

Mercati emergenti: come cogliere la prossima ondata di rendimenti



Mauro RATTO
Head of Emerging
Markets

- **Condizioni cicliche:** le economie dei mercati emergenti continuano a beneficiare di una fase di crescita globale sincronizzata. I diversi Paesi si trovano in fasi differenti del ciclo: la Cina è in una fase più avanzata, mentre altri Paesi come Russia e Brasile sono usciti dalla recessione nel 2017.
- **Vulnerabilità a un aumento dei tassi:** osserviamo che per quanto riguarda i conti con l'estero, le condizioni sono migliorate sensibilmente dal Taper Tantrum del 2013 per quasi tutti i Paesi.
- **Condizioni strutturali:** l'implementazione delle riforme è un fattore chiave distintivo per valutare l'abilità di un Paese di rendere la propria storia di crescita non solo superiore, ma anche sostenibile. La Cina è uno dei Paesi più attivi nell'adozione di riforme strutturali, con l'economia che si sta muovendo verso settori meno dipendenti dal debito e più efficienti.
- **Azioni Paesi emergenti:** nel 2018, la solida crescita degli utili per azione, le valutazioni interessanti e il miglioramento della governance societaria sono tra le condizioni positive per questa classe di attività che è strutturalmente poco presente nei portafogli degli investitori.
- **Reddito fisso:** le obbligazioni a breve scadenza possono offrire un carry interessante con basso rischio tassi rispetto ad altri settori del reddito fisso. In assenza di grandi sconvolgimenti ci aspettiamo ritorni in media del 4-5% nel 2018 nel debito dei mercati emergenti in valuta forte e del 7-8% per quelli denominati in valuta locale.
- **Evoluzione dei mercati emergenti:** crediamo che gli investitori dovrebbero rivalutare il ruolo delle attività dei Paesi emergenti nei loro portafogli. Dovrebbero considerare anche un cambio di prospettiva sui mercati emergenti come "asset class" e adottare un approccio più selettivo per individuare le opportunità legate al singolo Paese, settore o azienda ed evitare le aree di maggior rischio.

Non più solo "una storia di crescita superiore"

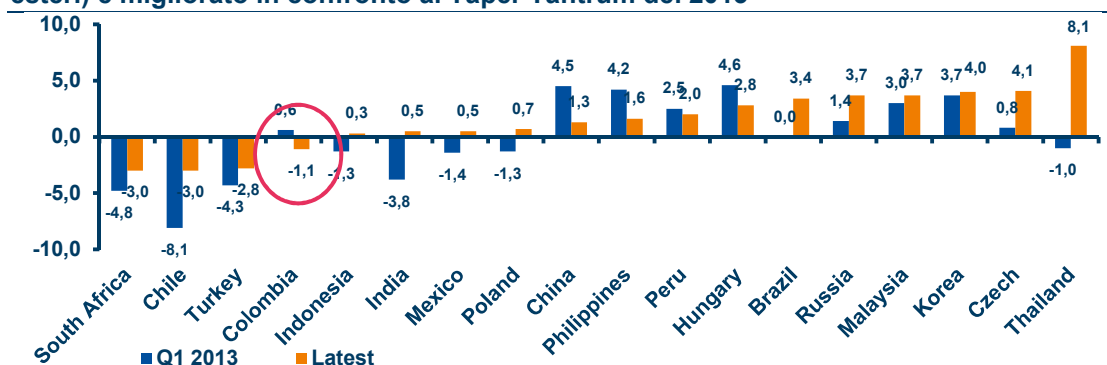
Il recente aumento della volatilità del mercato azionario ha accresciuto la consapevolezza degli investitori in merito alla vulnerabilità nei mercati finanziari creata dalla compiacenza degli investitori e associata alla fase estesa degli stimoli monetari eccezionali da parte delle banche centrali (BC). La sfida attuale è quella di valutare il potenziale rischio / rendimento delle diverse classi di attività in uno scenario in evoluzione, con l'inflazione che sta lentamente aumentando e le BC che stanno cercando di ridurre l'eccesso di liquidità. Riteniamo che i mercati emergenti (ME) stiano dimostrando che una buona dose di forza è stata costruita durante la fase di eccezionale liquidità, sostenuta da dinamiche cicliche e strutturali favorevoli. Da un punto di vista ciclico, le economie emergenti continuano a beneficiare della fase di crescita sincronizzata a livello globale. Il commercio globale sostenuto, le dinamiche positive dei prezzi delle materie prime e un dollaro debole continuano a essere un vantaggio per molti ME. Il differenziale di crescita tra economie emergenti e sviluppate dovrebbe crescere al 3,3% nel 2020. Il dato aggregato positivo, tuttavia, maschera le differenze sostanziali regionali e nazionali: ad esempio, la Cina è ora in una fase più avanzata del suo mini ciclo, mentre Russia e Brasile sono emerse dalla recessione nel 2017. L'analisi delle condizioni economiche, che sostiene le opportunità di investimento, deve andare oltre il livello aggregato e guardare alla crescita da parte di un singolo Paese per scoprire il potenziale di miglioramento. In questo senso, riteniamo che l'Europa centrale e orientale sia esposta alla storia del Rinascimento europeo. In Asia, Malesia, Filippine, Thailandia e Cina potrebbero trarre vantaggio dalla domanda interna. In America Latina, il Brasile sta vivendo il momentum economico più significativo. Anche il fattore politico è cruciale per valutare il sentiment degli investitori (e i flussi) nei confronti dei paesi emergenti. In particolare, la politica commerciale degli Stati Uniti (nello specifico, i rischi protezionistici) deve essere attentamente monitorata. Nel 2018, le elezioni in diversi paesi, in particolare in America Latina, potrebbero anche aumentare le

"Il commercio globale sostenuto, le dinamiche positive dei prezzi delle materie prime e un dollaro debole continuano a essere un vantaggio per molti ME. Il differenziale di crescita tra economie emergenti e sviluppate dovrebbe crescere al 3,3% nel 2020".

divergenze in termini di rischio geopolitico tra i mercati emergenti. Nel valutare le opportunità di questi mercati, oltre agli scenari economici e al rischio geopolitico, riteniamo che sarà cruciale analizzare la vulnerabilità agli shock esterni.

A nostro avviso, i rischi più elevati sono correlati a una stretta della Fed più rapida del previsto (tassi più elevati e, alla fine, un dollaro più forte). Vediamo che, per quanto riguarda il saldo esterno, le condizioni sono migliorate sensibilmente dal Taper Tantrum del 2013 per quasi tutti i Paesi, con la principale eccezione della Colombia. Tuttavia, un brusco rialzo del tasso dei titoli del tesoro americani a 10 anni, accompagnato da un concreto apprezzamento del dollaro USA, potrebbe esercitare pressioni sull'universo generale degli investimenti dei mercati emergenti e, in particolare, sui Paesi che fanno molto affidamento sui prestiti esterni, soprattutto a breve termine. Ancora una volta, un focus sulle vulnerabilità specifiche per Paese è molto importante.

Il bilancio esterno dei mercati emergenti (bilancia corrente + investimenti diretti netti esteri) è migliorato in confronto al Taper Tantrum del 2013



Fonte: Amundi Research e dati del FMI. Dati all'8 gennaio 2018.

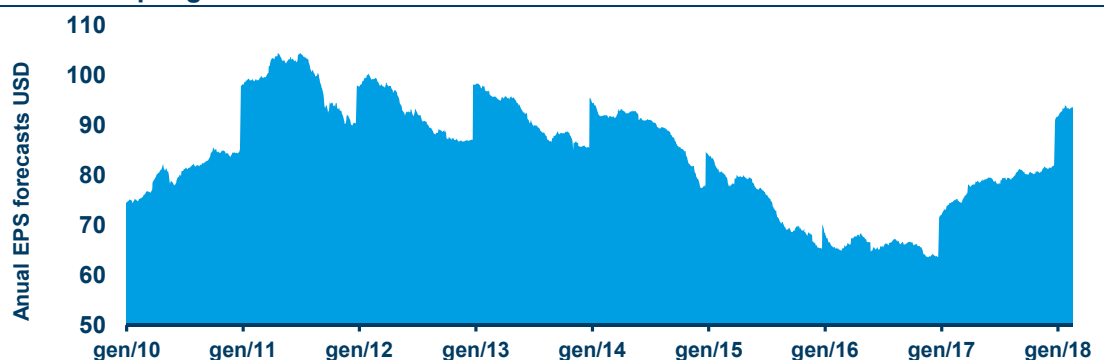
Da una prospettiva di investimento a lungo termine, sottolineiamo come i cambiamenti strutturali nei ME abbiano contribuito a migliorare la loro forza principale, e questo sta rendendo **il percorso di crescita non solo superiore, ma anche sostenibile**. In Cina, la struttura dell'economia si sta spostando verso settori meno dipendenti dal debito e più efficienti. La quota di produzione di servizi e settori industriali più qualificati è in aumento dal 2012 e il progresso delle riforme strutturali nella direzione della "crescita di qualità" sta cominciando ad avere un impatto sull'economia reale. In questa nuova fase, continueranno a persistere forti differenze tra i Paesi che determineranno diversi percorsi di sviluppo e, di conseguenza, aree di rischio e opportunità per gli investitori.

Azioni: occhio a fondamentali, valutazioni e governance per una asset class che sta maturando

Le azioni dei mercati emergenti potrebbero costituire un terreno fertile per gli investitori alla ricerca di opportunità di crescita con un orizzonte a medio termine. Dopo un periodo di calo degli utili per azione, i mercati emergenti stanno finalmente mostrando una crescita degli utili, una situazione che prevediamo persisterà nel 2018, considerando il quadro macroeconomico di supporto e le condizioni finanziarie ancora leggermente favorevoli. Dal punto di vista delle valutazioni, i mercati emergenti sembrano ancora interessanti, in particolare rispetto alle economie sviluppate (l'indice P/E dei ME è inferiore di circa il 25% rispetto a quello degli Stati Uniti), con i settori value/tradizionali che offrono il miglior rialzo (ad esempio, finanziari, industriali) in Paesi come Cina e Brasile.

“Le previsioni per gli utili delle società incluse nell'indice MSCI Emerging Markets sono state riviste al rialzo per la prima volta dal 2010”.

Previsioni per gli utili aziendali delle società dell'indice MSCI EM



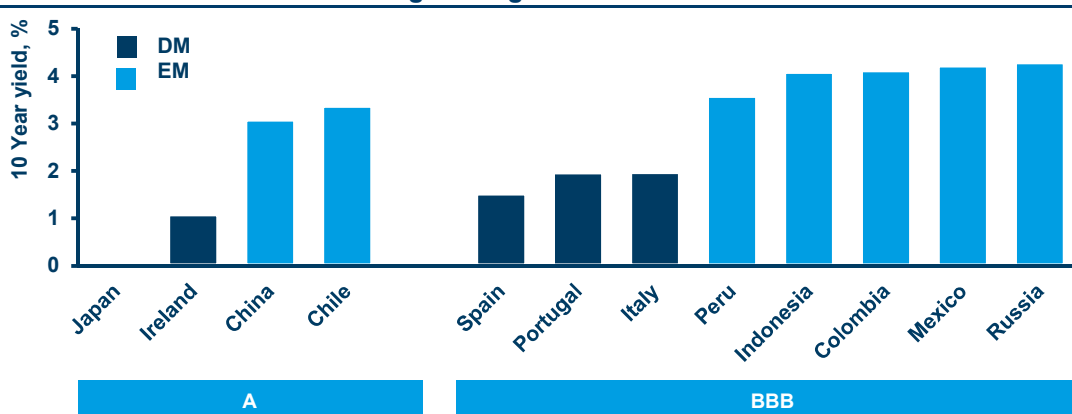
Fonte: Amundi Research e dati FMI. Dati al 26 febbraio 2018.

Nei ME, dove la governance societaria è generalmente migliorata, un focus sulla selezione basato sui criteri ESG è stato un fattore determinante per la sovraperformance (i principali indici ESG hanno battuto il mercato di circa il 4% nell'ultimo anno) e questo dovrebbe continuare, a nostro avviso, ad essere un criterio di selezione cruciale nella ricerca di opportunità in futuro. I mercati emergenti continuano a essere sottorappresentati (l'allocazione azionaria media di portafoglio nei mercati emergenti è del 5% rispetto alla quota di questi mercati nella capitalizzazione di mercato mondiale pari a circa l'11%). L'azionario dei mercati emergenti è una asset class in maturazione: sia la composizione settoriale che quella per Paese dell'indice MSCI EM si sono evolute per riflettere il nuovo mondo dei ME. Inoltre, gli investitori attivi possono beneficiare di un'enorme opportunità impostata per aggiungere qualità e un buon potenziale di crescita oltre il benchmark, ampliando l'universo di investimento fino a includere "nicchie" di mercato (ad esempio, alcune aziende di piccola e media capitalizzazione). Sfruttare queste opportunità richiede una conoscenza approfondita e diretta delle industrie e una ricerca fondamentale dedicata. Qui, la familiarità con i principi ESG (Ambiente, Società e Governance) - governance in particolare - è fondamentale per evitare le aree di rischio.

Reddito fisso: premio di rendimento, con duration breve

Le obbligazioni dei mercati emergenti con duration bassa potrebbero offrire un carry interessante con un basso rischio tassi rispetto ad altri settori del reddito fisso. Anche tenendo conto dell'eterogeneità e dei rischi più elevati dovuti a molteplici fattori (ad esempio rischi geopolitici o vulnerabilità esterne), le valutazioni del debito sovrano dei mercati emergenti appaiono interessanti, soprattutto se confrontate con le obbligazioni dei mercati sviluppati, dove i rendimenti, anche su titoli a 10 anni, rimangono compressi.

Rendimenti a 10 anni delle obbligazioni governative



Fonte: Bloomberg, dati al 28 febbraio 2018. Rating S&P del debito esterno a lungo termine. A include i rating da A+ a A-; BBB da BBB+ a BBB.

“Nel segmento del reddito fisso, le obbligazioni dei mercati emergenti con duration bassa potrebbero offrire un carry interessante con un basso rischio tassi rispetto ad altri settori”.

“Gli investitori dovrebbero anche considerare un cambio di prospettiva sui mercati emergenti come “asset class” e adottare un approccio più selettivo per individuare le opportunità legate al singolo Paese, settore o azienda ed evitare le aree di maggior rischio.

Siamo costruttivi sul debito in valuta locale: Messico, Sudafrica e Turchia possono offrire opportunità interessanti.

I fondamentali sono anche favorevoli per il mercato del credito che mostrano riduzioni moderate della leva e tassi di default più bassi, grazie alla ripresa globale e al ciclo positivo delle materie prime. Crediamo che le società dei ME siano ancora interessanti rispetto a quelle dei Paesi sviluppati. In uno scenario di base, senza grandi sconvolgimenti, prevediamo rendimenti medi del 4-5% per il 2018 nel debito emergente in valute forti e del 7-8% per quello denominato in valute locali.

Per concludere, crediamo che gli investitori dovrebbero rivalutare il ruolo dei Mercati Emergenti nel portafoglio, riconoscendone la rilevanza in una asset allocation strategica. Dovrebbero inoltre considerare un cambio di prospettiva sui mercati emergenti come “asset class” e adottare un approccio più selettivo per individuare le opportunità legate al singolo Paese, settore o azienda ed evitare le aree di maggior rischio. Per fare questo, gli investitori dovrebbero sviluppare una solida comprensione dello scenario macro per ogni Paese e identificare i migliori temi di investimento e poi individuare come sfruttarli per investire in azioni/obbligazioni dei mercati emergenti in base a una analisi bottom-up più dettagliata. Un approccio integrato, che analizza i mercati emergenti attraverso diversi punti di vista (rischio paese, di credito, geopolitico; momentum delle riforme macro e micro), sarà, secondo noi, fondamentale per capire un mondo complesso e in rapida evoluzione. Tuttavia, essere in grado di analizzare un caso di investimento guardando all'intera struttura del capitale e mettendo insieme diverse competenze (prestiti, debito, azioni, situazioni distressed) può essere un fattore distintivo competitivo per ottenere rendimenti da tutte le fonti disponibili e sfruttare le opportunità derivanti da eventuali dislocazioni dei mercati.

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento. Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: 15 marzo 2018.