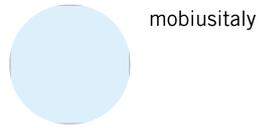




# Inversione di tendenza per i Mercati Emergenti?

Novembre 20, 2015



mobiusitaly

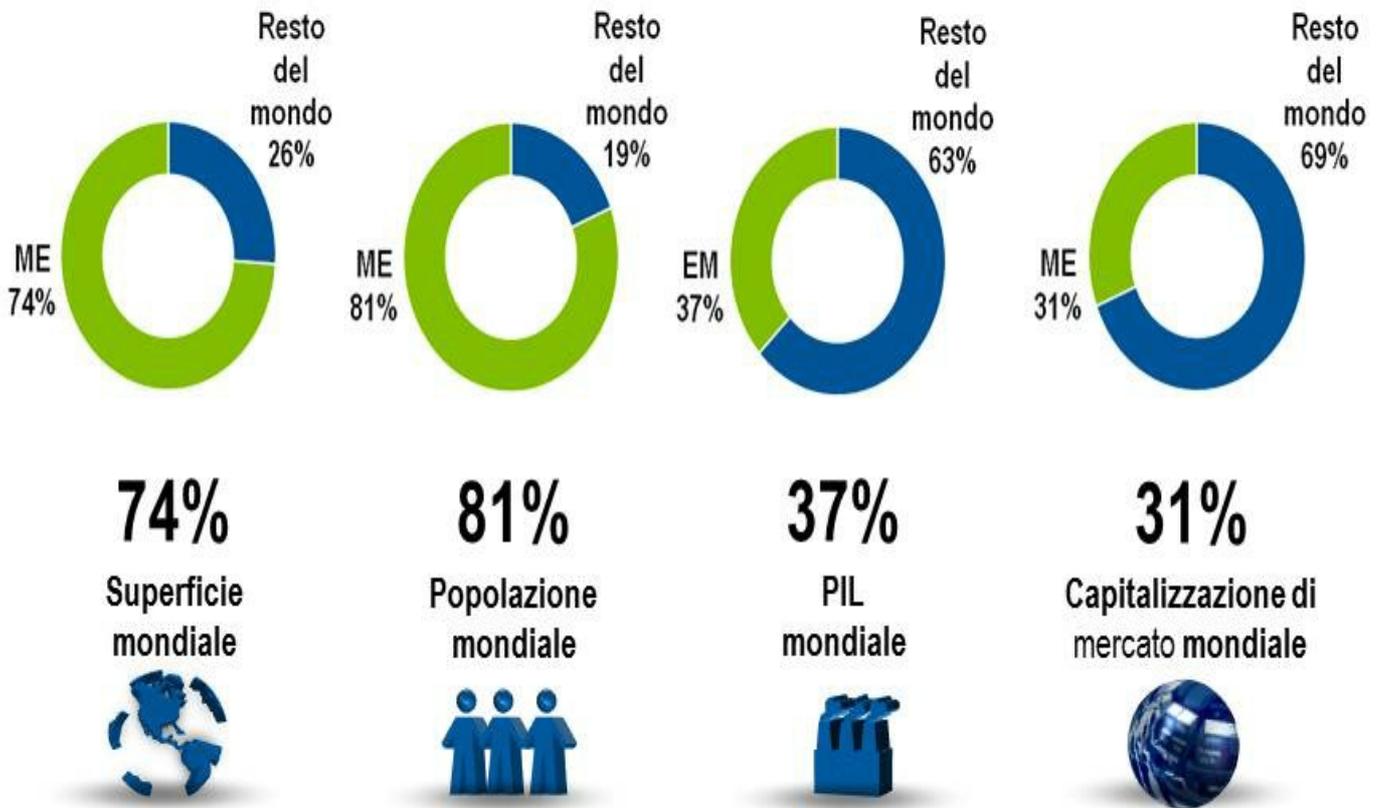
È stato chiaramente un anno difficile per gli investitori nei mercati emergenti, che hanno generalmente sottoperformato quelli sviluppati. Tuttavia, recentemente abbiamo osservato alcuni dati indicanti una possibile inversione della tendenza ai deflussi di *asset* a mano a mano che un numero crescente di investitori fa nuovamente affluire capitali nei mercati emergenti. È un andamento che riteniamo incoraggiante, ma anche se si ripresentasse una volatilità come quella registrata quest'estate, non riteniamo assolutamente che sarebbe opportuno voltare le spalle a questa *asset class*. Molti fattori all'origine della recente volatilità di mercato nei paesi emergenti a nostro avviso sono di natura temporanea e sono stati esacerbati dalla liquidità estiva tipicamente bassa, e crediamo pertanto di avere motivi di ottimismo nel lungo termine.

