



THE EMERGING QUEEN: SISTEMA BORSISTICO CINESE

- MARKETS AROUND THE WORLD -



Gennaio 2021

INDICE

INTRODUZIONE	2
SISTEMA BORSISTICO CINESE	3
I PRINCIPALI INDICI DI MERCATO	4
IL MERCATO CINESE DEI TITOLI DI STATO	7
DUE PAROLE SUL MERCATO ETF	9
RIFLESSIONI CONCLUSIVE, TRA GIOCHI DI LUCE ED OMBRE	12
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	14

Autori

Cervi Simone

Dallatana Giorgio

Schiaffonati Riccardo



INTRODUZIONE

La Repubblica Popolare Cinese è una delle maggiori economie mondiali e, secondo alcune stime, presto sarà la prima.

Fino al 1912 l'organizzazione politica cinese era basata su di un sistema monarchico, con il potere quindi concentrato nelle mani della dinastia imperiale.

Nei primi del '900 una serie di rivoluzioni e guerre civili ha fatto sì che prendesse il potere il partito comunista istituendo un regime totalitario e non democratico che ancora oggi governa la Cina.

Il passaggio da monarchia a repubblica è stato fondamentale per abbandonare un sistema basato su un'economia rurale di tipo agricolo e imporsi come centro manifatturiero mondiale arrivando ad essere definita come fabbrica del mondo; infatti, anche se molte parti del paese si basano ancora su di un'economia rurale, è il settore manifatturiero a fare da padrone e a trascinare il miracoloso sviluppo economico alimentato anche dalla delocalizzazione di molti processi produttivi da parte di colossi occidentali.

Seppur governato dal partito comunista, il sistema economico cinese presenta alcune fondamentali caratteristiche di un sistema capitalistico; la Cina, infatti, definisce il suo capitalismo come "capitalismo statale", cioè gestito e controllato dallo stato, più che dalle imprese private, e per questo inserito all'interno della cornice di governo del Partito Comunista Cinese (PCC).

La contrapposizione del capitalismo e del comunismo all'interno del sistema economico cinese è trattata in "*Capitalism, Alone*" di Branko Milanovic; dove l'autore dà un'interessante analisi dei processi di liberalizzazione da prima delle riforme volute dal PCC ad oggi.

SISTEMA BORSISTICO CINESE

Introduzione della borsa valori. In Cina, nel 1891 venne costituita per la prima volta la borsa di Shanghai, chiusa poi nel 1949 con l'instaurazione della Repubblica popolare cinese. La riapertura della borsa avvenne nel 1990 con lo scopo di modernizzare l'economia del paese e oggi dipende da un organismo del consiglio di affari di stato della Repubblica popolare. Contestualmente alla riapertura di Shanghai, nel 1990 fu costituita la borsa di Shenzhen.

Differenze chiave rispetto ai mercati sviluppati. Un fattore che differenzia particolarmente il mercato azionario cinese da quelli occidentali riguarda la diffusione delle azioni presso il pubblico, infatti solo il 7% della popolazione cinese detiene azioni. Questo rende i prezzi dei listini particolarmente volatili poiché circa l'80% del volume negoziabile è nelle mani di una fetta ristretta di investitori. Ennesimo fattore rilevante consiste nella capitalizzazione totale delle azioni quotate in Cina, corrispondente circa al 30% del GDP del paese, contro percentuali vicine al 100% per la maggior parte dei paesi sviluppati.

Tipologie di azioni. È importante precisare una distinzione tra diversi tipi di azioni presenti sul mercato finanziario cinese:

- Le azioni di tipo A: sono titoli di aziende cinesi, quotate in yuan e disponibili per investitori cinesi e per una cerchia ristretta di investitori esteri che hanno ottenuto da Pechino lo stato di Qualified Foreign Institutional Investors (QFII).
- Le azioni di tipo B: sono titoli di aziende cinesi contrattati in dollari statunitensi a Shanghai e in dollari di Hong Kong a Shenzhen. Dal 1992 al 2001 tali azioni sono state negoziate solamente da operatori stranieri. Dal febbraio 2001 il mercato delle azioni B è stato aperto anche agli investitori nazionali.
- Le azioni di tipo H sono azioni di aziende cinesi quotate e negoziate solo ad Hong Kong. In Cina esistono tre borse valori, tra cui solo le prime due sono cinesi in senso stretto, poiché la terza è situata nella regione autonoma di Hong Kong. Abbiamo quindi:

Shanghai, SSE (Shanghai Stock Exchange). La borsa di Shanghai è un'organizzazione senza scopo di lucro gestita dalla China Securities Regulatory Commission. Le azioni quotate rappresentano principalmente le maggiori aziende del paese in cui lo stato ha un controllo. I maggiori investitori di queste aziende sono istituzionali.

