

Fondi azionari

Emerging market

Bene, nonostante tutto

Il contesto generale non è dei più favorevoli per l'equity dei paesi emergenti, ma dall'inizio dell'anno, soprattutto in Asia e nell'Europa orientale, è in corso un rally di notevoli dimensioni. La Cina, pur con tutte le sue difficoltà, appare il mercato più attraente e su Shanghai si è riversato un fiume di liquidità. Altri contesti, come l'America latina e l'India, si stanno rivelando invece abbastanza deludenti. Il probabile rialzo dei tassi Usa potrebbe essere un fattore negativo per la maggior parte delle piazze finanziarie delle economie a forte crescita

Il 2015 non è cominciato male per molti mercati emergenti. Nonostante una situazione di crisi economica conclamata in diverse realtà, l'equity locale ha continuato a mostrare buoni risultati. Su tutti, una volta tanto in accordo con le previsioni, finora stanno troneggiando i mercati asiatici. E ancora una volta sembra impressionante la performance del mercato cinese: a inizio aprile era in crescita di circa il 20% dall'inizio del-

di David Tonello

l'anno. È vero che altre piazze hanno fatto altrettanto bene (basti pensare alla performance simile dell'indice Micex russo), ma è altrettanto indubbio che lo Shanghai composite veniva da un anno già strepitoso e che lo yuan cinese ha continuato ad apprezzarsi contro l'euro e a tenere testa, caso unico al mondo, al super-dollaro. Dopo un triennio difficilissimo, il mercato azionario cinese sembra avere trovato una nuova e maggiore base di investitori, proprio nel momento di un rallentamento strutturale. Sulle piazze finanziarie domestiche sembra in effetti essersi diffusa l'idea che, sia nelle aziende di stato, sia nel settore privato, il processo di modernizzazione si stia traducendo in una maggiore redditività ed efficienza.

Anche alcuni mercati del Sud-est asiatico, dall'Indonesia alle Filippine, hanno mostrato performance a doppia cifra per gli investitori in euro, mentre non a caso maggiori problemi sono apparsi in alcuni mercati latino-americani come il Brasile. Sorprendentemente ha finora avuto una performance deludente nel 2015 l'India, in rialzo solamente di qualche punticino dall'inizio dell'anno, a causa di news piuttosto deludenti sugli utili aziendali.





« Il caso cinese può essere particolare, visto che combina una forte crescita economica, una politica monetaria lassista e un ritorno di fiamma da parte degli investitori locali »»

Tutto questo per dire che oggi il panorama dell'equity emergente è variegato più che mai e che la semplice rotazione verso un'asset class negletta potrebbe non bastare più. In verità, in alcuni casi particolari, il party della liquidità potrebbe continuare ancora: basti pensare quanto influisce la forza dello yuan cinese, con il crollo dei prezzi delle materie prime che spinge al ribasso l'inflazione. Ciò potrebbe condurre a un ulteriore allentamento della politica monetaria, che è già accomodante e sostiene il mercato azionario locale in un periodo in cui le famiglie trasferiscono i loro risparmi dalla liquidità e dall'immobiliare verso le azioni. Di conseguenza, l'equity locale (le cosiddette azioni A quotate alla borsa di Shanghai) ha messo a segno enormi rialzi dall'estate scorsa, mentre le azioni H (aziende cinesi quotate a Hong Kong che fanno parte dell'MsciChina) sono prezzate a notevoli sconti.

Il caso cinese può in effetti essere particolare in questa particolare fase, visto che combina una forte crescita economica, una politica monetaria lassista e un ritorno di fiamma da parte degli investitori locali. In ogni caso però i gestori di fondi del comparto si trovano oggi ad affrontare un dilemma non da poco: inseguire i non molti focolai di crescita, pagando spesso valutazioni non delle più convenienti, oppure cercare soluzioni più value a costo di dovere aspettare per vedere materializzarsi rendimenti adeguati? Indicativo appare il caso dell'India, dove recentemente ha ben performato il settore growth per eccellenza del listino locale, l'IT, mentre le industrie legate all'ammodernamento delle infrastrutture e dell'apparato produttivo locale sono rimaste indietro. Questo a causa di dati economici non brillantissimi e di un governo che deve comunque tirare la cinghia.

Fondi azionari

Emerging market

In qualche maniera gli emergenti sembrano trovarsi in una situazione simile a quella dell'Europa di qualche anno fa, con problemi di crescita e una dipendenza piuttosto forte dal quantitative easing altrui, che viene spesso replicato in maniera più o meno pallida, mentre si tenta in molti casi di imporre un processo di deleveraging al sistema. E in effetti da questo punto di vista la cautela continua della Fed, amplificata da un primo trimestre americano non certo al fulmicotone, potrebbe essere d'aiuto. Ricorda infatti il team di Raiffeisen Capital Market: «Eventuali rialzi dei tassi d'interesse negli Usa vengono previsti più per l'autunno, viste le aspettative di mercato che si stanno scontando. Gli ultimi numeri congiunturali statunitensi sono stati più deboli di quanto anticipato dai mercati. Persino i dati sul mercato del lavoro, generalmente valutati come solidi, perdono molto del loro splendore e del loro significato rispetto a eventuali rialzi del tasso guida, se analizzati nel contesto degli ultimi anni. Perché negli ultimi sette anni, nel complesso, non è stato aggiunto un solo posto di lavoro a tempo pieno negli Usa. E ciò tenendo conto di una popolazione attiva cresciuta di circa 15 milioni di persone. Considerata la persistente forza del dollaro, una congiuntura globale che continua a essere debole e un'inflazione a ze-

ro, ora anche negli States resta tutto da vedere, se, quando e di quanto, la Banca centrale aumenterà poi effettivamente i tassi d'interesse. Tuttavia, gli eventuali rialzi dei saggi da parte della Fed continuano a rimanere un potenziale fattore di rischio per azioni, obbligazioni e in particolare le valute di molti paesi emergenti. Causerebbero una netta diminuzione della liquidità globale in dollari e questo in passato è stato molto spesso collegato a quotazioni azionarie e valute in calo negli emerging. Inoltre, in molte di queste economie i debiti in dollari Usa, spesso di dimensioni consistenti, assunti negli ultimi anni, sarebbero sempre più difficili da ripagare di fronte a una crescita in rallentamento, utili aziendali in calo e un continuo apprezzamento della valuta Usa».

Dunque anche per gli emergenti la politica monetaria ricopre il ruolo di principale collante dei mercati, con gli investitori che vanno a concentrarsi su pochi temi settoriali e geografici. In particolare il Far east e l'Europa orientale, legata alla ripresa dell'Eurozona, rischiano però di creare pericolose discrepanze nelle valutazioni. In definitiva grandi opportunità senz'altro, vista la copiosa liquidità ancora presente, ma anche rischi che si stanno moltiplicando. ■

Jean Médecin, membro del comitato investimenti di Carmignac

«Ci piace l'India»

Come descrivereste il vostro approccio di investimento? Quale tipo di azioni selezionate nel vostro portafoglio?

«Il nostro approccio d'investimento è sia top-down, sia bottom-up. Sfruttiamo la nostra esperienza nell'analisi macroeconomica per valutare i fondamentali dei paesi emergenti. Ciò è estremamente rilevante per identificare i fattori di rischio, come il deterioramento dei bilanci o il deprezzamento della valuta. Facciamo inoltre tesoro delle nostre ricerche dirette sul luogo per conoscere in prima persona e analizzare le aziende in cui investiamo. Soprattutto selezioniamo società di qualità caratterizzate da forte generazione di cash-flow e che operino in segmenti sottopenetrati in cui c'è molto potenziale di crescita. Il focus sulla capacità di generare flussi di cassa è fondamentale, poiché vogliamo che le aziende siano in grado di finanziare il proprio sviluppo senza diluire la proprietà del business dei propri investitori».



JEAN MÉDECIN, MEMBRO
DEL COMITATO INVESTIMENTI
DI CARMIGNAC

Dove vede le migliori opportunità del mercato indiano? Qual è la sua view sul paese?

«Sebbene la performance del mercato azionario indiano sia stata stellare nel corso dell'ultimo anno, vediamo per questa piazza ancora un grande potenziale sul medio termine. Le riforme economiche programmate dal governo hanno la capacità di rafforzare il potenziale di crescita del paese. Inoltre, la qualità della gestione della politica monetaria del nuovo governatore della Banca centrale, insieme al vantaggio dovuto alla deflazione per il prezzo più basso del petrolio, aprono la porta a un cielo di riduzione dei tassi di interesse che sosterranno ulteriormente le opportunità del paese. La nostra selezione dei titoli è incentrata su aziende in grado di sfruttare questo migliorato momentum economico. Preferiamo in particolare la private bank Icici che potrebbe beneficiare di un picco di crescita dei prestiti in un contesto di infla-



Valentina Madama, gestore multimanager e co-gestore del fondo Symphonia Multimanager Emergenti Flessibile

Soprattutto small cap

Potreste descrivere la vostra metodologia di investimento?

«Il fondo Symphonia Multimanager Emergenti Flessibile è un prodotto di asset allocation che investe su tutte le asset class legate ai paesi emergenti. Trattandosi di uno strumento multi-manager, utilizza come fonti di alfa sia l'allocation tra le diverse categorie di attivi, sia la selezione di gestori specializzati nelle aree di investimento più interessanti. Il risultato è un prodotto con un'elevata diversificazione e una volatilità mediamente pari a due terzi rispetto ai mercati azionari emergenti. La filosofia di management è di tipo value: in ogni asset class oggetto di studio

si ricercano elementi di valore inesperto. Le aree e i paesi in cui preferiamo investire sono quelle dove oltre a valutazioni interessanti vediamo un potenziale turnaround di tipo macro. I prodotti selezionati sulla componente azionaria sono principalmente attivi, in quanto in molti casi gli indici hanno un'allocation incentrata su settori, come i petroliferi e i basic material, che non sono in grado di cogliere le dinamiche più interessanti legate alla demografia, alla crescita dei consumi e alla necessità di nuove infrastrutture di questi paesi. Si ricorre invece a prodotti passivi laddove non ravvisiamo valore aggiunto legato nell'investire in prodotti attivi».

Fondi azionari

Emerging market



Come è posizionato il vostro portafoglio fra strumenti fixed income, azionari, titoli e liquidità?

«Attualmente il portafoglio ha un'esposizione all'azionario attorno al 75%, con il 20% di obbligazionario e il 5% in liquidità. La componente a reddito fisso è suddivisa equamente tra prodotti emergenti e titoli in valute locali e in dollari Usa».

Dove vedete le migliori occasioni a livello azionario?

«In generale riteniamo che le small cap siano l'asset class più interessante nelle economie in crescita; la nostra preferenza va in particolare su quelle asiatiche, che presentano alta diversificazione, bassi livelli di copertura da parte degli analisti e valutazioni a sconto rispetto alle large cap, sebbene offrano prospettive di crescita più elevate. I paesi asiatici dove siamo più costruttivi sul segmento small cap sono India e Indonesia. Entrambi, dopo il cambiamento di governo avvenuto nel 2014, saranno interessati da un'importante fase di riforme: nei prossimi anni la struttura economica dei due stati subirà una trasformazione attraverso un forte impulso sugli investimenti e l'alleggerimento della burocrazia. L'India negli ultimi mesi ha già visto importanti flussi dagli investitori esteri, che hanno fortemente spinto le valutazioni degli indici. È pertanto sulle small cap che ravvisiamo in questo mercato le migliori opportunità di investimento: queste potranno accedere con il tempo a un migliore sistema finanziario e intercettare l'incremento di peso dell'industria e delle infrastrutture nell'economia indiana. Anche l'Indonesia appare avviata a essere una storia di crescita di lungo termine, con una demo-



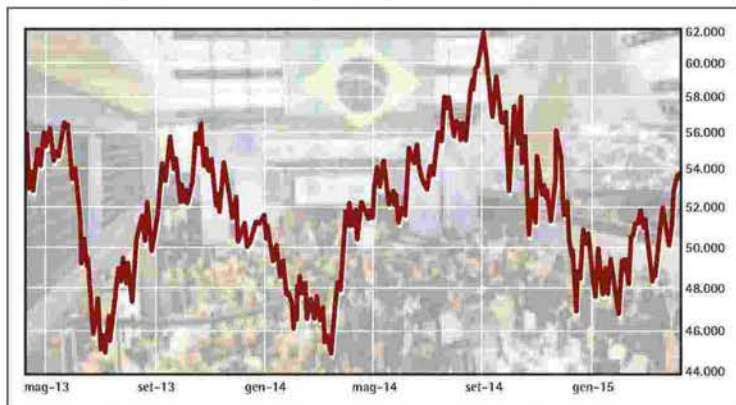
VALENTINA MADAMA,
GESTORE MULTIMANAGER E
CO-GESTORE DEL FONDO
SYMPHONIA MULTIMANAGER
EMERGENTI FLESSIBILE

grafia favorevole (il 50% della popolazione ha meno di 28 anni e 8 milioni di persone entrano ogni anno nella classe media), e il tasso di crescita, spinto dai consumi, appare in miglioramento».

Che cosa vi aspettate per il reddito fisso dei paesi emergenti? Temete i cambiamenti della politica monetaria statunitense?

«Da inizio anno abbiamo preso profitto su alcune posizioni obbligazionarie, soprattutto in divisa locale (bond in lira turca, rupia indonesiana, rupia indiana), che avevamo acquistato nella situazione di estrema debolezza delle valute emergenti innescata nel 2013 dall'annuncio del tapering negli Usa, dopo avere spostato l'allocazione più verso l'azionario. Tuttavia, in una prospettiva di medio termine, le obbligazioni emergenti sono un'asset class che continua a incontrare il nostro favore come fonte di reddito, in quanto gli spread sui tassi europei dal 2013 sono tornati molto interessanti. L'aspettativa del rialzo dei tassi da parte della Fed continuerà a portare sicuramente volatilità sull'asset class, ma riteniamo che le future fasi di debolezza possano essere selettivamente un'occasione di acquisto, in particolare in quei paesi che hanno banche centrali credibili e che stanno sviluppando una gestione più disciplinata delle proprie finanze e dei deficit con l'estero».

Due anni di borsa brasiliana (indice Ibovespa)



Se doveste indicare un'area di investimento degli emerging particolarmente sottovalutata quale sarebbe la vostra scelta e perché?

«Oltre a India e Indonesia, un'altra area di investimento che riteniamo molto interessante è la Corea. Le valutazioni delle società in Corea sono basse, ma con un livello di solidità, trasparenza, ricerca e tecnologia tipico di un paese sviluppato. Essendo inoltre un paese esportatore e con un mercato azionario pro-ciclico, ha una leva forte sulla crescita globale e sul rafforzamento del dollaro. La crescita economica, seppure non elevata, è in ripresa e il sistema finanziario si è ripulito degli eccessi degli ultimi anni».