## **I mercati emergenti non possono essere ignorati**

A nostro giudizio, indipendentemente dalle oscillazioni del *sentiment* degli investitori nel breve termine, è semplicemente impossibile ignorare i mercati emergenti. Oggi rappresentano una componente significativa dell'economia globale in termini geografici, di popolazione, di prodotto interno lordo (PIL) e di capitalizzazione dei mercati azionari.

È vero che nei mercati emergenti la crescita economica quest'anno ha rallentato rispetto al passato, ma non rileviamo alcun rischio sistemico. In alcuni paesi vi sono sacche di vulnerabilità, ma in linea di massima non riteniamo la situazione catastrofica per la *asset class* in generale. Le riserve valutarie e il debito pubblico in percentuale del PIL sembrano generalmente a livelli solidi e la crescita del PIL rimane complessivamente più robusta rispetto ai mercati sviluppati. In senso lato, non ci sembra che stia maturando una crisi delle azioni dei mercati emergenti. La maggior parte degli investitori di tutto il mondo è sottoinvestita nei mercati emergenti; di conseguenza, riteniamo che l'interrogativo non sia se investire o meno nei mercati emergenti, ma in quali società e quali mercati investire. Crediamo che i mercati emergenti rimangano i propulsori della crescita mondiale.

# I mercati emergenti non possono essere ignorati



Fonti: United Nations, World Bank, FactSet, EIU (Economist Intelligence Unit); stima ad agosto 2015, sulla base dei calcoli di un campione di 124 paesi, a copertura di >80% della superficie totale (2010), >95% della popolazione totale (stima 2015) e del PIL (stima 2015). Capitalizzazione di mercato (cap di mercato): agosto 2015. Per maggiori informazioni sui fornitori dei dati, si rimanda al sito web [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com). Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale proiezione, stima o previsione si realizzi.

## Due fattori primari che influenzano i mercati emergenti: Fed e Cina

A nostro avviso, sono due i fattori principali che hanno contribuito alla performance dei mercati emergenti quest'anno: la possibile stretta della politica monetaria da parte della Federal Reserve (Fed) e la preoccupazione per il rallentamento della crescita economica in Cina. Pensiamo che i mercati abbiano reagito in modo sproporzionato ai potenziali futuri aumenti dei tassi d'interesse USA. È interessante notare che varie banche centrali dei mercati emergenti hanno in effetti auspicato un aumento dei tassi da parte della Fed allo scopo di porre fine all'incertezza.

Storicamente, abbiamo assistito a simili oscillazioni marcate (di norma al ribasso) sia delle valute che delle azioni dei mercati emergenti in previsione di una stretta della Fed. Tuttavia, nel corso dei precedenti cicli effettivi di aumento dei tassi statunitensi, le azioni sono riuscite a risalire rapidamente, confermando la nostra convinzione che i mercati tendono a scontare lo scenario peggiore prima che un evento si verifichi. Se si esamina l'Indice MSCI Emerging Markets, la performance media a un anno dopo un aumento dei tassi d'interesse da parte della Fed è stata del 12,4%<sup>[1]</sup>. Nel grafico seguente, si può osservare che dopo l'inizio degli ultimi tre periodi di stretta della Fed: 1994, 1999 e 2004, il mercato non è crollato.

