

PROSPETTIVE

Valute, scambi commerciali e altri ostacoli

agosto 23, 2018

Nella prima metà di quest'anno i mercati emergenti hanno arrancato in un quadro di profonda incertezza. Chetan Sehgal di Templeton Emerging Markets Equity esamina i fattori che hanno ostacolato l'asset class — compreso l'apprezzamento del dollaro USA e i contrasti commerciali — e illustra alcuni fondamentali positivi di lungo termine. A suo parere, alcune preoccupazioni sono eccessive.



[Chetan Sehgal, CFA](#)
[Senior Managing Director, Director of Portfolio Management,](#)
[Franklin Templeton Emerging Markets Equity](#)

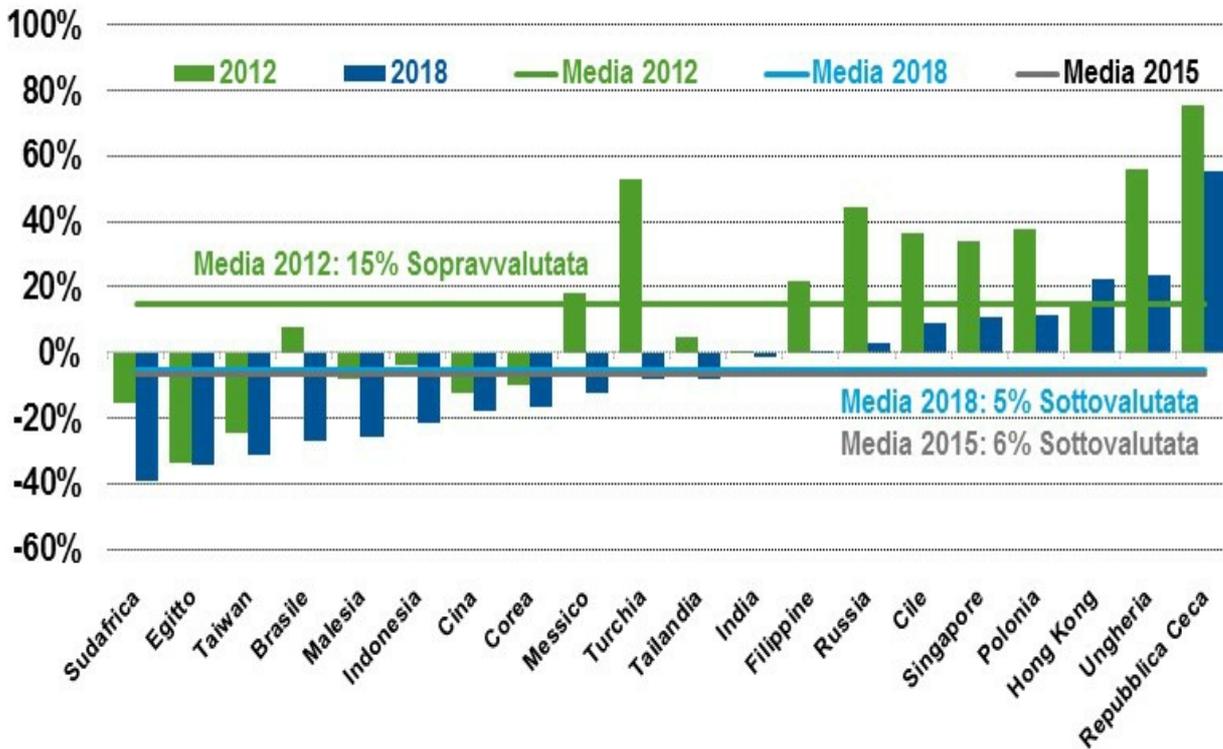
Dopo due anni brillanti, nella prima metà del 2018 i mercati emergenti hanno complessivamente arrancato. Gli investitori si sono concentrati sui fattori negativi, in particolare sul rialzo dei tassi d'interesse, sulla forza del dollaro statunitense e sulle preoccupazioni per gli scambi commerciali. Riteniamo tuttavia che alcuni di questi timori siano eccessivi.

Siamo consapevoli che un contesto di rialzo dei tassi d'interesse statunitensi e di apprezzamento del dollaro USA, sebbene sia indicativo di una robusta economia degli Stati Uniti, può ripercuotersi sui mercati emergenti. Se da una parte una solida congiuntura economica statunitense è un fattore positivo per l'economia globale (compresi i mercati emergenti), dall'altra il rialzo dei tassi d'interesse può rendere costoso per i debitori rimborsare il proprio debito estero. Proprio a causa della difficoltà di rimborsare il debito denominato in dollari, le valute locali possono finire - e sono effettivamente finite - sotto pressione. Gli afflussi di capitali hanno fatto retromarcia dai mercati percepiti come "più a rischio". Quest'anno abbiamo infatti osservato una fuga di capitali dalle azioni dei mercati emergenti e alcune valute si sono indebolite fino ad apparire al momento piuttosto sottovalutate rispetto al dollaro statunitense. Non riteniamo che i mercati stiano rispecchiando i fondamentali positivi che osserviamo.

Le notizie continuano a essere dominate da alcuni paesi con una situazione finanziaria difficile, ma occorre rilevare la loro dimensione relativamente ridotta nel contesto dell'asset class dei mercati emergenti in generale, nonché l'entità della debolezza dei loro fondamentali. La Turchia, per esempio, rappresenta soltanto il 2% dell'Indice MSCI Emerging Markets, il Pakistan lo 0,5% e l'Argentina non è neanche ancora nell'indice.[\[1\]](#)

Parità di potere di acquisto (PPP) Valutazione delle principali monete dei ME 2012 vs. 2018

Valutazione vs. USD



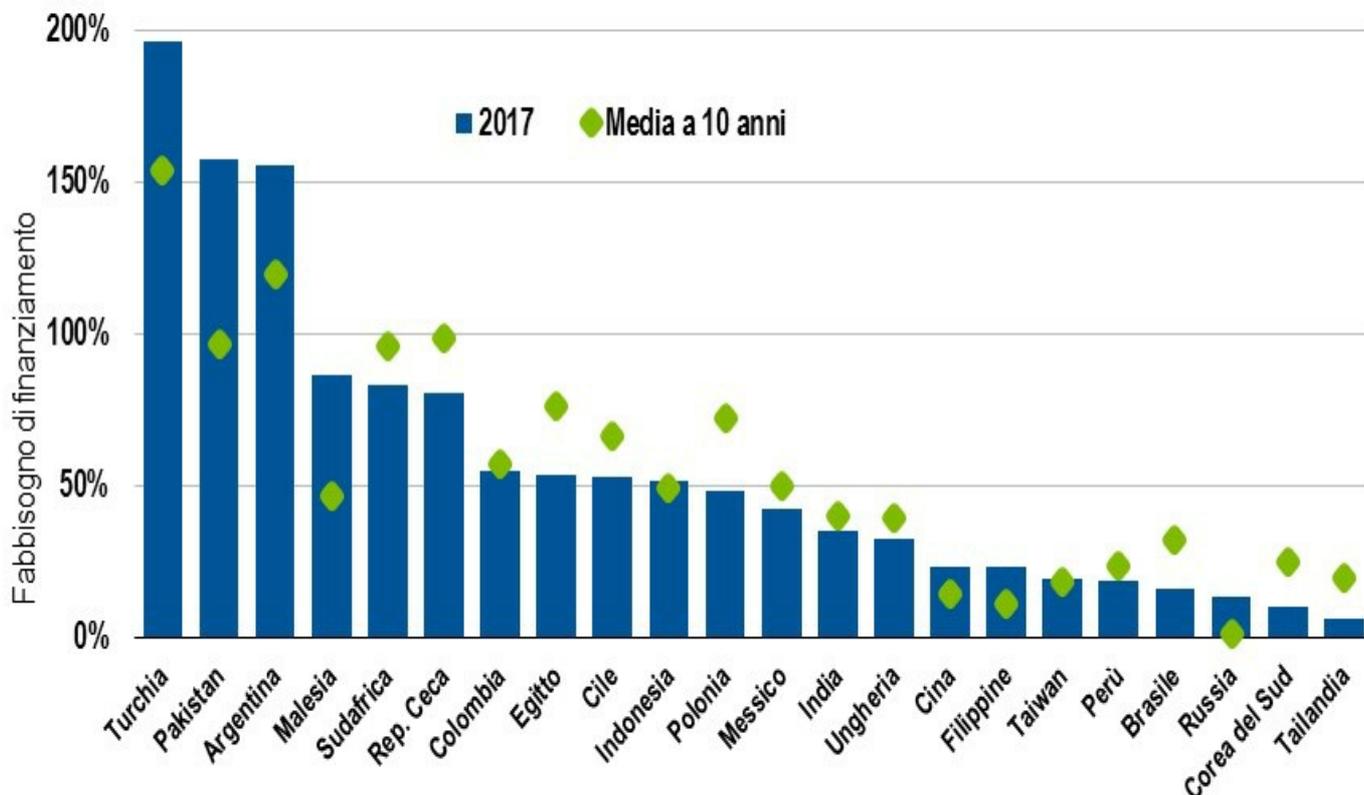
A puro titolo illustrativo. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.

Fonti: IMF; FactSet, Franklin Templeton. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web www.franklintempletondatasources.com. Data di riferimento: gen 1990; aggiornato a giugno 2018.

Mercati emergenti: crisi?

Il rischio di contagio sembra limitato

Fabbisogno di finanziamento estero lordo (% delle riserve di valuta estera)
2008–2017



A puro titolo illustrativo. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.

Fonte: Factset, IMF, Capital Research. A giugno 2018. Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale proiezione, stima o previsione si realizzi. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito Web www.franklintempletondatasources.com.

Guardare indietro - e avanti

I mercati guardano avanti e a nostro avviso quando si tratta di mercati emergenti, essi tendono a eccedere verso il basso. Si è verificato nel 2013, quando la Federal Reserve degli Stati Uniti (Fed) ha annunciato che avrebbe “ridotto gradualmente” il suo programma di allentamento quantitativo, e poi nel 2015, quando ha avviato la stretta monetaria. Il *sentiment* nei confronti dei mercati emergenti è stato negativo. Sebbene sia vero che alcune economie erano vulnerabili, in alcuni casi i mercati stavano scontando livelli di crisi. Le valute si sono sottovalutate e quando non è sopraggiunta alcuna crisi, è stata registrata una ripresa. L'avversione al rischio a breve termine e un lieve rialzo delle previsioni dei tassi d'interesse hanno contribuito al recente apprezzamento del dollaro, ma resta da vedere se sarà duraturo.

Oltre ai tassi d'interesse e al dollaro, quest'anno abbiamo osservato preoccupazioni per come l'impatto dei dazi commerciali statunitensi abbia spaventato gli investitori. Nonostante i dazi commerciali statunitensi siano finiti sotto i riflettori, la realtà è che gli scambi commerciali tra partner dei mercati emergenti regionali sono in aumento e stanno trainando sempre di più la crescita.

La Cina è stato l'obiettivo di alcuni dazi commerciali statunitensi, ma è diventato un forte contrappeso agli Stati Uniti in termini di volume e valore di scambi commerciali in tutta l'Asia e nei mercati emergenti complessivamente considerati. È il più grande mercato di esportazione per molti paesi e punta a rafforzare i rapporti commerciali al di fuori degli Stati Uniti. In risposta all'applicazione dei dazi USA, la Cina ha ridotto o eliminato alcuni dazi commerciali su beni importati da diversi paesi della regione, come ad esempio Corea del Sud, India, Bangladesh e Laos, e questo potrebbe aiutare tali paesi ad affrontare l'attuale tensione commerciale con gli Stati Uniti.

Assumere una visione di più lungo termine

Negli Stati Uniti, i recenti tagli fiscali hanno contribuito a trainare la crescita economica e i prezzi delle attività, ma anche ad aumentare i timori di inflazione e i tassi d'interesse. È importante notare che i tagli fiscali statunitensi sono finanziati con il deficit e questo nel lungo termine dovrebbe esercitare una pressione ribassista sul biglietto verde.

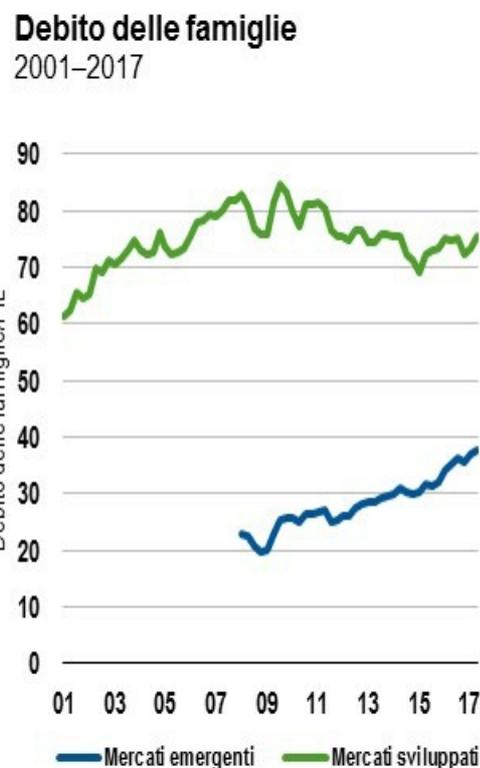
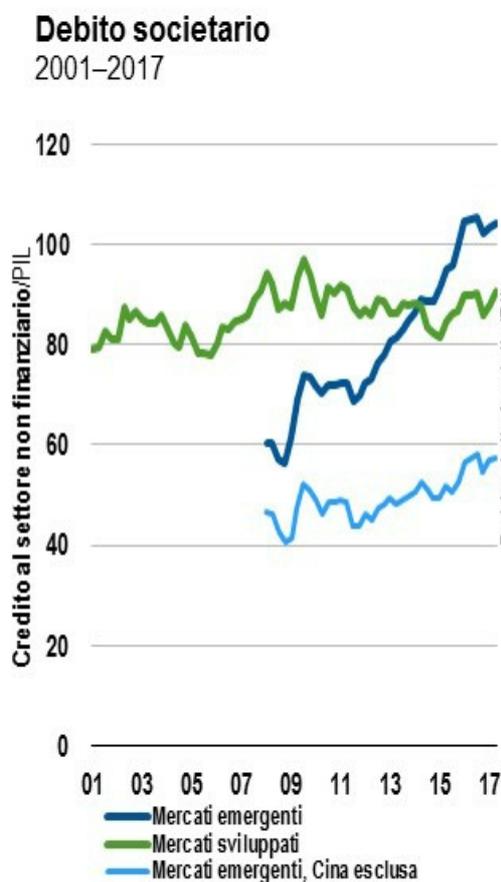
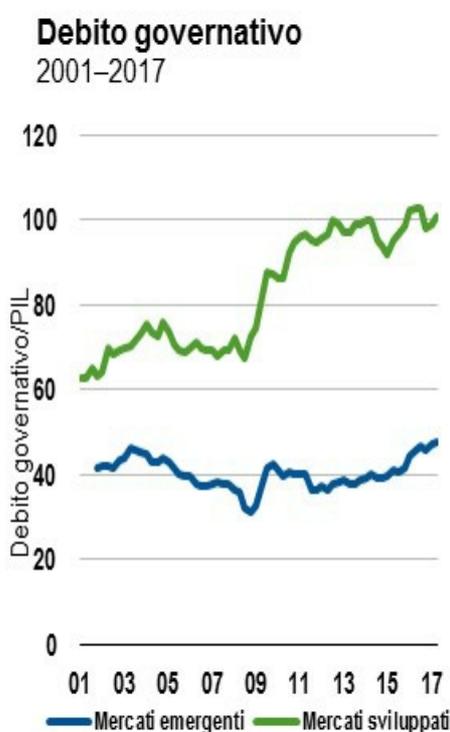
A nostro parere vi sono molte ragioni per essere ottimisti circa i mercati emergenti nel complesso.

- **La crescita del prodotto interno lordo** nei mercati emergenti è complessivamente superiore a quella dei mercati sviluppati da molti anni e non notiamo alcun segnale di cambiamento di questa tendenza.
- **La generazione di flussi di cassa** ha registrato una netta accelerazione e questo, abbinato al miglioramento della disciplina di allocazione dei capitali, sta aumentando i rendimenti per gli azionisti e sostenendo la riduzione dell'indebitamento delle imprese.
- Analogamente, **la crescita degli utili è stata resiliente**, senza tagli fiscali che stimolano temporaneamente i dati come accaduto per gli Stati Uniti. Nei mercati emergenti abbiamo osservato uno spostamento di lungo periodo verso propulsori più nazionali, come tecnologia e consumismo. Nonostante queste buone notizie, le valutazioni azionarie si sono ulteriormente abbassate.
- In molti mercati emergenti abbiamo inoltre rilevato miglioramenti nei **disavanzi delle partite correnti**, complessivamente in eccedenza; si tratta di un enorme cambiamento rispetto al "taper tantrum" del 2013.
- La maggior parte dei **titoli di debito nei mercati emergenti** è attualmente denominata in valuta locale anziché in dollari statunitensi, un netto cambiamento rispetto ai decenni precedenti. Abbinato a regimi di tassi di cambio variabili, questo riduce l'impatto negativo dell'aumento dei tassi statunitensi.

Pertanto, sebbene i mercati stiano probabilmente scontando timori e incertezze, molte economie emergenti ci sembrano in forma nettamente migliore rispetto ad altri periodi di crisi.

Il rialzo dei tassi potrebbe incidere in misura sproporzionata sui mercati sviluppati

Mercati emergenti vs. sviluppati: debito



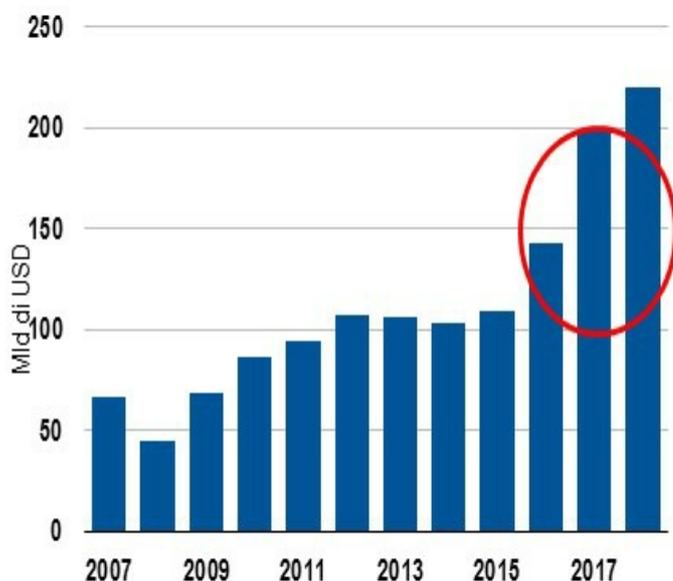
A puro titolo illustrativo. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.

Fonte: Bank of International Settlements; Dicembre 2017, Credito al settore non finanziario* da tutti i settori al valore di mercato - percentuale del PIL;
*società non finanziarie (sia di proprietà privata che pubblica).

Capacità di generazione di utili e flussi di cassa continuano a migliorare

Crescita dei flussi di cassa, crescita degli utili per azione (EPS)

Flusso di cassa - Asia, Giappone escluso
2007–2018E



Aumento delle previsioni sugli utili dei ME
Gennaio 2012–Giugno 2018



A puro titolo illustrativo. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.

Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale proiezione, stima o previsione si realizzi. Crescita EPS nei 12 mesi successivi. A giugno 2018.

Fonti: FactSet, Merrill Lynch, MSCI, stime IBES. L'indice MSCI Emerging Markets (EM) rappresenta le società ad alta e media capitalizzazione in 24 mercati emergenti. L'indice MSCI World rappresenta le società ad alta e media capitalizzazione in 23 mercati sviluppati. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investirevi direttamente. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. MSCI non rilascia alcuna garanzia e non si assume alcuna responsabilità in merito ai dati MSCI riprodotti nel presente documento. Non è consentita alcuna forma di ulteriore redistribuzione o utilizzo. La presente relazione non è redatta o sponsorizzata da MSCI. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web www.franklintempletondatasources.com.

Reazione di mercato asimmetrica alle controversie commerciali

Che la si voglia definire o meno una guerra commerciale, abbiamo osservato una reazione di mercato molto asimmetrica ai dazi commerciali statunitensi e ai “controdazi” annunciati quest’anno che hanno coinvolto la Cina e altri paesi. In linea generale, nell’era successiva alla seconda guerra mondiale, secondo il consenso di mercato il libero scambio è positivo e vantaggioso per entrambe le parti (a livello macroeconomico). Pertanto, al contrario, una guerra commerciale implicherebbe una perdita per entrambe le parti.

Tuttavia la reazione del mercato suggerisce che una guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina sarebbe negativa per la Cina, ma non avrebbe virtualmente alcun impatto sugli Stati Uniti. Perlomeno, questa è la conclusione che si potrebbe trarre osservando la divergenza in termini di performance dei mercati azionari e di valori monetari dei due paesi.

E’ importante rilevare che se da una parte la delocalizzazione della produzione e delle catene di offerta da parte dei giganti tecnologici contribuisce al disavanzo commerciale, dall’altra la produzione delocalizzata a più basso costo è un importante propulsore dei loro alti margini, agendo complessivamente a sostegno degli utili societari statunitensi. Vi sono benefici ma anche costi.

Se osserviamo le valutazioni delle società cinesi ed esaminiamo la solidità sottostante dell'economia della Cina, riteniamo che il recente arretramento sia un'opportunità per cogliere occasioni. Sebbene siamo consapevoli delle problematiche, il governo prosegue con i suoi sforzi di riforma. I *leader* hanno annunciato misure mirate a stimolare la crescita, come ad esempio tagli fiscali e spesa per le infrastrutture. A nostro parere i mercati stanno scontando un esito eccessivamente negativo sia per la Cina in particolare che per i mercati emergenti più in generale per quanto concerne le tensioni commerciali.

Prevediamo che la seconda metà del 2018 sarà verosimilmente più robusta per diverse ragioni. A nostro parere la conclusione del periodo estivo di avversione al rischio potrebbe migliorare il *sentiment* degli investitori. Tra gli altri fattori stagionali figurano la potenziale maggiore spesa al consumo per eventi di fine anno, come ad esempio il Singles Day cinese e il Black Friday statunitense, nonché le festività di tutto il mondo, come il Giorno del Ringraziamento, il Diwali e Natale. Inoltre le vendite di automobili raggiungono il picco intorno a dicembre, quando le fabbriche chiudono per ridurre l'inquinamento invernale.

Sebbene questa sia stata un'analisi dei fattori macroeconomici, il nostro approccio come investitori è più *bottom-up* che *top-down*. Ossia, che si tratti di Cina o di altri paesi, andiamo in cerca di società di qualità che a nostro parere possano tenere la rotta in qualsiasi contesto economico.

Note Informative e Legali

I commenti, le opinioni e le analisi rappresentano i pareri personali dei gestori degli investimenti ed hanno finalità puramente informative e d'interesse generale e non devono essere considerati come una consulenza individuale in materia di investimenti né come una raccomandazione o sollecitazione ad acquistare, vendere o detenere un titolo o ad adottare qualsiasi strategia di investimento. Non costituiscono una consulenza legale o fiscale. Le informazioni fornite in questo materiale sono rese alla data di pubblicazione, sono soggette a modifiche senza preavviso e non devono essere intese come un'analisi completa di tutti i fatti rilevanti relativi ad un paese, una regione, un mercato od un investimento.

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] 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. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future. MSCI non rilascia alcuna garanzia e non si assume alcuna responsabilità in merito ai dati MSCI riprodotti nel presente documento. Non è consentita alcuna forma di ulteriore redistribuzione o utilizzo. La presente relazione non è redatta o sponsorizzata da MSCI. Importanti comunicazioni del fornitore dei dati e termini sono disponibili sul sito web www.franklintempletondatasources.com.
