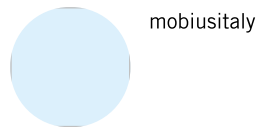




Small Cap dei mercati emergenti: un'evidente opportunità di crescita

Settembre 6, 2016



mobiusitaly

I mercati emergenti permangono in testa fra le economie del mondo più vivaci e con crescita più rapida, con tassi di crescita generali del prodotto interno lordo (PIL) largamente superiori per quest'anno rispetto a quelli dei paesi sviluppati, nonostante i rallentamenti in alcuni paesi di cui si è ampiamente parlato. Il team Templeton Emerging Markets reputa che le sfide affrontate da alcuni paesi, settori e società, come ad esempio le società del settore dell'energia e le banche cinesi, abbiano fatto passare in secondo piano le interessanti opportunità offerte dal segmento dei mercati emergenti (ME). Insieme al mio collega Chetan Sehgal, Executive Vice President, Managing Director India, CIO e direttore delle strategie Global Emerging Markets e Small Cap di Templeton Emerging Markets Group, presentiamo le opinioni del team sulle diverse opportunità che intravediamo tra i titoli azionari di società a bassa capitalizzazione (*small cap*) dei ME.

Riteniamo che i titoli azionari *small cap* all'interno dei mercati emergenti offrano prospettive di crescita costanti e robuste a valutazioni interessanti. Questa classe di attivi ci sembra anche essere stata ignorata dalla maggior parte degli investitori, a causa tra l'altro di preconcetti riguardo alla volatilità, liquidità e portata di questo universo d'investimento. Ci sono varie caratteristiche positive proprie delle *small cap* dei ME, sia strutturali che tattiche, che nel complesso concorrono a sostenere la nostra idea orientata a considerare l'inserimento della classe di attivi in una data esposizione ai ME.

Da un punto di vista strutturale, le società più piccole dei ME offrono agli investitori un'esposizione a migliaia di società viste come in possesso di un'ampia liquidità. Le società più piccole sono generalmente ancora poco studiate e poco possedute da investitori stranieri, il che porta a inefficienze del mercato che potenzialmente possono essere sfruttate. Inoltre, le tipologie di esposizione al segmento *small cap* dei ME rappresentano in genere integrazioni del segmento *large cap* dei ME, in particolare ad esempio nelle aree della sanità e dei consumi, alimentate dall'andamento demografico e da una classe media in espansione. Pertanto, crediamo che le società a bassa capitalizzazione dei mercati emergenti nel complesso siano in grado di offrire un elevato potenziale di crescita.

Tatticamente, consideriamo che le recenti vendite generalizzate nei mercati emergenti abbiano fornito un'opportunità di valutazione particolarmente interessante. Le società più piccole dei ME hanno anche in generale una maggiore esposizione al mercato locale e, di conseguenza, hanno storicamente avuto una correlazione (il grado di movimento in maniera abbinata) contenuta con le rispettive controparti a più alta capitalizzazione. Come per tutti gli investimenti in azioni dei ME (e gli investimenti azionari in generale), investire nelle società più piccole comporta alcuni rischi intrinseci e percepiti, tra i quali la perdita del capitale; i prezzi dei titoli delle società più piccole sono stati storicamente più volatili rispetto ai titoli di grandi società, specialmente a breve termine. Tuttavia, le *small cap* dei mercati emergenti stanno suscitando un interesse crescente da parte degli investitori istituzionali e riteniamo che presentino caratteristiche interessanti del rapporto rischio-rendimento nell'attuale contesto economico globale.