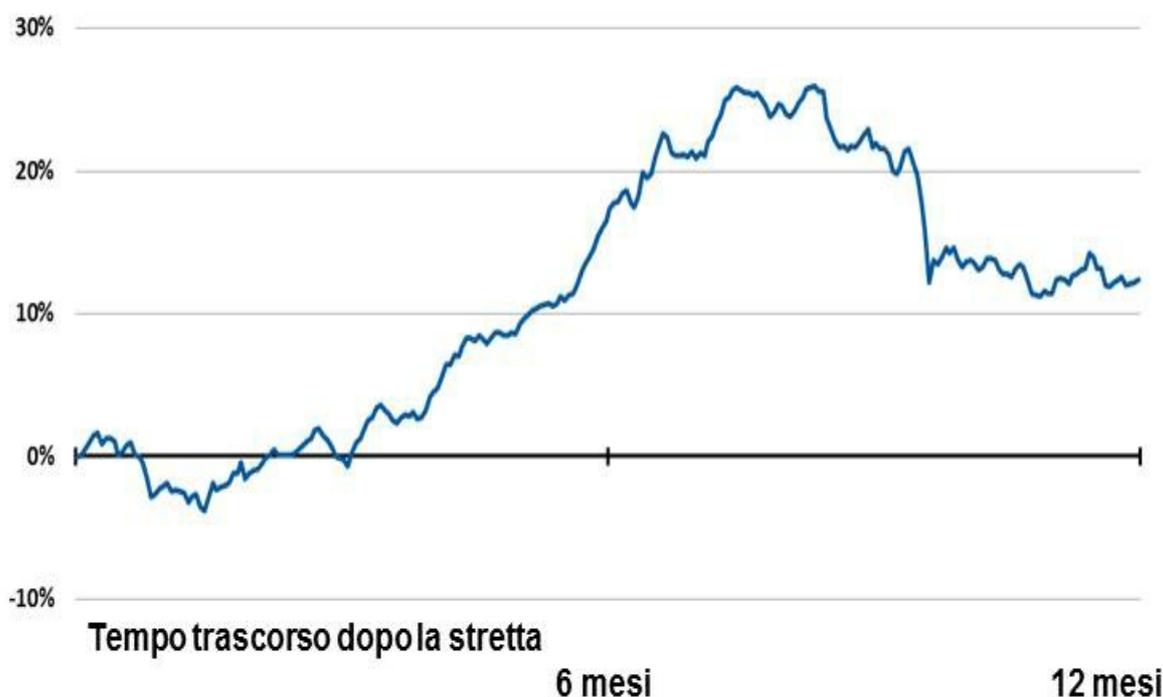
# Aumenti dei tassi d'interesse USA e mercati emergenti

## Non tutte le notizie sono negative

### Rendimento cumulativo medio sul prezzo a un anno dopo la stretta della Fed

Indice MSCI Emerging Markets - Dal 4 febbraio 1994

Tre periodi di stretta: 1994, 1999 e 2004



Fonti: MSCI, FactSet; al 30 settembre 2015. Mercati emergenti come rappresentati dall'Indice MSCI Emerging Markets. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com). Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima o previsione si realizzi. La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

Qualora la Fed procedesse a una serie aggressiva di aumenti dei tassi d'interesse, riteniamo che per i mercati emergenti vi potrebbero essere effetti ribassisti, ma tale scenario non ci sembra probabile. La crescita delle multinazionali statunitensi (e pertanto l'economia USA in generale) dipende dai paesi emergenti (in particolare l'Asia) in misura decisamente più elevata rispetto a quanto osservato nei precedenti cicli di aumento dei tassi. Di conseguenza, ora esiste un meccanismo di feedback maggiore, in virtù del quale i cali della crescita e delle valute dei mercati emergenti hanno un impatto diretto molto più elevato sulla crescita economica statunitense, influenzando così a loro volta la libertà della Fed di aumentare i tassi. Inoltre, non dobbiamo dimenticare che altre banche centrali al di fuori degli Stati Uniti - per esempio in Europa, Giappone e Cina - hanno iniettato liquidità mediante programmi di allentamento quantitativo o tagli dei tassi d'interesse.

Siamo convinti che il panico degli investitori sia stato ingiustificato anche per quel che riguarda l'impatto del rallentamento della crescita in Cina. Sebbene la volatilità dei mercati azionari cinesi e il tentativo inefficace del governo di intervenire direttamente a supporto dei prezzi abbiano dominato la scena la scorsa estate, restiamo fiduciosi nel successo delle misure governative volte ad attuare un ampio ribilanciamento economico. Nonostante le notizie dell'andamento altalenante del mercato cinese attirino la massima attenzione immediata, prevediamo che l'impatto dei recenti cali degli indici di azioni della Cina continentale sull'economia generale sarà limitato, dato il basso livello dei patrimoni familiari allocati alle azioni nel paese (meno del 20%, secondo le nostre ricerche). L'esposizione dei nuclei familiari alle azioni locali è estremamente bassa e anche nel caso di un crollo del mercato cinese, non ci aspettiamo alcun effetto sostanziale sulla ricchezza.

