

Settore Real Estate Cinese: situazione, razionali e prossimi passi

21/09/2021

La dinamica di espansione del settore *real estate* cinese negli ultimi anni e la sua recente crisi è quella tipica di un ciclo spinto negli anni da politiche particolarmente favorevoli, alle quali poi è stato imposto un freno repentino. Come noto, si tratta di un settore fondamentale per l'economia del paese (il *real estate* pesa il 16,4% del Pil del Dragone), che è stato favorito negli anni da una politica di forte incentivo creditizio da parte del governo centrale attraverso il sistema bancario domestico.

La crescita del settore ha permesso la nascita di numerosi colossi, tra cui Evergrande, oramai sulle prime pagine dei giornali finanziari di tutto il mondo e che versa in una situazione finanziaria difficile, dall'alto dei suoi 300 miliardi di dollari di esposizione debitoria totale, tra fornitori, settore bancario, investitori locali ed esteri.

I motivi di un avvistamento del settore e di conseguenza dei titoli degli emittenti, differenti per dimensione e qualità, comincia a inizio 2020 e si acuisce a fine aprile 2021. Una serie di misure volte a favorire un *deleveraging* delle aziende da parte del governo sul livello di indebitamento e sulle future politiche di gestione dell'esposizione debitoria dei colossi del *real estate*, ha alimentato primi timori sugli investitori, poi trasformati in un *panic-selling* generalizzato.

La crisi ha fatto balzare gli spread dei titoli del settore, oggi pari a circa il 13%, rendendoli particolarmente attrattivi se paragonati con altri spread di titoli di "bassa qualità" sia governativi sia corporate, a livello mondiale.

L'attrattività del settore e dell'*investment case* che stiamo perseguendo, è simile a tante altre operazioni condotte in passato sui fondi obbligazionari AcomeA che puntano a un alto risk/reward ratio basato su tre elementi ricorrenti:

- impennata degli spread o comunque livelli competitivi
- natura sistemica dell'emittente
- incalcolabili conseguenze in caso di insolvenza dell'emittente per l'intero sistema economico

Questi tre elementi aiutano a rendere più espliciti i confini del rischio delle scelte fatte circa le posizioni assunte e presentano allo stesso tempo un potenziale di upside ragguardevole.

Per quanto riguarda i bond Evergrande, su cui l'esposizione dei fondi AcomeA è di circa l'1%, è utile riportare la scomposizione del debito totale (circa 300 miliardi di dollari):

- 34% rappresentato da debiti verso fornitori cinesi
- 23% di prestiti bancari on-shore e bond in Renminbi
- 13% Imposte maturate
- 12% Altre passività
- 11% Ricavi differiti
- 7% di bond off-shore emessi in HC

La debacle negli ultimi 3 mesi dei corsi dei titoli di Evergrande e la conseguente impennata dei rendimenti dei titoli del settore, ha reso molto interessanti anche i titoli di emittenti del settore con una qualità superiore e su cui stiamo costruendo una posizione altamente diversificata per numero di emittenti.

La tabella sotto riporta l'esposizione dei singoli fondi.

Tabella 1: Esposizione Evergrande e Settore Real estate cinese

Fondo	Evergrande	China Real estate	Num emittenti	Duration media
AcomeA 12 Mesi	1,14%	19,31%	17	1,05
AcomeA Breve Termine	1,14%	9,76%	15	1,78
AcomeA Euroobbligazionario	1,49%	10,82%	11	2,39
AcomeA Performance	1,50%	6,94%	9	1,66

Come noto, l'investimento su temi sistemici in momenti di tensione fa parte della strategia dei fondi obbligazionari AcomeA e ha permesso di consolidare un track record importante negli ultimi dieci anni.

Nonostante gli inevitabili momenti di volatilità, a distanza di 12 mesi dalle crisi elencate in tabella, i fondi hanno sempre riportato rendimenti ampiamente positivi, con un tempo medio di recupero di circa 3 mesi sui fondi con duration più brevi.

Tabella 2: Principali crisi, drawdown e recuperi dopo 12 mesi

Crisi	Periodo	AcomeA 12 Mesi		AcomeA Breve Termine		AcomeA Euroobbligazionario		AcomeA Performance	
		Drawdown	Performance dopo 1 anno	Drawdown	Performance dopo 1 anno	Drawdown	Performance dopo 1 anno	Drawdown	Performance dopo 1 anno
BTP	Ott 2011 / Nov 2011	-5,78%	19,05%	-6,16%	24,82%	-8,12%	36,14%	-7,69%	28,99%
Grecia	Mag 2012 / Lug 2012	-2,93%	10,54%	-3,95%	17,18%	-6,28%	23,63%	-5,56%	20,17%
Paesi Emergenti	Lug 2015 / Set 2015			-3,01%	2,78%	-4,98%	2,93%	-14,87%	15,21%
Turchia	Lug 2018 / Ago 2018			-2,21%	6,07%	-3,01%	10,90%	-10,50%	20,11%
Covid-19	Feb 2020 / Mar 2020	-5,69%	8,41%	-9,81%	15,39%	-17,40%	26,83%	-20,30%	25,04%