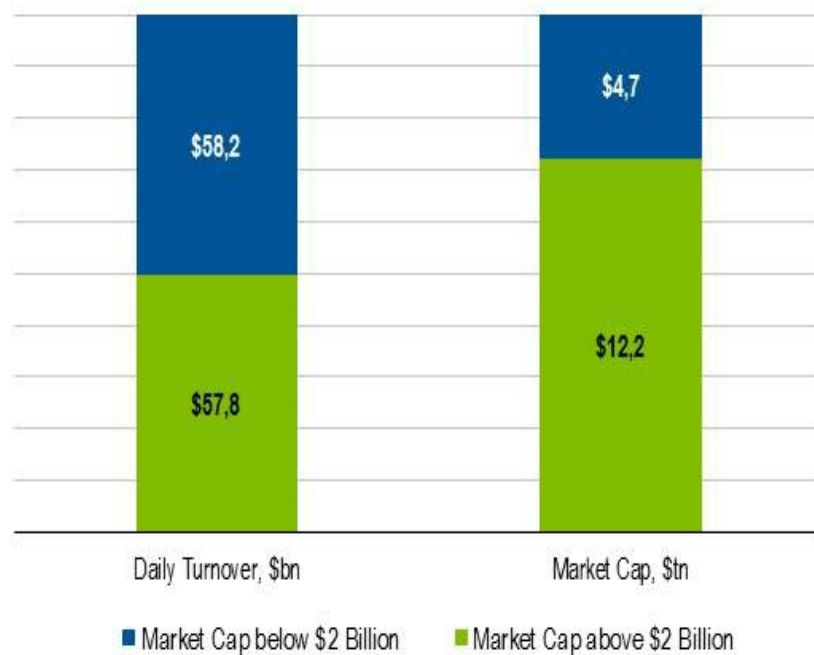
Un vasto universo d'investimento con notevole liquidità

Le società a bassa capitalizzazione dei mercati emergenti sono lungi dall'essere un investimento di nicchia, nonostante l'opinione comune. La classe di attivi rappresenta più di 23.000 società con una capitalizzazione di mercato complessiva di quasi 5.000 miliardi[1] di dollari statunitensi ed un fatturato giornaliero di circa 60 miliardi di dollari statunitensi, costituendo parti essenziali della liquidità globale dei mercati emergenti e della capitalizzazione di mercato, come mostra il grafico che segue. Di conseguenza, anche la sola dimensione dell'universo d'investimento delle *small cap* dei ME offre numerose opportunità di scoperta di società valutate erroneamente. Un altro aspetto della classe di attivi (evidenziato anche nel grafico) è che la liquidità complessiva è ampiamente comparabile a quella dei titoli delle *large cap*, contrariamente, ancora una volta, all'opinione comune. In realtà, le società a bassa capitalizzazione dei mercati emergenti sono in genere possedute in misura sproporzionata da investitori nazionali *retail* che spesso negoziano con frequenza maggiore rispetto agli investitori istituzionali stranieri poiché i primi hanno solitamente un orizzonte di investimento di gran lunga minore, rilanciando di conseguenza la liquidità.

Small cap dei ME rappresentate in maniera sproporzionata nelle attività quotidiane di negoziazione



Al 31 marzo 2016



Fonti: Bloomberg, MSCI. L'universo d'investimento è costituito da tutti i titoli azionari dei mercati emergenti quotati in borsa negli indici MSCI Emerging Markets e MSCI Frontier Markets. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non includono commissioni, spese od oneri di vendita. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web franklintempletondatasources.com.