Il governo sta anche sistematicamente affrontando punti deboli strutturali dell'economia - in particolare per quanto concerne il debito - decretando il trasferimento delle sofferenze bancarie a società di gestione patrimoniale, un incremento degli accantonamenti per i prestiti non performanti delle banche (NPL) e lo sviluppo di mercati locali dei titoli di stato. Inoltre, sebbene i volumi complessivi di debito siano relativamente elevati, dato il livello di sviluppo economico cinese, il paese vanta un grado straordinariamente alto di *asset* statali, incluse riserve valutarie e imprese statali, che contribuiscono a un ribilanciamento. I continui rapidi aumenti salariali e il notevole incremento del numero dei posti di lavoro nell'area dei servizi (solitamente nel settore privato) possono a nostro giudizio aiutare a controbilanciare il rallentamento dell'edilizia e la perdita di posti di lavoro nell'industria manifatturiera. La maggiore flessibilità del renminbi rappresenta un altro fattore favorevole alla liberalizzazione dei mercati finanziari.

### **Le economie asiatiche appaiono complessivamente in buona forma**

In base a molti parametri, dai deficit delle partite correnti alle riserve valutarie e alla percentuale di debito emesso in valuta locale rispetto a quello in dollari USA, molte economie asiatiche ci sembrano più resilienti rispetto ai loro livelli storici.

Un esempio particolare è l'India, che illustra la dissociazione tra *sentiment* e fondamentali economici. La sua valuta si è deprezzata di circa il 5% rispetto al dollaro USA[2], ma sebbene questo deprezzamento sia paragonabile al calo e alla volatilità osservati nel 2013 in seguito all'annuncio del *tapering* della Fed, l'India è oggi decisamente più forte dal punto di vista macroeconomico. Il debito commerciale dell'India, pari a 185 miliardi di dollari[3], è estremamente gestibile a nostro giudizio e storicamente, anche durante periodi di turbolenza, il rifinanziamento non ha rappresentato un grande problema. Ancor più importante, dalla fine del 2013 il deficit delle partite correnti indiane è sceso da 88 miliardi di dollari a meno di 20 miliardi di dollari[4]; inoltre, le riserve valutarie attualmente coprono 10 mesi di importazioni rispetto ai sette precedenti[5] e le prospettive di investimenti diretti esteri sono migliorate con l'elezione del Primo Ministro Narendra Modi.

Riteniamo che l'Asia sudorientale nel complesso abbia un potenziale di crescita particolarmente buono, con paesi come Myanmar, Laos, Cambogia e [Vietnam](#) che cominciano ad adottare un'economia di mercato, liberando consistenti risorse, sia umane che naturali, sottoutilizzate e sottovalutate, che possono essere impiegate dagli imprenditori di economie regionali più sviluppate, a beneficio di tutti. Il Vietnam in particolare quest'anno sta registrando un boom: il Fondo monetario internazionale (FMI) prevede infatti una crescita del PIL del 6,5%[6], un dato superiore a quello complessivo dei mercati emergenti. I recenti accordi commerciali - tra i quali quello sottoscritto [con l'UE](#) e l'inclusione del paese nell'ambito della proposta Trans-Pacifico Partnership (TPP) - dovrebbero a loro volta dimostrarsi proficui per il Vietnam, aprendone ulteriormente i mercati delle esportazioni.

A nostro giudizio, anche le economie più mature della regione, come Indonesia, Thailandia e Malesia, hanno ancora un consistente potenziale di crescita, in considerazione del profilo demografico favorevole, della continua urbanizzazione e delle riforme strutturali che conferiscono la possibilità di un costante forte progresso economico.

Naturalmente nella regione vi sono alcuni problemi nel breve termine. Dall'inizio di quest'anno, la valuta indonesiana ha perso finora circa il 9% rispetto al dollaro USA<sup>[7]</sup>, ma il quadro macroeconomico complessivo è migliorato dopo la crisi finanziaria asiatica del 1997 e crediamo che l'Indonesia sia in una situazione migliore, rispetto al passato, per gestire la stretta della politica monetaria statunitense. Inoltre, un recente rimpasto del team economico del presidente potrebbe segnare una rinnovata attenzione all'attuazione di riforme favorevoli alla crescita e contro la corruzione. Sono stati programmati o lanciati vari importanti progetti, tra i quali l'autostrada Trans-Sumatra, piani di realizzazione di oltre 20 porti marittimi e un ambizioso programma di investimenti nell'energia.