Shenzhen. Nota anche con la sigla SZSE (Shenzhen Stock Exchange). La sua particolarità consiste nel fatto che vi possano essere quotate le azioni di quelle società che superino almeno la capitalizzazione di 6 miliardi di yuan. In particolare questa contiene aziende con alto potenziale di crescita, anche di dimensioni non elevatissime, per questo viene considerato il “Nasdaq cinese”.

Settore	Shanghai	Shenzhen
Manufatturiero	28%	60%
Finanziario	32%	7.2%
Estrazione	3%	15%
Trasporti	5%	3%
Real Estate	3%	5%
Utilities	4.5%	3%
Retail	3%	3.3%

Fonte: the Balance

Hong Kong, HKSE (Hong Kong Stock Exchange). Questa borsa non è propriamente cinese, non in senso stretto almeno, siccome è una regione ad amministrazione speciale con propria valuta, sistema giuridico e legislazione (venne conferita dalla Gran Bretagna alla Cina nel 1997). Su questa borsa precedentemente non era possibile investire per i cinesi, oggi è possibile solo se il loro portafoglio supera i 500.000 yuan.

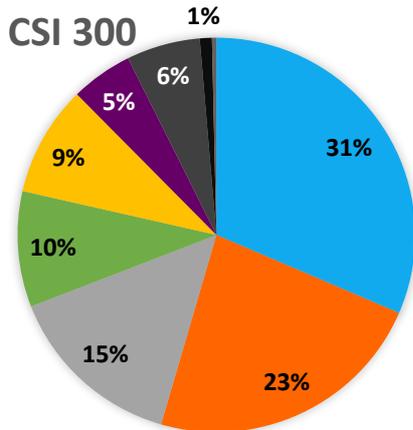
Gli investitori internazionali sono soliti prediligere questa borsa poiché sia le azioni di tipo A che di tipo B quotate su Shenzhen e Shanghai, sono spesso particolarmente soggette al controllo del governo cinese.

Il “**Shanghai-Hong Kong connect market program**” intrapreso nel 2014 dal governo cinese, a cui si aggiunse Shenzhen nel 2016, vuole permettere a investitori stranieri di comprare azioni quotate sulle borse “cinesi in senso stretto”. Ragione per cui molte grandi imprese sono quotate su Hong Kong e su una tra le altre due borse. La finalità di Xi Jinping col programma è facilitare il finanziamento per aziende altamente indebitate

I PRINCIPALI INDICI DI MERCATO

Negli ultimi anni, con la crescita dell’economia cinese, anche gli investitori hanno incrementato il loro interesse verso questa area geografica. In seguito a questo fenomeno sono stati istituiti diversi indici oggi di rilievo anche per molti investitori occidentali. Citiamo qui i più rilevanti:

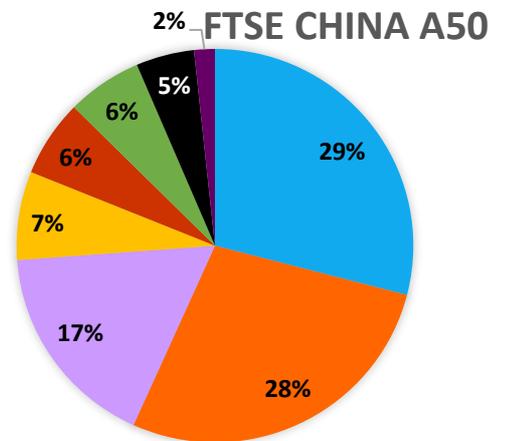
- ▶ Finance
- ▶ Consumer discretionary
- ▶ Communication
- ▶ Industrials
- ▶ Real estate
- ▶ IT
- ▶ Oil and gas
- ▶ Materials
- ▶ Health
- ▶ Consumer staples
- ▶ Public services



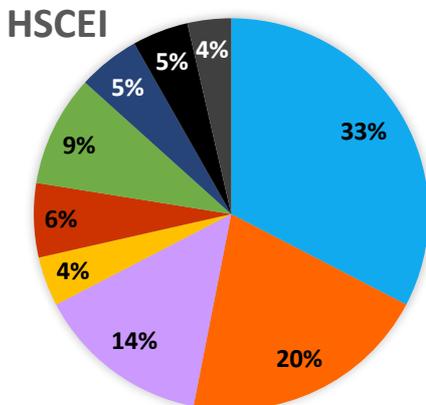
L'indice CSI 300 riflette l'andamento delle 300 maggiori large cap cinesi quotate in yuan nelle borse di Shenzhen e Shanghai è ponderato per la capitalizzazione di mercato rettificata sulla base del flottante

Ping An insurance	5,27%
Kweichow Moutai	5,04%
Merchants Bank	2,38%
Jiangsu Hengrui Medicine	2,35%
Wuliangye Yibin	2,23%

L'Indice FTSE CHINA A50 misura i risultati delle azioni delle società cinesi disponibili per investitori internazionali. È composto dalle 50 società più importanti e liquide quotate alla Borsa valori di Hong Kong, classificate per capitalizzazione totale di mercato rettificata al flottante



Meituan Dianping	8,77%
Tencent Holdings	8,39%
AliBaba	7,88%
JD.com	5,76%
Ping An Insurance	5,43%

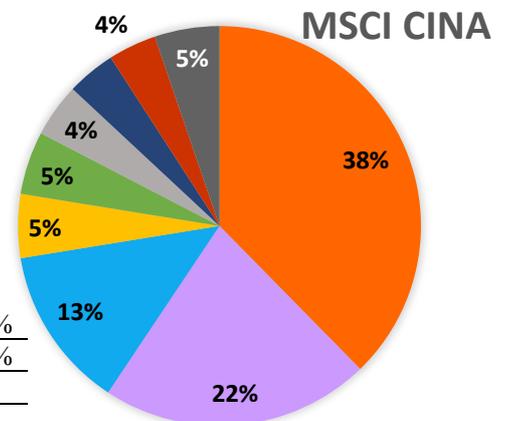


HSCEI è l'indice che comprende le azioni con capitalizzazione di mercato ponderate con il flottante e comprende le così dette azioni H quotate sulla Borsa di Hong Kong

Tencent Holdings	9,43%
China Construction Bank	8,82%
Ping An insurance	7,70%
Xiaomi	6,14%
Ind & Comm Bk Of China	5,00%

L'indice MSCI China riflette l'andamento delle società cinesi ad alta- media capitalizzazione in Azioni di categoria A, H e B, e quotazioni nelle borse estere

AliBaba	20,33%
Tencent Holdings	15,52%
Meituan Dianping	4,71%
JD.com	2,47%
China Construction Bank	2,36 %



- **SSE 300** (Shangai Shenzhen 300): racchiude le 300 imprese maggiori per capitalizzazione quotate sul mercato di Shangai e Shenzhen.
- **SSE Composite** (Shangai Stock Exchange Composite): a differenza del precedente indice sono presenti tutte le azioni quotate a Shangai ma non quelle di Shenzhen. SSE 180 o SSE 50 non sono che esempi di sottoinsiemi comprendenti le migliori azioni per capitalizzazioni presenti sull'indice.

Relativamente al 2015, le borse di Shangai e Shenzhen stavano portando rendimenti stratosferici. Un fattore che ha guidato il movimento rialzista è stato il “marginal lending”, ovvero gli investitori prendevano a prestito a tassi ridotti e acquistavano i titoli azionari conseguendo quindi un forte effetto leva. Questo effetto subisce una brusca retromarcia verso la metà del 2015 per una stretta derivante dalle autorità cinesi verso questo fenomeno.



	Rendimento medio	Dev.st	Rend/Dev.st
SSE Composite	5,59	22,49	0,0025
CSI 300	12,43	27,40	0,0045
HSCEI	-1,80	9,28	0,0019
MSCI China	7,34	19,56	0,0038
FTSE China A50	12,29	32,35	0,0038

Fonte: Nostro Elaborato

IL MERCATO CINESE DEI TITOLI DI STATO

La congiuntura macroeconomica odierna ha portato i rendimenti dei bond governativi emessi da paesi sviluppati ad attestarsi attorno allo 0% e, in casi estremi ad un tasso del – 0,5% alla scadenza (Esempio. Bund 10Y). Questa situazione ha portato i gestori di portafogli obbligazionari a mettersi alla disperata ricerca del tanto agognato e sempre più raro rendimento da titolo di stato.

In soccorso di questi gestori arriva il mercato obbligazionario statale cinese. Quest'ultimo, seppur classificato come mercato emergente, è caratterizzato da un rating creditizio di tutto rispetto: A+ (S&P), superiore quindi alla maggior parte dei paesi dell'Europa meridionale (il rating creditizio italiano è una tripla B). Il rendimento medio alla scadenza dei titoli di stato cinesi si attesta intorno al 3% offrendo quindi una ghiotta occasione per gli investitori.

Le emissioni cinesi rappresentano ad oggi il 25% circa del mercato obbligazionario mondiale. Risulta quindi una fetta di mercato ormai troppo grande per essere ignorata da parte dei grandi player obbligazionari mondiali.

A partire dal prossimo Ottobre inoltre, Ftse Russel inserirà le obbligazioni cinesi all'interno del "Ftse Russel World Government Bond" obbligando di conseguenza gli ETF replicanti di questo indice ad entrare prepotentemente sul mercato obbligazionario cinese. All'interno di un articolo pubblicato su Milano Finanza datato 28 Ottobre 2020 di Fausto Tenini si stima che il processo di adeguamento degli ETF di riferimento porterà un flusso di risorse quantificabili in 100 miliardi di dollari sui titoli di stato del gigante orientale.

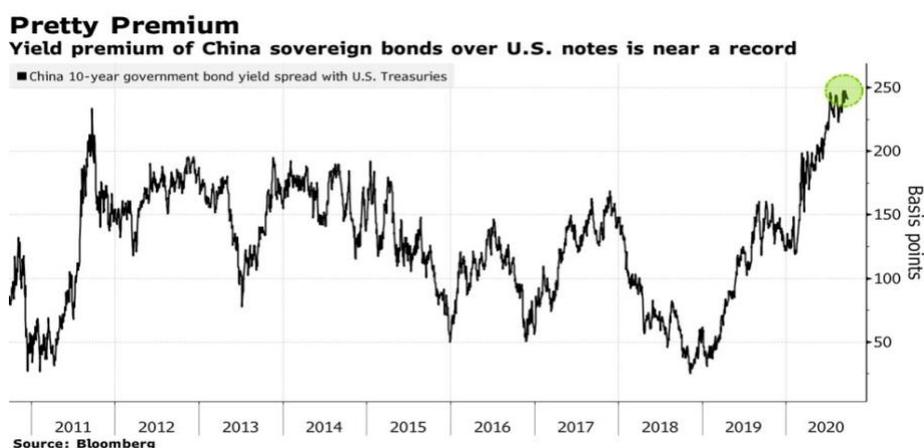


Fonte: Bloomberg

Ma Ftse Russel non è l'unica società di gestione di indici che si sta adeguando al crescente sviluppo del mercato obbligazionario cinese: altre grosse realtà come Bloomberg, Barclays ecc... si stanno muovendo in modo analogo andando a garantire un continuo flusso di capitali stranieri in entrata sui titoli di stato cinesi.

Oltre al rendimento, un'altra caratteristica che rende un'obbligazione governativa cinese così interessante agli occhi degli investitori (istituzionali e non) è la decorrelazione rispetto al mercato dei bond dei paesi sviluppati.

Questa caratteristica di decorrelazione rende molto appetibile l'obbligazione cinese ai fini diversificativi; una misurazione effettuata da Goldman Sachs su un orizzonte storico di 7 anni determina una correlazione di 0,37 tra i bond cinesi e i titoli di stato di Germania e Stati Uniti. Su un ragionamento di breve, e quindi solo sul 2020, la correlazione tocca lo zero grazie ad una maggiore propensione, da parte dei bond cinesi, ad assorbire lo shock causato dalla pandemia da Covid-19.



Fonte: Bloomberg

A livello pratico, sul mercato Etf plus di Borsa Italiana è quotato un Etf con sottostante l'indice "Ftse Goldman Sachs Access China Government Bond"; a livello tecnico conta 25 bond governativi denominati in yuan con la scadenza a più lungo termine fissata al 2049. Il ribilanciamento è fissato su base mensile con una replica di tipo fisico con campionamento rispetto all'indice (fonte dati: MilanoFinanza).

DUE PAROLE SUL MERCATO ETF

Solo qualche anno fa, un corrispondente del Guardian ha sviluppato in un suo articolo un parallelismo tra la borsa di Shanghai e un casinò a Macao. Si perché se nel 2008 durante le presidenziali americane, la sola somiglianza del nome di un'azienda cinese sconosciuta con quella del presidente eletto ne provoca un balzo del 43% in pochi giorni, qualcosa non funziona. Ed ecco che arriva Xi Jinping, con un programma di alfabetizzazione finanziaria scolastico (dagli 8 anni in su), volto ad incentivare la conoscenza sul valore del denaro delle nuove generazioni.

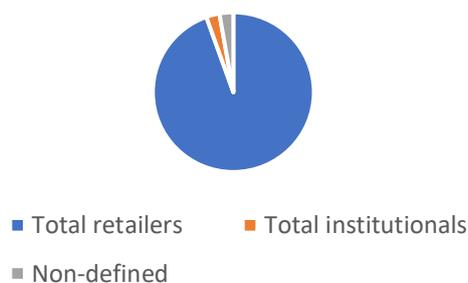
Un concetto base, ben radicato nel know-how dell'asset allocation, recita che gli strumenti perfetti per coloro che vogliono iniziare a investire e mostrano scarse conoscenze in materia sono proprio gli ETF.

Peccato però che il mercato cinese sia ancora molto carente in materia. Potrebbe essere questo un potenziale effetto della carenza in materia di istruzione all'investimento di buona parte della popolazione cinese? La risposta è sì e non lo diciamo noi, lo dice Oliver Wyman in un suo studio targato 2019 (vedi bibliografia) e lo conferma qualche settimana fa una ricerca di mercato firmata JP Morgan grazie alla joint venture tra China International Fund Management e Snowball Finance. Con particolare riferimento a quest'ultima, il 55% degli investitori retail intervistati ha ammesso che il problema principale con gli ETF è la mancanza di conoscenze tecniche in materia. E per coloro che queste competenze potevano dire di averle, spesso persistevano mancanze in termini

di allocazione strategica di questo tipo di prodotti. La categoria azionaria di ETF è rimasta la più apprezzata tra gli investitori cinesi intervistati, mentre la strategia più apprezzata riguarda l'inserimento in portafoglio di strumenti replicanti gli indici più importanti (l'80% dei retail investors intervistati ha acquistato ETF sul CSI 300 e SSE 50).

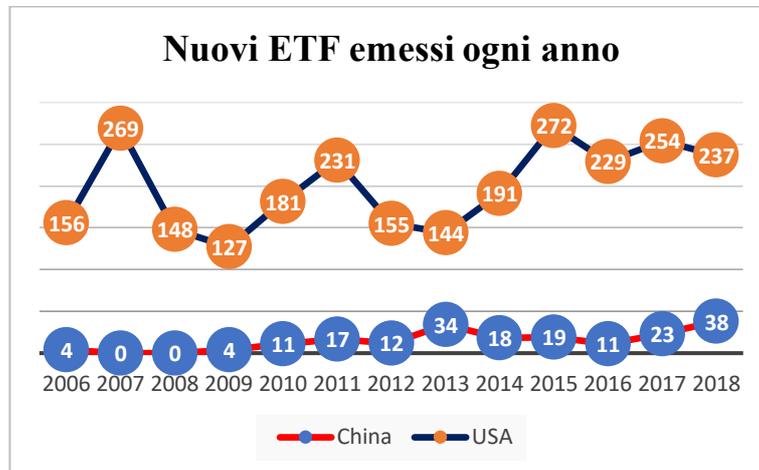
Infine, il report si conclude sottolineando che la creazione di una gamma di prodotti ETF più vasta da parte della Cina potrebbe attrarre sicuramente maggiori flussi di capitale.

JP Morgan soggetti intervistati



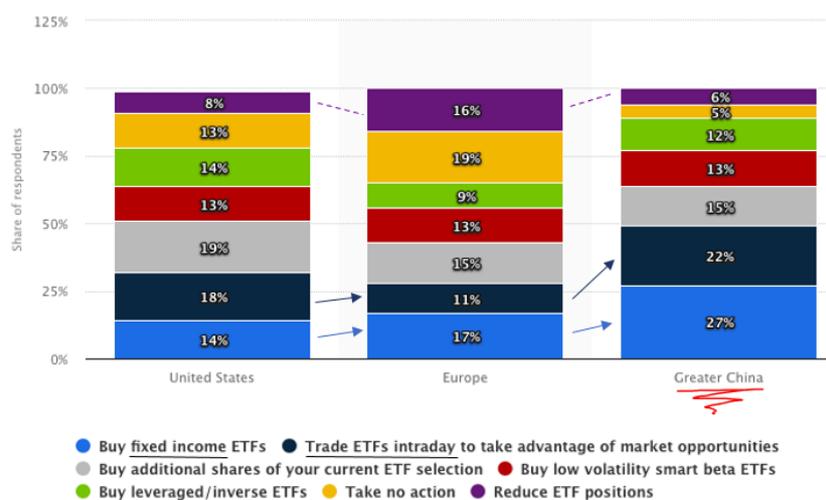
Fonte: Nostro Elaborato

Anche osservando dati risalenti agli anni precedenti è possibile constatare come la dimensione del mercato ETF cinese fosse microscopica se paragonata a quella statunitense.



Fonte: Nostro Elaborato; Statista, Oliver Wyman

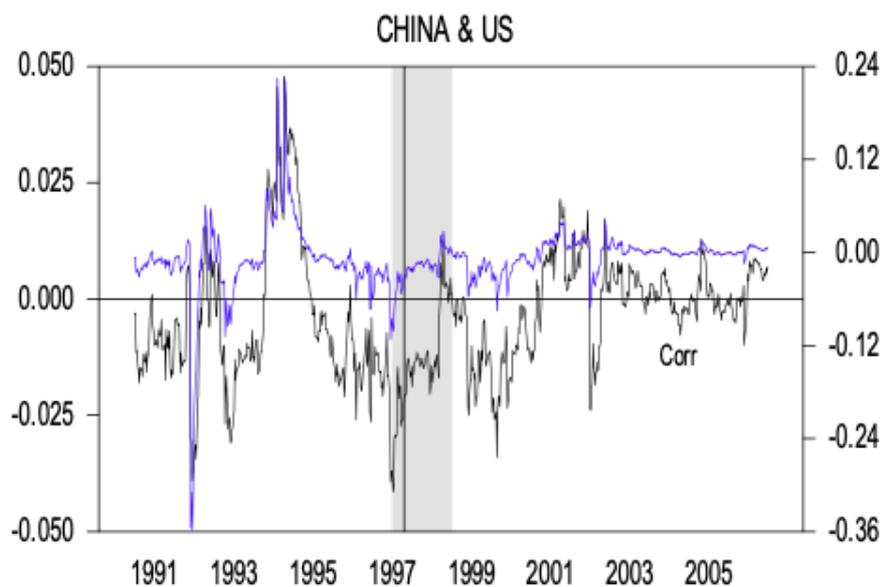
Nei mercati più maturi gli ETF sono stati per molto tempo acquistati da investitori istituzionali con finalità di asset allocation. Un impedimento allo sviluppo del mercato ETF in Cina è dato proprio dalla carenza di questa tipologia di investitori. In Cina infatti vige un forte numero di investitori retail focalizzati su guadagni a breve termine. Gli accordi tra Cina e Hong Kong hanno portato però solamente qualche mese fa all'apertura ad investimenti stranieri sul mercato ETF, e questo fattore potrà certamente potenziare lo sviluppo di questa categoria di strumenti.



Fonte: Statista

Le differenze strutturali del mercato sono osservabili anche nel grafico alla pagina precedente. Statista analizza qui le diverse strategie utilizzate in periodi di elevata volatilità di mercato dagli investitori professionali sull'ETF market nel 2019. Come sottolineato già nel titolo di questo studio, la Cina rappresenta la regina delle realtà emergenti e per questo le posizioni in fixed income ed equity ETF risultano fondamentali. È quindi difficile riscontrare fenomeni di riduzione delle proprie posizioni sul mercato cinese poiché la Cina rappresenta la grande alternativa. C'è da sottolineare come la storia stessa ci racconti il fenomeno di correlazione negativa tra Cina e USA (linea nera nel grafico).

Per questo, nonostante la scarsa offerta di prodotti, la Cina rappresenta una valida alternativa in periodi di incertezza sui mercati.



Fonte: Bredin, Hyde, Nguyen

RIFLESSIONI CONCLUSIVE, TRA GIOCHI DI LUCE ED OMBRE

“Non è la più forte delle specie che sopravvive, né la più intelligente, ma quella più reattiva ai cambiamenti” scriveva Charles Darwin, con riferimento alla teoria dell’evoluzione delle specie.

Allo stesso principio sono assoggettate le società quotate nei vari listini mondiali, che mai come in questi mesi hanno dato prova di essere in grado di crescere, anche in mancanza di fondamentali che ne confermassero la presa di valore. Anzi alle volte è bastato un leader “visionario” o un tweet fuori dall’ordinario per innescare cavalcate di valore così rilevanti da mettere in crisi grandi fondi di investimento e produrre ingenti perdite.

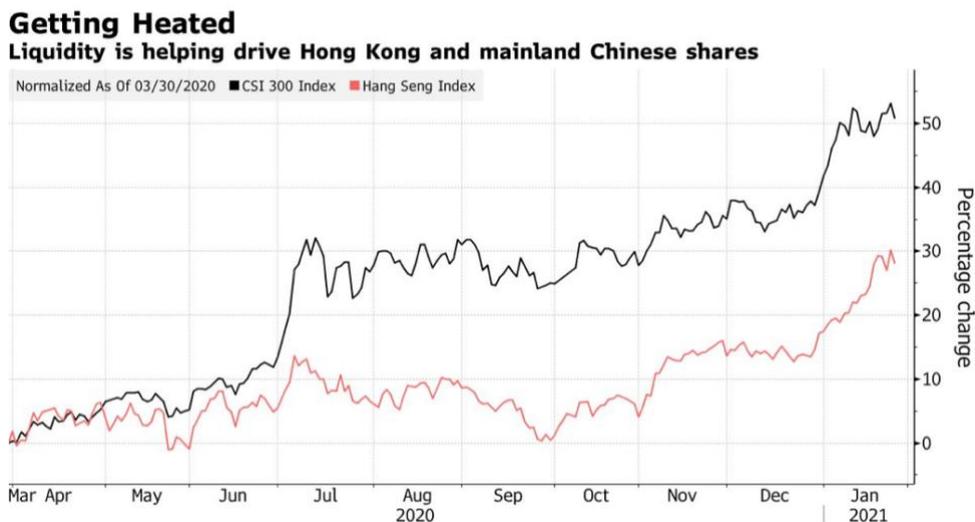
Qualche settimana fa la conclamata necessità del Congresso americano di sviluppare regolamentazioni più stringenti (con particolare riferimento agli obblighi di disclosure e contabili) ha nuovamente portato sulle prime pagine dei grandi quotidiani della finanza la questione dei delistings di alcune compagnie cinesi. Riflettori puntati dunque sui dissapori tra USA e Cina, che in questo caso si rispondono a colpi di regolamentazioni. Anche le borse cinesi in senso stretto infatti stanno proponendo revisioni del sistema di monitoraggio delle società quotate utili a rendere il pericolo della revoca della società dalle negoziazioni non più solo un “brutto sogno”. Sì perché il delisting è stato fenomeno relativamente raro negli ultimi anni (120 compagnie in 10 anni contro le 200 all’anno statunitensi, per un numero pressoché identico di aziende quotate).

Beijing è quindi pronta al cambiamento e lo fa nell’anno in cui l’equity market supera i 10 trillion \$. Una delle strategie di enforcement applicate ad esempio, si esplica nella stretta osservazione delle aziende la cui capitalizzazione di mercato si attesti sotto la soglia fissa di circa 46 milioni di dollari per più di 20 giorni di contrattazioni.

Addirittura si parla di una riforma che permetterà alle società il cui valore di mercato andrà alle stelle di essere sospese dalle quotazioni; in attesa di indagini che potrebbero comportare l’esclusione definitiva dai mercati, con conseguente uscita di scena a prezzi stratosferici.

I cambiamenti, validi o insensati che siano, devono rispondere alle esigenze della società nel suo insieme. Ray Dalio parla di quest’ultimo anno appena passato come di “anno determinante” per la Repubblica Cinese, che ha avuto nel 2020 una crescita su base annua dell’1,9% (fonte: FMI). Nel mentre il sistema borsistico cinese si evolve, e lo fa pur

consapevole di arrecare danni in un periodo di grande fragilità, in particolare a quelle compagnie che hanno record negativi pluriennali in termini di contabilità e di governance.



Fonte: Bloomberg

Mentre gli indici salgono, la People's Bank of China cerca di drenare liquidità con operazioni di mercato aperto che manifestano apertamente i timori derivanti dallo scoppio di bolle (in particolare, quella del settore del Real Estate).

E pur non essendo certo “disclosure” la parola d’ordine sui mercati regolamentati, il mercato cinese rappresenta sicuramente una realtà interessante.

Certo è che nel momento in cui calerà il sipario sullo spettacolo di liquidità che si sta protraendo sui mercati, sarà forse più possibile osservare le ombre delle quali la Repubblica Popolare Cinese si è servita per secoli. E se mai questa situazione si dovesse verificare, la liquidità bruciata non sarà altro che un biglietto di ingresso a questo spettacolo, il cui prezzo sarà alquanto salato.



BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Chou R., Yip J., Oliver Wyman: “*China Asset Management – ETF as next wave of growth*”, 2019;

Manna Sam, Orizzonti Politici: “*Capitalismo o Comunismo? Lo storico enigma cinese*”, 21/10/2020;

Borsa Italiana: “*La nuova fase di crescita della Cina*”, 19/05/2016;

Silvestri Violetta, Money.it: “*Hong Kong si infiamma: la situazione spiegata in 3 punti*”, 30/05/2020;

Kimberly Amadeo, The Balance: “*China’s Stock Market, Including Shanghai, Shenzhen, and Hong Kong*”, 21/11/2020;

Huang Echo, FT: “*Ignorance impedes growth of China ETF market, survey reveals*”, 28/12/2020;

Bloomberg: “*FTSE Russell says China to be included in Global Bond Index*”, 25/09/20;

IlSole24Ore: “*È scoppiata la bolla cinese? Perché la Borsa ha perso il 19% in due settimane*”, 26/06/2015;

Financial Times: “*China stocks, Darwinian selection*”, 15/12/2020;

Wigglesworth Robin, Financial Times: “*China will vie to become world financial centre, says Ray Dalio*”, 9/01/2021;

Bredin, Hyde, Nguyen, “*Correlation dynamics between Asia-Pacific, EU and US stock returns*”

Forbes: “*A 8 anni a lezione di Finanza. Così la Cina batte tutti in educazione finanziaria*”, 5/04/2019;

Tenini Fausto, MilanoFinanza: “*Obbligazioni, fate largo ai titoli di stato cinesi*”, 28/10/2020;

Frost Richard, Bloomberg “*China Asset-Bubble Warning Threatens Stock Frenzy in Hong Kong*”, 26/01/2021;

Bloomberg: “*China scraps foreign investment limit in stocks and bonds*”, 11/09/19

<http://www.szse.cn/English/listings/faq/index.html>

<https://www.thebalance.com/china-stock-market-shanghai-shenzhen-hong-kong-3305480>

