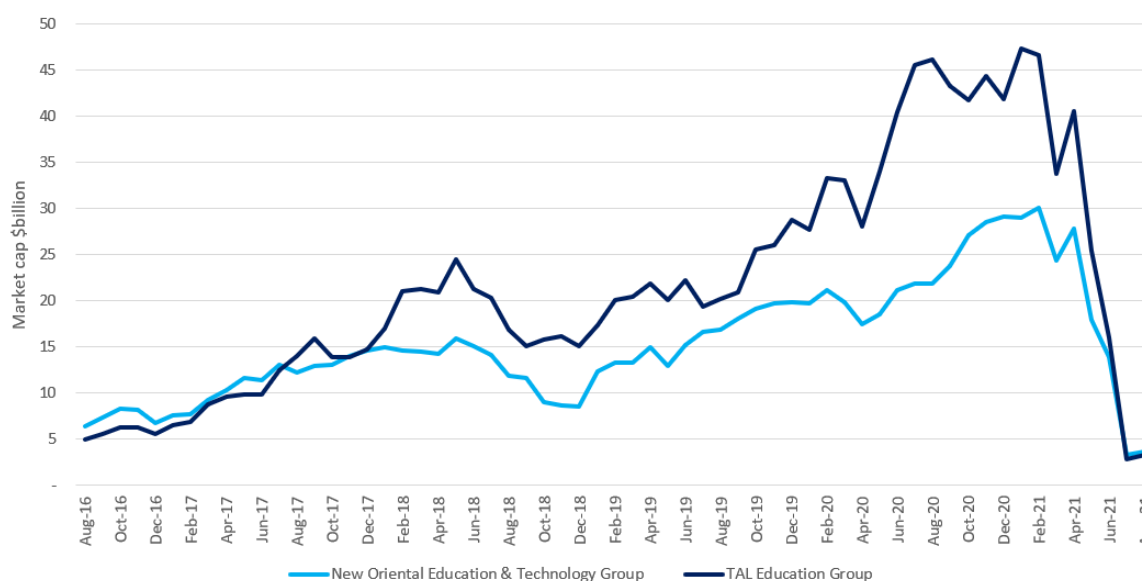
Deng Xiaoping è spesso considerato l'architetto della Cina moderna, avendo sostenuto un approccio pragmatico allo sviluppo economico e sposato il sistema di libero mercato delle economie occidentali. Tuttavia, molti dei principi da lui sostenuti sono stati in apparenza capovolti negli ultimi mesi, e i mercati hanno iniziato a domandarsi se il sistema economico nato dalle riforme di Deng alla fine degli anni '70 stia per cambiare definitivamente.

A innescare questi timori è stata l'azione normativa riguardante le aziende cinesi di istruzione doposcuola, che avevano riscosso grande favore presso gli investitori azionari per via della solida domanda espressa dai genitori, interessati ad avvantaggiare i propri figli in un sistema scolastico altamente competitivo. Tuttavia, di recente questo idillio è stato bruscamente interrotto, poiché la nuova regolamentazione ha di fatto reso questo un settore senza scopo di lucro. Ciò ha ridotto il mercato di riferimento per queste aziende da 100 miliardi di dollari a 25 miliardi di dollari², erodendo di svariati miliardi le capitalizzazioni di mercato di imprese di istruzione come New Oriental e TAL Education (Figura 1). Benché le congetture in merito a un intervento normativo proseguissero da anni, il passaggio all'attività non profit costituisce uno scenario molto sfavorevole che pochi investitori avevano previsto.