In Thailandia, un importante fattore che ha contribuito alla deludente crescita economica degli ultimi anni è stata la scarsa attuazione da parte del governo dei previsti investimenti infrastrutturali. Nel 2014, le turbolenze politiche hanno bloccato l'erogazione di molti fondi fiscali e anche nel 2015 il governo non ha interamente erogato i fondi disponibili (il bilancio delle infrastrutture è stato particolarmente penalizzato dalla mancata erogazione). Gli osservatori prevedono un'accelerazione della crescita del PIL nel 2016<sup>[8]</sup> a mano a mano che il governo rafforzerà gli stimoli fiscali nel breve termine (principalmente destinati alle zone rurali, sotto forma di prestiti e infrastrutture), in combinazione con consistenti progetti infrastrutturali nel lungo termine, che vanno da linee di metropolitana a Bangkok, a collegamenti ferroviari e stradali a lungo raggio. Il fattore importante è che sia la Cina che il Giappone hanno prospettato l'interesse a co-investire in vari progetti, il che potrebbe fornire capitali aggiuntivi. Nel complesso, questi piani infrastrutturali dovrebbero di per sé contribuire a imprimere slancio alla crescita del PIL nei prossimi quattro anni. Vi sono inoltre vasti piani intesi a incoraggiare il settore privato e gli investimenti diretti esteri che, in combinazione con il recente miglioramento dei dati delle esportazioni, potrebbero tradursi in un impulso significativo alla crescita in Thailandia. Riteniamo che le banche in Thailandia dovrebbero essere posizionate in maniera ideale per beneficiare potenzialmente di questi miglioramenti macroeconomici.

### **Valori nei mercati emergenti**

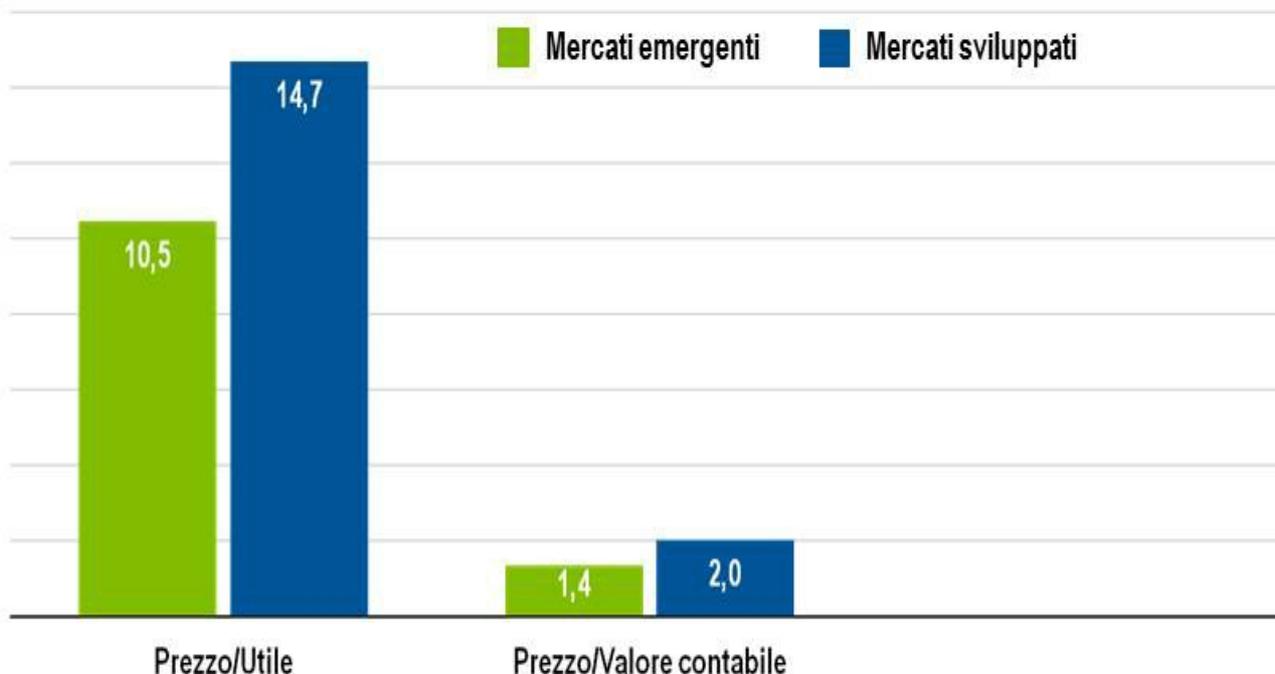
Come investitori nei mercati emergenti, la nostra attenzione si concentra principalmente sui *business model* e sui fondamentali sottostanti delle singole società in cui investiamo, più che sulle prospettive macroeconomiche generali. Abbiamo cercato di irrobustire con prudenza la nostra esposizione alle società che a nostro avviso continuano a offrire un forte potenziale di rialzo nel lungo termine, ma che riteniamo comunque caratterizzate da valutazioni ingiustificatamente basse. In prospettiva, è importante ricordare che le fasi di tensione dei mercati finanziari possono offrire il maggiore potenziale di rialzo nel medio termine. Attualmente, i mercati emergenti sembrano sottovalutati rispetto a quelli sviluppati, in termini di rapporti prezzo-utile e prezzo-valore contabile. Sebbene l'accentuata volatilità di mercato possa essere destabilizzante, il nostro processo d'investimento guarda oltre il breve termine e mira a individuare e investire in società leader in termini di crescita, ben gestite, con valutazioni interessanti, in tutto lo spettro dei mercati emergenti. Chiaramente, molti mercati emergenti sono esposti a fattori sfavorevoli, ma crediamo che vi siano sempre opportunità da individuare a ogni cambiamento della situazione dei mercati.

# Valutazioni

## Mercati emergenti vs. sviluppati

### Prezzo/Utile, Prezzo/Valore contabile

A settembre 2015



Prezzo/Utile (P/U) rispetto a Prezzo/Valore contabile (BV) rispetto a Rendimento azionario. Il rapporto prezzo-utile (P/E) di un singolo titolo rapporta la quotazione azionaria all'utile per azione della società. Il rapporto prezzo-utile (P/E) di un indice è la media ponderata dei rapporti prezzo/utile dei titoli inclusi nell'indice. Per una singola società, il rapporto prezzo-valore contabile è la quotazione azionaria corrente diviso il valore contabile (o patrimonio netto) per azione di una società. Nel caso di un indice, il rapporto prezzo-valore contabile è la media ponderata dei rapporti prezzo/valore contabile di tutti i titoli inclusi nell'indice.

Fonte: MSCI al 30 settembre 2015. I rendimenti dell'indice comprendono il reinvestimento dei dividendi. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Mercati emergenti come rappresentati dall'Indice MSCI Emerging Markets; mercati sviluppati come rappresentati dall'Indice MSCI All-Country World. Per maggiori informazioni sui fornitori dei dati, si rimanda al sito web [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com). La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

*I commenti, le opinioni e le analisi di Mark Mobius sono personali e 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 a un paese, una regione, un mercato o 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 e 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.** I titoli esteri comportano rischi particolari, quali fluttuazioni dei cambi e incertezze economiche e politiche. 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 relativamente minori dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità e 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. Storicamente, i titoli delle società minori hanno registrato un livello di volatilità più elevato rispetto a quelli di società più grandi, soprattutto a breve termine.

---

[1] Fonti: FactSet, MSCI. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com). La performance del passato non costituisce una garanzia di risultati futuri. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice.

[2] Fonte: Bloomberg, al 9 novembre 2015.

[3] Fonte: CLSA Research, agosto 2015.

[4] Fonte: Reserve Bank of India, a giugno 2015.

[5] Ibid.

[6] Fonte: IMF World Economic Outlook, ottobre 2015. Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima o previsione si realizzi.

[7] Fonte: Bloomberg, al 9 novembre 2015.

[8] Il FMI prevede una crescita del PIL thailandese del 2,5% nel 2015 e del 3,2% nel 2016. Fonte: IMF World Economic Outlook, ottobre 2015. Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima o previsione si realizzi.