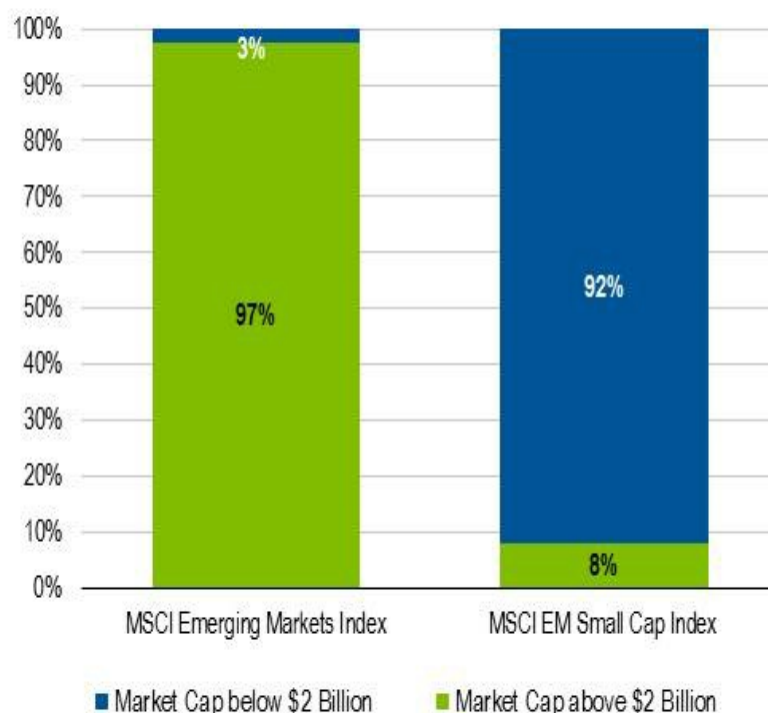
Trascurate e poco studiate

Nel grafico che segue, diamo uno sguardo al livello d'esposizione delle *small cap* dei ME nell'indice MSCI Emerging Markets, un benchmark ampiamente utilizzato per rappresentare i titoli dei ME come classe di attivi. Troviamo che l'esposizione alle *small cap* dei ME rappresenta solo il 3% di questo benchmark, rispetto al 28% della capitalizzazione di mercato dell'intero universo d'investimento dei mercati emergenti.^[2] Tale differenza rappresenta un sottopeso strutturale nei portafogli di investitori che seguono una strategia basata sull'indice.

Small cap ME rappresentate negli indici ME



Al 31 marzo 2016



Fonte: FactSet. L'indice MSCI Emerging Markets rappresenta le società ad alta e media capitalizzazione in 23 mercati emergenti. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap include la rappresentazione delle società a bassa capitalizzazione in 23 mercati emergenti. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web franklintempletondatasources.com.

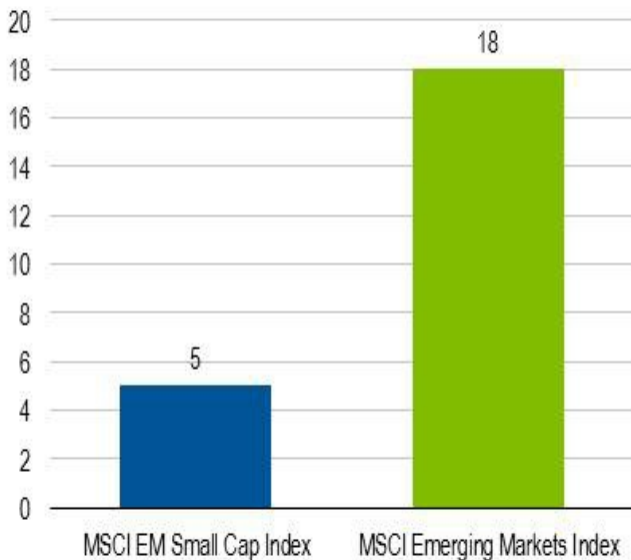
Non solo le società minori dei mercati emergenti sono trascurate da molti investitori, ma sono anche particolarmente poco studiate. Ciò riflette non solo il vasto numero di società da prendere in considerazione, ma anche la scarsità di informazioni disponibili ed un numero limitato di investitori ai quali poter distribuire tali ricerche. Non sorprende quindi che il risultato sia un numero medio di raccomandazioni di studio per le *small cap* dei ME di gran lunga inferiore a quello per i titoli di società maggiori dei mercati emergenti. È altrettanto importante notare il numero decisamente maggiore di titoli con copertura trascurabile o di fatto pari a zero. Per un gran numero di titoli di *small cap* dei ME fuori dall'indice di riferimento, la disponibilità di studi è ancora più limitata. La probabilità che un titolo di una piccola società dei ME fuori indice relativamente sconosciuta sia valutata erroneamente è molto più elevata rispetto a quella per una grande società con molte raccomandazioni di ricerca.

Small Cap dei ME prive di copertura degli analisti rispetto al più ampio universo dei Mercati Emergenti

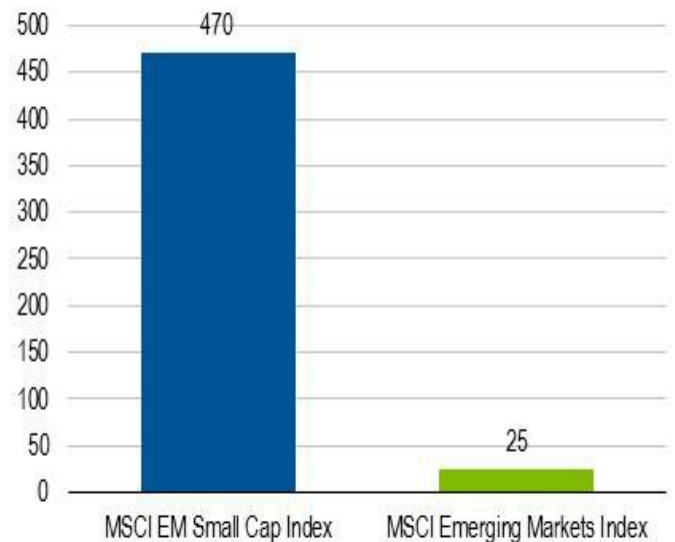


Al 31 marzo 2016

Median Analyst Recommendations



Number of Stocks with Negligible Research Coverage



A puro titolo illustrativo.

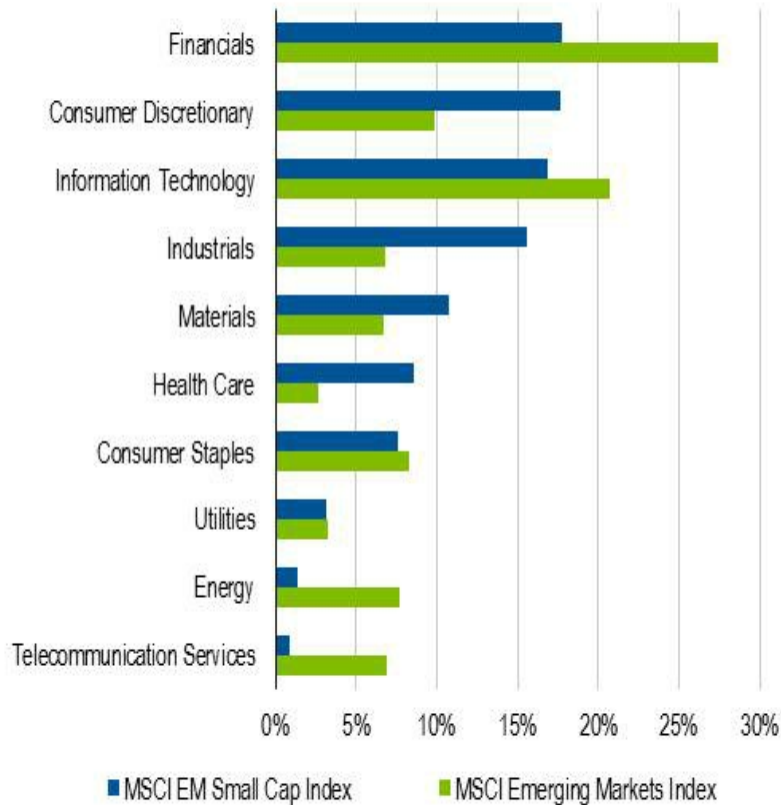
Fonte: FactSet. L'indice MSCI Emerging Markets rappresenta le società ad alta e media capitalizzazione in 23 mercati emergenti. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap include la rappresentazione delle società a bassa capitalizzazione in 23 mercati emergenti. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web franklintempletondatasources.com.

Esposizione ai mercati emergenti locali

Pensando al generale successo a lungo termine dei mercati emergenti come economie globali e classe di attivi azionari, gran parte di questi paesi si sono sempre più integrati nell'economia mondiale. Di conseguenza, le loro società più grandi e di maggior successo si sono spesso allargate oltre i mercati nazionali per esportare ed investire a livello globale. I prezzi delle azioni di molti di questi titoli non sono quindi più trainati da fattori nazionali. Esempi di queste società possono includere titoli di società nel settore dell'elettronica, delle auto o dei consumi che traggono una parte notevole dei loro ricavi dalle economie sviluppate piuttosto che da quelle in cui hanno la loro sede. Le società minori dei ME offrono invece proprio le esposizioni che hanno in primo luogo invogliato gli investitori verso i mercati emergenti, con domanda interna, andamento demografico favorevole, iniziative di riforma locale e prodotti innovativi di nicchia che sono spesso i fattori determinanti primari della crescita. Di conseguenza, i settori ai quali gli investitori in *small cap* dei ME sono esposti differiscono notevolmente da quelli dei titoli di società maggiori, come si può vedere nel seguente grafico.

Confronto settoriale parallelo degli indici EM Small-Cap e Large-Cap

Al 31 marzo 2016



Fonte: FactSet. L'indice MSCI Emerging Markets rappresenta le società ad alta e media capitalizzazione in 23 mercati emergenti. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap include la rappresentazione delle società a bassa capitalizzazione in 23 mercati emergenti. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web franklintempletondatasources.com.

L'indice MSCI Emerging Markets è dominato in maniera sproporzionata da esposizioni nei settori dei finanziari, dell'energia, dell'informatica e delle telecomunicazioni/servizi pubblici. Questi settori sono generalmente toccati più da vicino dagli andamenti macroeconomici globali o del paese, siano essi il debito associato al mercato immobiliare di un'economia, il prezzo globale del petrolio o le politiche governative.

Inoltre, tra i titoli delle società a maggiore capitalizzazione c'è una netta prevalenza di imprese pubbliche e, pur riscontrando che molte di queste società statali sono ben gestite, gli interessi dei proprietari finali non sono sempre totalmente allineati con quelli degli investitori di minoranza.

Le esposizioni alle *small cap* dei ME sono concentrate nei settori a crescita più elevata, come quelli dei beni di consumo discrezionali e della sanità. Tali società sono di norma più concentrate a livello locale e molte sono attori relativamente predominanti nei settori minori. Le società minori dei ME di maggiore successo sfrutteranno questa forza locale per espandersi a livello internazionale, sostenendo nel tempo la transizione verso società a media o addirittura alta capitalizzazione. Anche nell'ambito di un dato settore, le esposizioni economiche possono differire notevolmente. Per esempio, nel segmento dei materiali, le società estrattive sono per natura generalmente nomi ad alta capitalizzazione e sono fortemente influenzate da fattori esterni al proprio paese d'origine, come i prezzi globali delle materie prime. Le società minori dei ME nel settore dei materiali prevedibilmente comprendono imprese, come i produttori di cemento, con una maggiore esposizione allo sviluppo economico locale ed alle dinamiche della domanda.

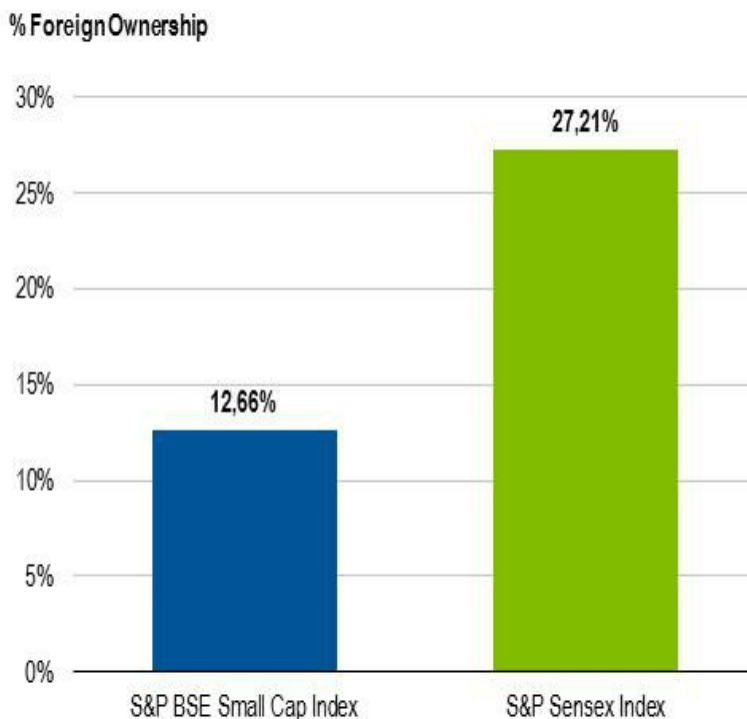
Inefficienze del mercato

Le esposizioni economiche prevalentemente nazionali di società minori dei ME, insieme al fatto che questi titoli sono generalmente poco studiati, porta, a volte, non solo a valutazioni errate di singole società, ma anche ad inefficienze più ampie a livello del mercato. L'India è un'economia degna di nota che mostra queste tendenze, derivanti da un mercato che presenta un numero elevato di società minori nelle quali investire ed una propensione particolarmente pronunciata al possesso da parte di investitori locali di questi titoli azionari. Possiamo utilizzare l'India come esempio di come le dinamiche specifiche per paese ed altri fattori hanno portato a rendimenti non correlati per gli investitori.

Dopo la crisi finanziaria globale del periodo 2008-2009 e fino alla fine dell'anno 2014, gli afflussi nell'azionario indiano sono provenuti in gran parte da investitori stranieri, dal momento che gli investitori nazionali hanno reinvestito in beni reali quali immobili ed oro. Ogni afflusso straniero realizzato tramite investimenti basati sull'indice sarà, per definizione, concentrato nei titoli dell'indice delle società maggiori, contribuendo ad una proprietà straniera sproporzionata delle società ad alta capitalizzazione. Ciò è ulteriormente aggravato dalla scarsa ricerca disponibile per i titoli delle società fuori indice o a bassa capitalizzazione, il che fa sì che molti investitori si orientino in pari misura verso le *large cap* e l'indice.

Il grafico seguente mostra che gli investimenti effettuati dagli investitori stranieri contano per circa il 27% del valore dell'indice S&P BSE Sensex, che rappresenta il mercato azionario indiano complessivo, ma solo per il 13% dell'indice S&P BSE Small Cap.^[3] Di conseguenza, i titoli delle *small cap* indiane in generale sono più esposte all'economia nazionale non soltanto tramite la loro operatività, ma anche attraverso il comportamento degli investitori locali.

Al 7 giugno 2016



Fonte: Bloomberg. L'indice S&P BSE Sensex è studiato per misurare la performance delle 30 società più grandi, più liquide e finanziariamente solide nei settori chiave dell'economia indiana. L'indice S&P BSE Small Cap è ideato per rappresentare il segmento small cap del mercato azionario indiano. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web franklintempletondatasources.com.

Dal 2009 al 2013 il clima di fiducia locale negativo verso l'azionario ha contribuito ad un considerevole sconto delle valutazioni dei titoli delle *small cap* indiane rispetto alle loro controparti a maggiore capitalizzazione, mentre in molti paesi le società minori sono state scambiate con un sovrapprezzo grazie alle loro caratteristiche di crescita superiore. Tuttavia, nel 2014 il clima di fiducia è cambiato poiché è diventato chiaro che le elezioni nazionali sarebbero state vinte dal Bharatiya Janata Party (BJP) guidato da Narendra Modi, riformista e favorevole agli scambi commerciali, portando a notevoli afflussi interni. Questo a sua volta ha portato ad una rapida ridefinizione delle valutazioni dei titoli delle *small cap* indiane, sia rispetto alle loro controparti a grande capitalizzazione che in termini assoluti.

Potenziale di crescita

A nostro giudizio, i mercati emergenti rappresentano un potenziale elemento positivo in un contesto economico mondiale a volte incerto. I tassi di crescita globale generale sono stati molto deludenti dalla crisi finanziaria globale del periodo 2008-2009, con declassamenti annuali delle stime dell'International Monetary Fund (IMF), continuate recentemente quando nell'aprile 2016 l'IMF ha ridotto le sue stime di crescita del PIL globale per il 2016 al 3,2%.^[4] Nei sei anni fino al 2008, i mercati emergenti avevano contribuito fino al 70% all'aumento della crescita economica mondiale annualmente^[5] e, nonostante una certa moderazione successiva, complessivamente i tassi di crescita del PIL restano notevolmente più alti di quelli dei mercati sviluppati. In un mondo caratterizzato da una tale crescita contenuta, investire nelle società minori dei ME può fornire esposizione a molte delle società a più rapida crescita dei paesi a più rapida crescita del mondo. Vale anche la pena ripetere che tale crescita è generalmente organica e derivata da dinamiche del mercato locale, piuttosto che essere trainata da fattori macroeconomici globali o da ingegneria finanziaria in forma di riacquisti di azioni proprie, come avviene in maniera aggressiva negli Stati Uniti in particolare e nei paesi sviluppati più in generale. Oltre alla crescita organica, le società minori dei ME possono anche vedere negare l'aggiunta di un apprezzamento del prezzo dell'azione ad un indice (attraendo così flussi di investitori passivi e con maggiore attenzione alla ricerca sell-side suscettibile di attrarre anche flussi di fondi attivi) nonché essere obiettivo di potenziali fusioni e acquisizioni; questi sono propulsori di crescita ampiamente indipendenti da considerazioni macroeconomiche.

Avendo trattato i concetti errati ed alcuni aspetti positivi della presa in considerazione delle società minori all'interno del proprio portafoglio, è anche importante tenere conto delle sfide. Quello che è forse più importante riconoscere è che ci sono numerose piccole società nei ME che resteranno piccole, sia a causa di problematiche legate alla governance societaria, sia alla scarsa qualità della gestione, alla mancanza di crescita del mercato o ad altri fattori. Gli investitori devono cercare di determinare quali di queste società avranno successo sul lungo termine. Tuttavia, con un numero talmente elevato di società poco studiate e poco detenute nelle quali investire, riteniamo che l'esposizione a società minori dei ME sia interessante, data l'attenzione ai fondamentali di tipo bottom-up.

Note Informative e Legali

I commenti, le opinioni e le analisi espressi nel presente articolo hanno finalità puramente informative e non devono essere considerati come una consulenza individuale in materia di investimenti né come una raccomandazione ad investire in un titolo o ad adottare una strategia d'investimento. Le condizioni di mercato ed economiche sono passibili di rapidi cambiamenti, pertanto i commenti, le opinioni e le analisi si intendono resi alla data di questo post e sono soggetti a modifiche senza preavviso. Il materiale non intende costituire un'analisi completa di tutti i fatti rilevanti relativi ad un paese, una regione, un mercato, un settore, un investimento o una strategia.

Importanti informazioni legali

Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Gli investimenti in titoli 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. 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] Fonte: Bloomberg, al 31/12/2015. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web franklintempletondatasources.com.

[2] Fonte: FactSet. L'indice MSCI Emerging Markets rappresenta le società ad alta e media capitalizzazione in 23 mercati emergenti. L'indice MSCI Emerging Markets Small Cap include la rappresentazione delle società a bassa capitalizzazione in 23 mercati emergenti. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web franklintempletondatasources.com.

[3] Fonte: Bloomberg. L'indice S&P BSE Sensex è studiato per misurare la performance delle 30 società più grandi, più liquide e finanziariamente solide nei settori chiave dell'economia indiana. L'indice S&P BSE Small Cap è pensato per rappresentare il segmento small cap del mercato azionario indiano. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web franklintempletondatasources.com.

[4] Fonte: International Monetary Fund World Economic Outlook, aprile 2016.

[5] Fonte: The World Bank, World Development Indicators, al 5/02/16.