¹ <https://www.theguardian.com/business/2008/dec/18/globaleconomy-economics>

² Goldman Sachs, China's after-school tutoring industry amid the new regulatory framework, 26 luglio 2021

Figura 1: Aziende di istruzione doposcuola (capitalizzazione di mercato, miliardi di dollari)



Fonte: Bloomberg, al 13 agosto 2021

Una volta che le acque si saranno calmate, il divieto di svolgere attività a scopo di lucro per le società di istruzione potrebbe un giorno essere considerato uno spartiacque nella storia del mercato cinese; inoltre, nel contesto di altri cambiamenti normativi che attendono le grandi imprese tecnologiche del paese, potrebbe trattarsi del più chiaro segnale di intenti finora trasmesso riguardo alla transizione verso un diverso tipo di modello di crescita economica. Il governo cinese ritiene sempre più importante privilegiare la qualità della crescita piuttosto che la quantità; un problema che vuole affrontare, in particolare, è l'aumento delle disuguaglianze sociali, specialmente nelle tre aree che suscitano maggiori preoccupazioni nella classe media: istruzione, alloggi e assistenza sanitaria. Le imprese private altamente redditizie che offrono servizi di doposcuola, per i quali le famiglie hanno speso il 7-9% del loro reddito nel 2017³, difficilmente saranno viste di buon occhio sotto questo nuovo regime. Adesso è diventato importante il modo in cui il gatto acchiappa il topo, non solo il fatto che è in grado di acchiapparlo.

Cina: prima innovare, poi regolamentare

Europa: prima regolamentare, poi non innovare

Stati Uniti: prima innovare, poi non regolamentare⁴

Al tempo stesso, la nuova regolamentazione è stata anche fonte di volatilità di mercato per i colossi tecnologici cinesi. Nel corso dell'ultimo decennio aziende come Alibaba e Tencent sono state all'avanguardia della "new economy" cinese, promuovendo la digitalizzazione dell'economia del paese con ecosistemi tecnologici in grado di sfidare quelli degli omologhi leader statunitensi. Grazie al successo dell'innovazione e alla crescita esponenziale, al picco di febbraio le società di Internet costituivano quasi la metà dell'MSCI China Index.⁵

In passato la Cina ha lasciato i settori liberi di sperimentare nelle fasi iniziali al fine di alimentare la crescita, per poi regolamentare la loro attività di fronte alle prime difficoltà. Adesso è il turno dei titoli tecnologici. Molti problemi che le autorità stanno cercando di risolvere sono analoghi a quelli che riguardano le società statunitensi: antitrust, sicurezza dei dati e diritti dei lavoratori. La

³ Goldman Sachs, Future of learning: Transforming China's after-school tutoring in the digital era, 3 febbraio 2020

⁴ Lillian Li – Chinese Characteristics 'Let the bullets fly for a while', blog, <https://lillianli.substack.com/p/let-the-bullets-fly-for-a-while>, 15 luglio 2021

⁵ Morgan Stanley, China's Regulatory Reset, p. 9, 1° agosto 2021

differenza è che in Cina introdurre nuove norme è generalmente più facile e l'assenza di lunghi giri di consultazione può dare l'impressione di mosse improvvisate e avventate. Nonostante la crescente regolamentazione, è importante non confondere l'azione normativa con quella che ha causato il ribasso delle aziende di istruzione. Nel caso delle big tech, è molto probabile che il governo cinese si renda conto di avere effettivamente bisogno di imprese a scopo di lucro per realizzare un altro dei suoi obiettivi politici: quello di una maggiore autosufficienza tecnologica, un traguardo che è diventato sempre più urgente dal 2018, quando l'ex presidente degli Stati Uniti Donald Trump ha avviato la sua azione di contenimento nei confronti della Cina mediante politiche incentrate sulla tecnologia. Pechino desidera ancora che le aziende tecnologiche prosperino, ma vuole che lo facciano in modo tale da soddisfare i suoi obiettivi politici.

"Attraversare il fiume tastando le pietre"⁶

Arriviamo così all'impatto di mercato di questi provvedimenti, che inducono molti operatori a domandarsi se il nuovo regime non precluda di fatto gli investimenti in Cina. Si potrebbe sostenere che è troppo presto per trarre una conclusione tanto drastica. Le recenti allusioni di alcuni esponenti del governo suggeriscono che l'impegno verso i principi basati sul mercato persisterà, con il divieto estremo di svolgere attività a scopo di lucro limitato probabilmente al solo settore dell'istruzione. Tuttavia, è ragionevole aspettarsi ripetuti interventi legislativi in altre aree, via via che i regolatori cercano di interpretare e attuare la nuova enfasi posta dal governo sull'autosufficienza tecnologica, la decarbonizzazione e la riduzione delle disuguaglianze sociali.

Ancora una volta, l'economia cinese continua a evolvere, e le imprese operanti nei settori sotto esame dovranno modificare i loro modelli di business. La maggior parte di esse riuscirà a guardare il fiume, ma non è chiaro quale sarà il loro profilo di redditività nei prossimi tre-cinque anni. A fronte della significativa incertezza che pesa su oltre il 40% del mercato azionario della Cina, i multipli che gli investitori sono disposti a pagare per i titoli cinesi sono destinati a diminuire. Di conseguenza, abbiamo chiuso la nostra posizione in Tencent, dopo aver detenuto il titolo per molti anni.

Non dobbiamo dimenticare, tuttavia, che la Cina è la seconda più grande economia del mondo e che permangono opportunità di crescita, anche al mutare del regime economico. Alcune delle nostre società in portafoglio, che sono quotate altrove, hanno una significativa esposizione alla Cina, e rimaniamo ottimisti sulle loro prospettive di crescita, specialmente laddove i ricavi sono allineati ai nuovi obiettivi politici. Ad esempio, i piani di decarbonizzazione della Cina saranno probabilmente vantaggiosi per i produttori di veicoli elettrici, e a sua volta per un fornitore come la nostra partecipata TE Connectivity, che genera un quinto dei propri ricavi nel paese. Analogamente, l'altra faccia della medaglia del divieto imposto dal governo sulle attività di doposcuola è stato l'annuncio di nuove politiche volte a promuovere una maggiore partecipazione alle attività sportive, che dovrebbe giovare a un'altra delle nostre posizioni, Adidas, per la quale la Cina rappresenta un quarto del fatturato.

Altre opportunità si presenteranno nel tempo, ma preferiamo aspettare che il quadro politico diventi più chiaro: non abbiamo ancora attraversato completamente il fiume.

⁶ <https://www.asianstudies.org/publications/eea/archives/crossing-the-river-by-feeling-the-stones-deng-xiaoping-in-the-making-of-modern-china/>

Avvertenze: Esclusivamente ad uso di Investitori professionali e/o qualificati (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). Il presente documento ha fini pubblicitari.

Questo documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato rappresentativo di un particolare investimento. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. **Investire comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale. Il capitale è a rischio.** Il rischio di mercato può riguardare un singolo emittente, settore dell'economia, industria ovvero il mercato nel suo complesso. Il valore degli investimenti non è garantito e di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare l'importo originariamente investito. **Gli investimenti internazionali** comportano alcuni rischi e una certa volatilità in ragione della potenziale instabilità politica, economica o valutaria e di principi contabili e finanziari differenti. **I titoli nominati nel presente documento sono forniti a scopo illustrativo, sono soggetti a variazioni e non vanno interpretati come una raccomandazione di acquisto o di vendita. I titoli esaminati potrebbero rivelarsi o meno redditizi.** Le opinioni espresse sono valide alla data indicata, possono cambiare al mutare del contesto di mercato o di altre condizioni e possono differire da altre opinioni espresse da altre società consociate o affiliate di Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Le decisioni di investimento o gli investimenti effettivamente realizzati da Columbia Threadneedle e dalle sue affiliate, per conto proprio o per conto di clienti, possono non riflettere necessariamente le opinioni espresse. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento e non tengono conto delle circostanze specifiche di ciascun investitore. Le decisioni di investimento dovrebbero essere sempre effettuate in funzione delle esigenze finanziarie, degli obiettivi, delle finalità, dell'orizzonte di investimento e della tolleranza al rischio di ciascun investitore. Le classi di attivi descritte potrebbero non essere idonee per tutti gli investitori. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e nessuna previsione deve essere considerata come una garanzia.** Le informazioni e le opinioni fornite da terze parti sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza e completezza. Il presente documento e i relativi contenuti non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione.

Per il SEE: pubblicato da Threadneedle Management Luxembourg S.A. Registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), numero di iscrizione B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo.

Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle.