

## PROSPETTIVE

# Una panoramica attiva degli investimenti in titoli a bassa capitalizzazione

agosto 01, 2017

Come Templeton Emerging Markets Group, riteniamo che i titoli a bassa capitalizzazione (*small cap*) dei mercati emergenti (ME) rappresentino un'interessante proposta nell'attuale contesto degli investimenti. Esistono tuttavia alcuni comuni pregiudizi in merito alla classe di asset che nascondono punti di forza fondamentali a nostro giudizio sfruttabili da un gestore attivo. In questo articolo, analizzo gli investimenti in tale segmento in collaborazione con Stephen Dover, Chief Investment Officer, Templeton Emerging Markets Group e Chetan Sehgal, Director, Global Emerging Markets/Small-Cap Strategies.

Nel complesso, riteniamo che i titoli *small cap* dei mercati emergenti offrano prospettive interessanti ai gestori attivi. Una miriade di titoli con anomalie di valutazione, inefficienze di mercato e scarsità di ricerche generano a nostro avviso notevoli opportunità d'investimento.

## L'attuale quadro di mercato

Nel 2017, le performance dei titoli a bassa capitalizzazione dei ME sono state finora brillanti e numerosi paesi e settori di questa classe di asset hanno compiuto progressi. La fiducia nel quadro di mercato, il contesto economico e gli utili societari sono migliorati in tutti i ME. Tale fiducia è emersa nonostante difficoltà come gli aumenti - effettivi e potenziali - dei tassi d'interesse USA, l'incertezza associata alla nuova amministrazione degli Stati Uniti e le problematiche geopolitiche globali.

## È ora di sfatare alcuni comuni pregiudizi sui titoli *small cap* dei ME

**Non è una classe di asset di "nicchia".** Nonostante le diffuse convinzioni, riteniamo che i titoli a bassa capitalizzazione dei ME siano tutt'altro che un investimento di nicchia. La classe di asset comprende oltre 20.000 società con una capitalizzazione di mercato complessiva superiore a 5 trilioni di dollari statunitensi e un turnover giornaliero di più di 40 miliardi di dollari statunitensi, come illustrato nel grafico seguente.[\[1\]](#) La liquidità nei mercati dei titoli a bassa capitalizzazione dei ME è simile a quella dei titoli ad alta capitalizzazione.

# Titoli *small cap* dei mercati emergenti sproporzionatamente rappresentati nell'attività di negoziazione giornaliera

Al 30 giugno 2017



Fonte: Bloomberg, MSCI. A puro titolo illustrativo. L'universo d'investimento comprende tutti i titoli quotati dei mercati emergenti, come definiti da MSCI. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

Riteniamo pertanto che le dimensioni dell'universo d'investimento *small cap* dei ME rappresentino di per sé un vantaggio fondamentale per i gestori attivi, in quanto offrono abbondanti opportunità di individuare società a nostro avviso dotate di valore. I titoli *small cap* dei ME sono detenuti in misura sproporzionata dagli investitori *retail*. Gli investitori *retail* tendono a negoziare con maggiore frequenza rispetto agli investitori istituzionali esteri perché solitamente hanno un orizzonte d'investimento decisamente più breve, il che alimenta la liquidità. Un buon esempio in proposito è l'India, dove gli investitori possono scegliere tra un numero elevato di società a bassa capitalizzazione ed i titoli tendono a essere detenuti dagli investitori locali.

Una differenza fondamentale tra i titoli *small cap* dei mercati sviluppati e gli *small cap* dei ME è che questi ultimi, in molte borse, spesso sono comunque significativamente importanti a livello locale. Una capitalizzazione di mercato prossima a 2 miliardi di dollari statunitensi può collocare una società in una posizione di leadership in un determinato paese, indice o settore e potrebbe essere un'impresa ampiamente affermata con una lunga storia di successi. Molte di queste società sono a conduzione o a controllo familiare e vantano profili stabili in rapporto alle società a bassa capitalizzazione dei mercati sviluppati.

**Non si tratta necessariamente di un investimento più volatile**

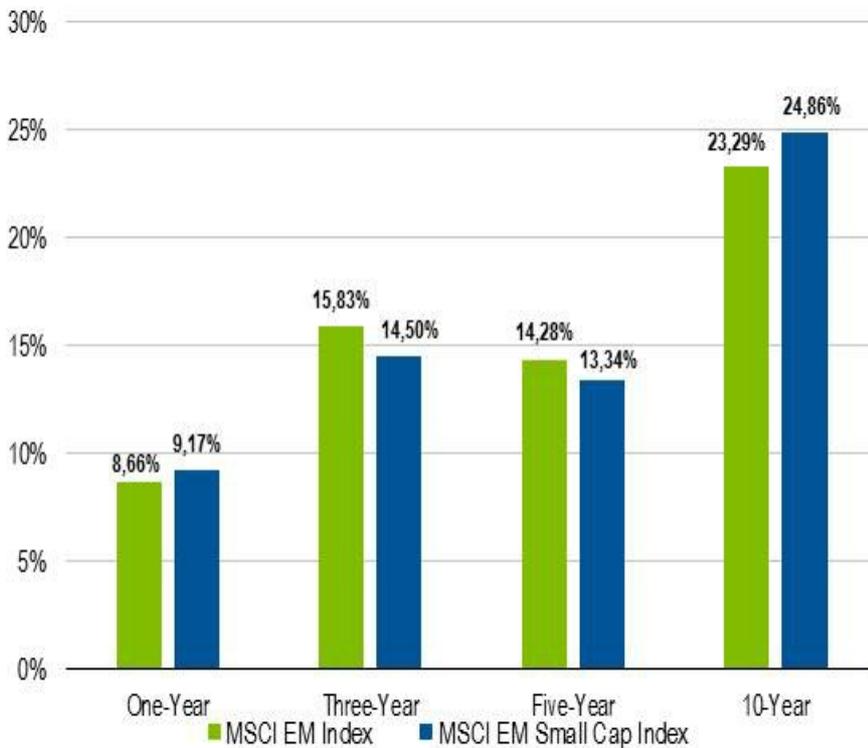
Un altro pregiudizio fondamentale sull'investimento nei titoli *small cap* dei ME è una volatilità superiore rispetto a quelli a più alta capitalizzazione. Come tutti gli investimenti, i titoli *small cap* dei ME comportano rischi reali e percepiti, quali maggiore volatilità dei prezzi (soprattutto nel breve termine), ricavi relativamente ridotti, linee di prodotti limitate ed una bassa quota di mercato. Molti di questi rischi – tra i quali la volatilità più elevata rispetto ai mercati sviluppati – sono tuttavia comuni all'universo azionario dei ME nel suo complesso.

Un'analisi delle deviazioni standard illustra che la tesi secondo la quale i titoli *small cap* dei ME sono molto più volatili dei *large cap* dei ME non sempre è vera. (vedere grafico di seguito).

## Volatilità dei titoli *small cap* dei mercati emergenti rispetto ai *large cap*



Al 30 giugno 2017



Fonte: Morningstar. Titoli *small cap* dei ME rappresentati dall'Indice MSCI Emerging Markets Small Cap. Mercati emergenti rappresentati dall'Indice MSCI Emerging Markets. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap comprende una rappresentazione di società a bassa capitalizzazione di 24 mercati emergenti, mentre l'Indice MSCI Emerging Markets rappresenta le società ad alta e media capitalizzazione in 24 mercati emergenti. Volatilità misurata in base alla deviazione standard nei periodi di tempo indicati. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investirvi direttamente. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito Web [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.

Sebbene singoli titoli possano in effetti essere estremamente volatili, le correlazioni<sup>[2]</sup> tra le varie società a bassa capitalizzazione dei ME sono spesso minori, il che è a nostro giudizio dovuto in parte all'ampiezza e diversificazione delle imprese in questo segmento d'investimento. Per esempio, non è detto che i fattori potenzialmente in grado di incidere sul titolo di una società televisiva e di shopping online sudcoreana possano esercitare lo stesso impatto su una società indiana operante nel settore del cemento. Ciò contribuisce a ridurre il rischio di correlazione a livello di classe di asset.

## **Opportunità *small cap* per gli investitori attivi**

**Ignorati e oggetto di scarse ricerche.** Molti gestori degli investimenti non soltanto ignorano i titoli *small cap* dei ME, ma compiono anche scarse ricerche a livello *sell side*. Ciò è imputabile sia al numero elevato di società da analizzare che alla relativa mancanza di informazioni disponibili. Di conseguenza, non sorprende che il numero medio di raccomandazioni derivanti da ricerche sui titoli *small cap* dei ME sia decisamente inferiore rispetto ai titoli a più alta capitalizzazione.<sup>[3]</sup>

Inoltre, molti titoli a bassa capitalizzazione sono oggetto di ricerche esigue o addirittura di nessuna ricerca. Per un gran numero di titoli *small cap* non rientranti nell'indice benchmark MSCI, la disponibilità di ricerche è ancora più limitata. Ciò può offrire un vantaggio essenziale ad un gestore attivo che possa condurre direttamente ricerche su tali società, soprattutto se dispone di personale locale operante nella regione, in grado di valutare tali società di prima mano. La probabilità di individuare un titolo *small cap* dei ME non inserito in un indice, relativamente sconosciuto e che presenta anomalie di valutazione, è di gran lunga superiore rispetto a quanto succede nel caso di una grande società, sulla quale molti analisti formulano raccomandazioni derivanti da ricerche.

## **Riacquisizione dell'accesso ad un'esposizione *locale* per integrare gli esistenti portafogli ME**

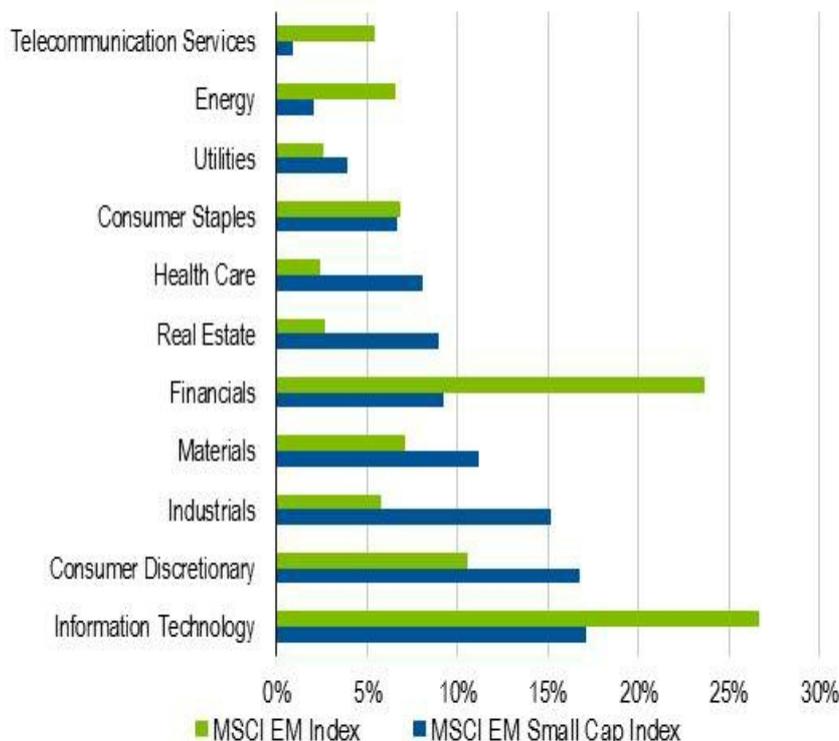
Sulla scia del generale successo nel lungo termine dei mercati emergenti, come economie globali e classe di asset azionari, la maggior parte dei paesi in questione si è progressivamente integrata nell'economia mondiale. Le società dei ME a più alta capitalizzazione e di maggiore successo si sono spesso ampliate al di là dei propri mercati interni, esportando ed investendo in tutto il mondo. Di conseguenza, i fattori interni non costituiscono più i principali propulsori delle quotazioni azionarie di molti di questi titoli. Gli esempi in proposito comprendono società nei settori dell'elettronica, automobilistico o legati al consumo, che traggono una percentuale rilevante dei loro ricavi dalle economie sviluppate, anziché dai paesi in cui hanno sede.

Per contro, i titoli *small cap* dei ME offrono in linea di massima proprio le esposizioni che in origine avevano attirato molti investitori verso i mercati emergenti in generale. Domanda interna, andamento demografico favorevole, misure di riforma locali e prodotti di nicchia innovativi sono spesso i principali propulsori della crescita.

I settori ai quali sono esposti gli investitori in *small cap* dei ME differiscono quindi significativamente da quelli dei titoli a più alta capitalizzazione. L'Indice MSCI Emerging Markets è sproporzionatamente dominato dalle esposizioni nei settori dell'informatica e finanziario, come illustrato nella tabella seguente. Questi settori risentono di norma in misura più elevata delle tendenze macroeconomiche globali o a livello di singolo paese.

# Raffronto degli indici dei mercati emergenti *small e large cap*

Al 30 giugno 2017



Fonte: FactSet. A puro titolo illustrativo. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap comprende una rappresentazione di società a bassa capitalizzazione di 24 mercati emergenti, mentre l'Indice MSCI Emerging Markets rappresenta le società ad alta e media capitalizzazione in 24 mercati emergenti. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investirvi direttamente. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito Web [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

Inoltre, tra i titoli a più alta capitalizzazione prevalgono spesso le imprese statali. Sebbene rileviamo molte società statali ben gestite, gli interessi degli azionisti di maggioranza non sono sempre interamente allineati a quelli degli investitori che detengono quote di minoranza.

Per contro, le esposizioni ai titoli *small cap* dei ME si concentrano solitamente nei settori a crescita più elevata, quali beni voluttuari e salute. Queste società sono spesso più focalizzate sull'economia locale e molte detengono posizioni relativamente dominanti in industrie minori. I titoli *small cap* dei ME di maggiore successo fanno leva su tale forza locale per realizzare un'espansione internazionale, supportando nel tempo il loro passaggio alla categoria a media o persino alta capitalizzazione.

Le esposizioni economiche possono differire sostanzialmente anche all'interno di un determinato settore. Per esempio, nel settore dei materiali, le società minerarie per loro natura sono generalmente ad alta capitalizzazione e risentono in misura significativa di fattori esterni al paese in cui hanno sede, quali i prezzi globali delle materie prime. I titoli *small cap* dei ME nel settore dei materiali comprendono società, come per esempio i produttori di cemento, che sono maggiormente esposte alle dinamiche locali in termini di domanda e sviluppo economico. La diversificazione in titoli *small cap* dei ME può pertanto offrire esposizioni in grado di integrare un'esistente allocazione ai ME orientata verso i titoli *large cap*.

### **Individuazione di crescita in un mondo a bassa crescita**

I mercati emergenti rappresentano una potenziale area favorevole in un panorama economico mondiale talvolta incerto. Sebbene dopo la crisi finanziaria del 2008 i tassi di crescita globale siano stati costantemente deludenti, ad aprile 2017 il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha previsto un incremento del prodotto interno lordo (PIL) dal livello del 2016 al 3,5% nel 2017.<sup>[4]</sup> Per le economie avanzate, l'FMI si attende una crescita del PIL per il 2017 pari al 2%.<sup>[5]</sup> Come ripetutamente verificatosi, il tasso di crescita del 4,5% atteso per i ME in combinazione con altri mercati in via di sviluppo è tuttavia saldamente superiore al tasso globale.<sup>[6]</sup>

In tale contesto di bassa crescita, l'investimento in titoli *small cap* dei ME può offrire esposizione a molte delle società a crescita più elevata situate in paesi che crescono alle maggiori velocità a livello globale.

L'incremento delle vendite dei titoli *small cap* dei ME è stato anch'esso più alto rispetto a quello dei titoli *large cap*.<sup>[7]</sup> Vale inoltre la pena ribadire che questa crescita della top-line è solitamente organica e derivante da dinamiche dei mercati locali, anziché da fattori macroeconomici globali.

Oltre alla crescita organica, i titoli *small cap* dei ME possono anche registrare un apprezzamento delle quotazioni azionarie derivante dall'inserimento in un indice, che si traduce nell'attrazione di flussi di investitori passivi ed è destinato a promuovere una maggiore attenzione sul fronte della ricerca *sell side* incrementando anche i flussi di fondi attivi. Possono inoltre costituire potenziali obiettivi di fusioni e acquisizioni. Si tratta pertanto di propulsori di crescita in grande misura indipendenti da considerazioni macroeconomiche.

### **Identificazione del successo**

L'elemento forse più importante da riconoscere è che vi sono numerose società a bassa capitalizzazione dei ME destinate a rimanere tali, a causa di problemi di *corporate governance*, di scarsa qualità del *management*, di mancanza di crescita del mercato o altri fattori. Il ruolo di un gestore attivo è cercare di stabilire quali società a bassa capitalizzazione dei ME avranno successo nel lungo termine, allo scopo di ridurre il rischio di ribassi e migliorare così i rendimenti corretti per il rischio. A fronte della possibilità di investire in tale ampio universo di società oggetto di scarse ricerche e scarsamente rappresentate nei portafogli, la focalizzazione sui fondamentali *bottom-up* può tradursi nella costruzione di portafogli con parametri di qualità estremamente attraenti a valutazioni inferiori rispetto a un indice *small cap* dei ME.

### **La nostra attenzione attiva**

In Templeton Emerging Markets Group, riteniamo che il segmento *small cap* dei ME sia un terreno fertile per i gestori attivi in grado di concentrarsi sulla gestione del rischio e sui propulsori di crescita nel lungo termine per la classe di asset. La nostra ricerca sui titoli *small cap* dei ME è condotta da un ampio team sul campo comprendente oltre 50 analisti in 20 sedi in tutto il mondo; ciò ci consente di tenere regolari riunioni personali sia con società che rappresentano potenziali investimenti sia con aziende in cui abbiamo già investito, acquisendo così una comprensione di prima mano delle dinamiche dei mercati locali in cui operano.

Le nostre forti iniziative sul fronte della ricerca, focalizzate su *corporate governance* e gestione del rischio, supportano il nostro impegno a tener fede alle motivazioni strutturali dell'investimento in titoli *small cap* dei ME; con ciò intendiamo l'individuazione delle società a nostro giudizio maggiormente in grado di beneficiare dell'andamento demografico e della crescente ricchezza dei consumatori dei ME, dotate di *business model* sostenibili e difendibili.

Mediante il nostro approccio *bottom-up*, miriamo a investire in società con buoni *management team* che siamo convinti possano effettuare le scelte strategiche appropriate. Il prezzo è anch'esso fondamentale per il nostro approccio, in quanto l'orientamento al valore è il principio che guida la nostra filosofia per gli investimenti nei ME, sulla quale ci basiamo da parecchi decenni.

## Note Informative e Legali

*I commenti, le opinioni e le analisi di Mark Mobius hanno finalità esclusivamente informative e non devono essere considerati come consulenza su singoli investimenti o raccomandazioni d'investimento in titoli specifici o per adottare strategie d'investimento specifiche. Poiché le condizioni economiche e di mercato sono soggette a rapidi cambiamenti, i commenti, le opinioni e le analisi riportati sono quelli alla data della loro pubblicazione e potrebbero cambiare senza preavviso. Il materiale non intende costituire un'analisi completa di ogni fatto sostanziale concernente qualsiasi paese, regione, mercato, industria, investimento o strategia.*

*Nella redazione di questo materiale potrebbero essere stati utilizzati dati provenienti da fonti esterne che non sono stati controllati, validati o verificati in modo indipendente da Franklin Templeton Investments ("FTI"). FTI non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'uso di queste informazioni e la considerazione dei commenti, delle opinioni e delle analisi in questo materiale è a sola discrezione dell'utente. Prodotti, servizi ed informazioni potrebbero non essere disponibili in tutte le giurisdizioni e sono offerti da società affiliate di FTI e/o dai rispettivi distributori come consentito dalle leggi e normative locali. Si invita a rivolgersi al proprio consulente professionale per ulteriori informazioni sulla disponibilità di prodotti e servizi nella propria giurisdizione.*

## Quali sono i rischi?

**Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Il valore degli investimenti può subire rialzi e ribassi; di conseguenza, gli investitori potrebbero non recuperare l'intero ammontare del proprio investimento.** Gli investimenti esteri comportano rischi particolari quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti, un segmento dei quali è costituito dai mercati di frontiera, implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle dimensioni minori dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità ed alla mancanza di strutture legali, politiche, economiche e sociali consolidate a supporto dei mercati mobiliari. I rischi associati ai mercati emergenti sono generalmente amplificati nei mercati di frontiera poiché gli elementi summenzionati (oltre a vari fattori quali la maggiore probabilità di estrema volatilità dei prezzi, illiquidità, barriere commerciali e controlli dei cambi) sono di norma meno sviluppati nei mercati di frontiera. I prezzi delle azioni subiscono rialzi e ribassi, talvolta estremamente rapidi e marcati, a causa di fattori che riguardano singole società, particolari industrie o settori o condizioni di mercato generali. I prezzi delle obbligazioni si muovono di norma in direzione opposta a quella dei tassi d'interesse. Di conseguenza, a mano a mano che i prezzi delle obbligazioni detenute in un portafoglio d'investimento si adeguano ad un aumento dei tassi d'interesse, il valore del portafoglio può diminuire.

---

[1] Fonte: Bloomberg, al 30 giugno 2017.

[2] La correlazione misura il grado di interdipendenza dei movimenti di due investimenti. La correlazione è compresa nel range da 1 (correlazione positiva perfetta; quando due fattori storicamente si sono mossi sempre nella stessa direzione) a -1 (correlazione negativa perfetta; quando due fattori storicamente si sono mossi sempre in direzioni opposte).

[3] Fonte: Bloomberg, al 30 giugno 2017. Titoli *small cap* dei ME rappresentati dall'Indice MSCI EM Small Cap. Mercati emergenti rappresentati dall'Indice MSCI Emerging Markets. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investirvi direttamente. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita.

[4] Fonte: IMF World Economic Outlook database, aprile 2017. Non vi è alcuna garanzia che alcuna previsione, proiezione o stima sarà realizzata.

[5] Ibid.

[6] Ibid.

[7] Fonte: FactSet. Titoli *small cap* dei ME rappresentati dall'Indice MSCI EM Small Cap. Mercati emergenti rappresentati dall'Indice MSCI Emerging Markets. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investirvi direttamente. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita.