



Qualche sgridchiolio

a cura di
Giuseppe Riccardi,
Boris Secciani,
Alessandro Coltella,
Matteo Cicala
e Gloria Valdonio

Il 2010 non si è aperto benissimo per i mercati emergenti, dopo un 2009 semplicemente stellare. Ad esempio il Sensex indiano ha perso nel primo mese del 2010 circa il 6,3%, il Bovespa brasiliano circa il 4,6%, mentre nello stesso periodo lo Shanghai

composite ha lasciato sul terreno addirittura l'8,7%. In sé non si tratta di grandi correzioni, specialmente dopo la corsa del 2009, ma qualche questione rimane aperta. Le notizie sul fronte macroeconomico continuano infatti a puntare al rialzo, con il Pil ci-

nese che è cresciuto del 10,7% nel quarto trimestre del 2009, elemento che ha permesso al Dragone di superare l'obiettivo di crescita dell'8% per tutto il 2009. Contemporaneamente però, in questo ambiente post crisi, i governi stanno tentando di tornare alla normalità dopo anni di misure eccezionali. Nel mondo sviluppato le autorità fiscali stanno cominciando a porsi il problema di come fare a riportare sotto controllo i deficit nei conti pubblici arrivati alle soglie del pericolo. Nei paesi emergenti il problema è frenare un eccesso di liquidità che sta creando in alcuni settori (ad esempio l'immobiliare residenziale delle maggiori città cinesi) situazioni ai limiti della bolla.

Non sorprende che in un contesto del genere gli investitori possano avere qualche dubbio su come influenzerà

L'anno non è cominciato bene per i mercati delle aree a forte tasso di sviluppo, anche se la maggior parte dei money manager tende a non drammatizzare. È indubbio che queste zone stanno acquisendo sempre più spazio nell'interscambio globale e di conseguenza nei portafogli e si tratta di un trend che non è destinato a rallentare. Il problema oggi è vedere quanto queste economie riusciranno ancora a essere le locomotive di se stesse

Il panel dei gestori e degli analisti

Thomas Bichler, multi asset strategies di **Raiffeisen capital management**; **Roberto Cappelletto**, ordinario di finanza aziendale presso l'**università di Udine**; **Allan Conway**, head of emerging market equities di **Schroders**; **Federico Corbari**, amministratore delegato di **Superfund sgr**; **Pier Furno**, senior fund manager di **Nemesis sgr**; **Giovanni Landi**, partner di **Anthilia**; **Angelo Lazzari** di **Arc**; **Nidhi Mahurkar**, gestore del fondo (Lux)-emerging markets di **Pictet**; **Jürgen Maier**, fund manager del team emerging markets equities di **Raiffeisen capital management**; **Walter Metzler**, senior investment advisor di **Vontobel asset management**; **Clelia Rezzonico**, senior portfolio manager di **Ubs asset management**; **Laura Tardino**, responsabile analisi strategie di **Investimento di Bnp Paribas asset management sgr**; **Julian Thompson**, head of emerging equities di **Threadneedle**; **Ralf Wiedenmann**, head economic research di **Vontobel asset management**; **Marcel Zimmermann**, advisor di **Lemanik asian opportunity** e **Lemanik asian opportunity II**.

A quale livello di valutazione si trova in questa fase dei mercati l'Msci emerging market index?

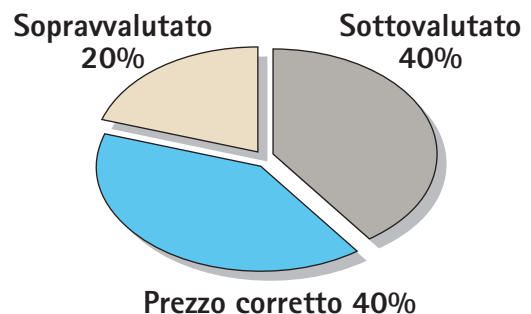
Il prezzo è giusto

Utilizzando vari indicatori ciò che risulta è che i mercati emergenti sono valutati in maniera sostanzialmente corretta, sia rispetto alla propria media storica, sia rispetto all'azionario occidentale. Per quanto riguarda il P/e forward, siamo tutto sommato nell'ambito della normalità rispetto al resto del mondo: ad esempio **Jürgen Maier**, fund manager del team emerging markets equities di **Raiffeisen capital management**, afferma: «L'Msci emerging markets scambia a 13,1 volte gli utili attesi per il 2010, un livello inferiore al Msci world, che scambia a 14,5 volte gli utili previsti per il 2010».

Walter Metzler, senior investment advisor di **Vontobel asset management**, sottolinea come il premio al rischio sia ancora di buon livello: «Misurando il premio per il rischio dei mercati emergenti, utilizzando come base il rendimento dei bond statunitensi, la valutazione del Msci emerging markets appare equa». Anche in rapporto alla propria media storica, le piazze emer-

genti non sembrano particolarmente costose; secondo **Julian Thompson**, head of emerging equities di **Threadneedle**, «l'attuale livello di P/e per i mercati emergenti è di circa 13 volte gli utili. Se analizziamo il forward P/e, usando una scala logaritmica per smorzare gli effetti ciclici sugli utili, vediamo come il P/e forward sia intorno a 15. In periodi di bolla passati (in particolare nel 1993-94 e nel 1999-2000) i mercati emergenti sulla base di questo indicatore scambiavano a un livello superiore a 20 e anche a 30».

A quale livello si trova l'Msci emerging market index?



i mercati emergenti il ritorno alla normalità in nuce: un soft landing che correggerà solo qualche eccesso oppure una più profonda correzione?

Complessivamente comunque pochissimi sembrano dubitare della vitalità economica di molte realtà emergenti, che hanno visto nel corso di questa crisi una capacità di reazione e un grado di maturazione dei propri mercati a dir poco sorprendenti. Resta da vedere se queste economie saranno in grado di continuare a fare le locomotive di loro stesse, riuscendo allo stesso tempo a correggere i notevoli squilibri che le caratterizzano, oppure se andranno incontro a un tasso di crescita più moderato. In ogni caso nessuno oggi può prescindere dal considerare con attenzione ciò che succede in paesi considerati fino a pochi anni fa di modesta rilevanza economica. ■

Laura Tardino, responsabile analisi strategie di investimento a Bnp Paribas Am sgr punta sulla maggiore solidità finanziaria delle aziende dei mercati emergenti rispetto alle controparti occidentali: «Guardando i ratio tradizionali (P/e), le valutazioni dei paesi emergenti appaiono ragionevoli, essendo in un intorno di 12,8x gli utili del 2009 e 10,6x quelli del 2011. Il consensus si attende una crescita degli utili pari a +28% nel 2010 e +20% nel 2011. Tut-

tavia, a nostro avviso, un Roe del 13,6% (contro il 14,8% dei mercati sviluppati), ritornato ai livelli pre-crisi grazie a margini più elevati e asset turnover maggiore, e un minore rapporto debito/equity riducono il rischio.

Una visione simile arriva da Clelia Rezzonico, senior portfolio manager di Ubs asset management, che sottolinea anch'essa la maggiore solidità finanziaria delle aziende dei mercati emergenti: «Oltre a crescere in manie-

ra più elevata, le società dei paesi emergenti presentano anche una struttura di bilancio più solida, rispetto alle controparti occidentali». Non manca chi ritiene che i mercati emergenti siano sensibilmente sottovalutati. Ad esempio per Angelo Lazzari, di Arc, «l'Msci emerging markets si trova a un livello di valutazione basso». Simile anche l'opinione di Giovanni Landi di Anthilia: «I mercati emergenti sono sottovalutati di circa il 15%». ■

In quali nazioni o settori o aziende si trova oggi il maggiore valore?

Tutti in Asia e Brasile!

Come è comprensibile, in questo caso le risposte sono state alquanto variegate, anche se comunque qualche trend è emerso. In generale a livello di aree geografiche l'Asia e soprattutto il Brasile, con la sua combinazione di ricche risorse naturali e forte domanda dei consumatori, sembrano incontrare particolari favori da parte degli investitori. A livello di comparti sembra esserci una certa predilezione ciclica, con i settori delle materie prime, dei materiali di base e dei consumi discrezionali che raccolgono diversi consensi. Indicativo al proposito il parere di Lazzari di Arc: «Oggi il maggiore valore si trova in Asia e in Brasile». Un'opinione simile arriva

da Furno di Nemesi: «Del valore si può trovare in comparti quali i servizi finanziari e i produttori di commodity del Brasile, nel settore energetico cinese, oltre che nei beni di largo consumo locali, e in India nelle infrastrutture e nella grande distribuzione».

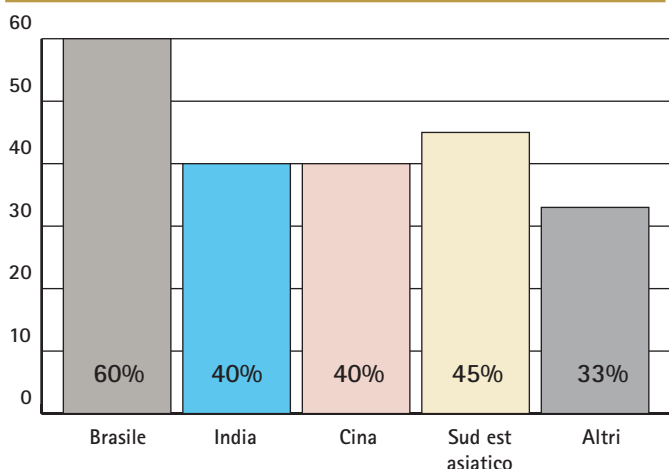
La continua forza dei consumi del mondo emergente trova sostegno anche nel forte aumento del commercio regionale, piuttosto che verso il mondo sviluppato. Per Allan Conway, head of emerging market equities di Schroders, «il commercio fra le economie emergenti sta diventando sempre più importante. La Cina attualmente è un mercato di sbocco dell'export delle nazioni emergenti più importante degli Usa. Allo stesso tempo la Cina verso i paesi emergenti esporta più che verso l'intero G-7. Complessivamente il momentum di crescita del mondo emergente è molto meno dipendente dai paesi sviluppati rispetto al passato».

Per quanto riguarda i consumi sottolinea la vitalità dei paesi emergenti Roberto Cappelletto, ordinario di finanza aziendale presso l'università di Udine: «Senz'altro i mercati emergenti sembrano presentare prospettive di crescita dei consumi nel 2010 supe-

riori a Europa e Usa». Ralf Wiedemann, head economic research di Vontobel asset management, è positivo sulle commodity: «L'aumento della domanda dei mercati emergenti fornisce alle materie prime ancora spazio per crescere: ciò è valido in tutti e tre i principali comparti, le risorse energetiche, i metalli e le derrate agricole».

Più articolato il parere di Maier di Raiffeisen, che punta su un mix lievemente più difensivo sul piano settoriale: «A livello di paese, siamo favorevoli a Corea del Sud, Russia e Sud Africa, poiché ci sono in queste nazioni molte aziende apprezzate a livello interessante. Come settori ci piacciono gli industriali, le utility e le telecomunicazioni». Ma Maier non è l'unico che apprezza le utility dei mercati emergenti ed è interessante a questo proposito l'analisi di Metzler di Vontobel asset management circa la realtà brasiliana: «In generale riteniamo che le utility brasiliane siano da prendere in considerazione, a causa della loro unica combinazione di crescita e di quadro regolatorio stabile. I consumi di elettricità pro-capite del Brasile sono circa pari al 15% di quelli americani. Prevediamo che la domanda continuerà a crescere a un ritmo di al-

Dove si trova il maggiore valore?



meno il 5% all'anno per il prossimo decennio. Inoltre il complesso di regolamenti del settore in Brasile è rimasto in vigore per più di 10 anni ed è stato testato durante periodi di crisi economica e alta inflazione. Infine il regolatore brasiliano è eletto per un periodo fisso di tempo, il che lo protegge dalle pressioni politiche. Ogni anno le utility del paese hanno il permesso di aggiustare le loro tariffe sulla base dell'inflazione, cosa che permette agli investitori di proteggere il tasso di rendimento reale, mentre e ogni quattro anni le stesse ta-

riffe vengono aggiornate per includere cambiamenti nel costo del capitale e nel grado di efficienza».

Interessante anche il discorso sulla Cina, il vero gigante degli emergenti. In questo caso, pur riconoscendo le occasioni pressoché uniche che un'economia del dinamismo e delle dimensioni di quella cinese offre, qualche voce di cautela sembra emergere. Ad esempio per **Thomas Bichler**, multi asset strategies di **Raiffeisen capital management**, «qualche segnale di surriscaldamento nell'immobiliare resi-

denziale si sta manifestano, anche se quest'ultimo, grazie alla forte domanda, dovrebbe continuare a dare un contributo netto positivo alla crescita economica». Zimmermann di Lemnik individua nell'intervento del governo a livello di spesa sociale e di stimolo il tema vincente sulla Cina: «Per quanto riguarda la crescita siamo dell'opinione che la Cina continua ad avere temi d'investimento importanti con una crescita degli utili sopra la media per alcuni particolari settori, come quello farmaceutico e le infrastrutture». ■



La Cina ha cominciato a restringere i cordoni della politica monetaria: il suo esempio verrà seguito? Con quali conseguenze per i mercati?

Possibile effetto domino

In questo caso il fronte sembra equamente diviso fra chi pensa che la Cina resterà un caso abbastanza isolato di paese emergente che adotterà nel corso del 2010 una politica monetaria restrittiva, sia a livello di tassi sia di liquidità delle banche, e chi invece ritiene che altre realtà presto si adegueranno. In generale però gli intervistati sembrano concordare sul fatto che ciò non dovrebbe avere conseguenze particolarmente pesanti sul mercato, con qualche cautela sulla Cina. Ad esempio per Furno di Nemesi, «è probabile che alcune nazioni asiatiche seguiranno l'esempio della Cina e rialzeranno quest'anno i tassi (probabilmente fra queste vi saranno la Corea, l'Indonesia e la Thailandia): in termini di effetto sui mercati le politiche cinesi rimangono il rischio maggiore. Ad ogni modo, fintanto che le azioni dei cinesi rimarranno moderate, è improbabile che produrranno conseguenze particolarmente negative sui mercati».

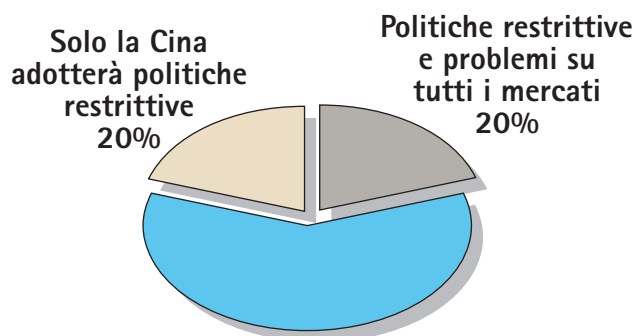
Un quadro simile viene delineato anche da Landi di Anthilia: «È probabile

che altri rialzi vi saranno nelle aree emergenti, ma non è comunque scontato. Le conseguenze dovrebbero essere assorbibili». Per Lazzari di Arc la minore liquidità dovrebbe essere limitata alla sola Cina, con una biforcazione nell'andamento dei mercati: «Le conseguenze saranno negative per il mercato cinese, saranno invece positive per le altre piazze». Qualche perplessità sulla Cina arriva anche da Tardini di Bnp Paribas: «Non pensiamo che queste manovre possano compromettere le prospettive di ripresa economica dei paesi emergenti, tuttavia le incertezze legate alle modalità e alla tempistica potrebbero contribuire ad aumentare la volatilità dei mercati emergenti. Per queste ragioni già a inizio mese, pur rimanendo positivi sulla Cina, abbiamo abbassato la nostra esposizione».

Non manca anche chi vede nella volatilità di breve periodo e in una possibile correzione una buona occasione d'entrata. Ad esempio per Maier di Raiffeisen, «altri paesi presto seguiranno

no la Cina. L'India potrebbe essere il primo ad alzare i tassi di interesse, dopodiché potrebbero seguire altri paesi asiatici e il Brasile. Riteniamo che questo sia un passo positivo, perché senza una politica monetaria più restrittiva, tutti questi paesi rischiano un surriscaldamento nel giro di pochi anni, il che potrebbe avere in futuro conseguenze molto negative. Il mercato potrebbe reagire in maniera negativa nel breve periodo, quando queste misure verranno annunciate: in quel caso riterremo un tale scenario un'opportunità di acquisto». ■

Qualche paese seguirà la politica monetaria restrittiva cinese? E quali saranno le eventuali conseguenze?



L'esempio verrà seguito da altri con conseguenze contenute 60%

Dai risultati delle maggiori aziende per il 2010 verranno sorprese negative o positive?

Meglio del previsto

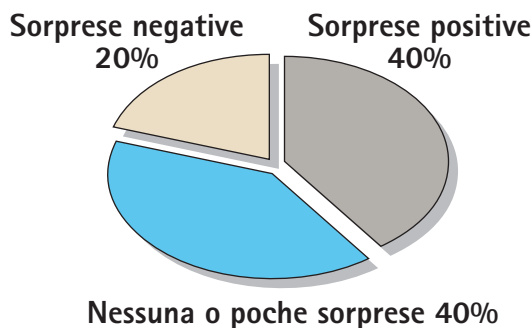
Anche in questo caso, coerentemente con quanto espresso precedentemente, l'ottimismo sembra prevalere: pochi si aspettano un significativo ammontare di sorprese negative dai risultati aziendali del 2010, mentre non manca chi pensa che i risultati tri-

Nemesis sgr, sembra puntare soprattutto sulla forza economica di Cina e occidente: «I risultati aziendali delle large e mega cap dei mercati emergenti probabilmente sorprenderanno al rialzo. La continua crescita della domanda cinese, unita alla ripresa di Usa ed Europa, avrà un effetto positivo sulle aziende industriali di grandi dimensioni e su quelle dei materiali di base. Inoltre la relativa forza dei mercati emergenti, combinata a politiche monetarie restrittive che dovrebbero essere sviluppate a un ritmo moderato, potrebbero avere un effetto positivo sulle maggiori istituzioni finanziarie».

Alcuni considerano le previsioni eccessivamente caute: per Marcel Zimmermann, advisor di Lemanik asian opportunity e Lemanik asian opportunity II (azionari asiatici incluso Giappone), «vista la prudenza del management aziendale durante il 2009, c'è da attendersi che gli utili saranno sopra le aspettative».

Thompson di Threadneedle si spinge a formulare previsioni di crescita ben definite: «Ci aspettiamo una crescita degli utili dei mercati emergenti nel 2010 superiore al 30%. Riteniamo che gli analisti stiano ancora sottostimando la leva operativa di molte società dei paesi emergenti e che i profitti nell'immediato futuro cresceranno di oltre il 30%». Non manca comunque anche chi, pur non aspettandosi brutte sorprese al ribasso, mantiene una visione meno ottimista delle prospettive del 2010. Tardino di Bnp Paribas sostiene: «Crediamo che le sorprese positive andranno scemando nel corso dell'anno. Come testimoniato dalla stagione degli utili del IV trimestre 2009, che al momento sembra avere regalato molte sorprese positive, l'effetto base e il taglio dei costi sono ancora di forte sostegno e lo saranno probabilmente nella prima parte dell'anno. Non crediamo comunque che sul fronte microeconomico il 2010 possa portare significative delusioni». ■

Quali novità dai risultati delle maggiori aziende?

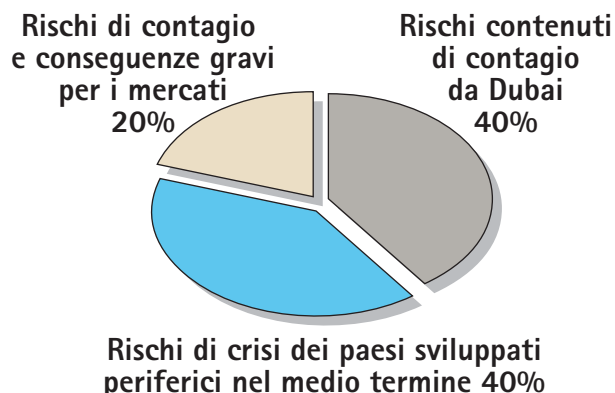


mestrali porteranno piacevoli sorprese agli investitori, nonostante le previsioni di crescita siano già robuste. Pier Furno, senior fund manager di

C'è il rischio di altri collassi come quello di Dubai?

Il problema esiste

Quali sono i maggiori fattori di rischio?



In questo caso qualche timore in più sembra esserci. Indubbiamente lo sviluppo incontrollato di varie bolle immobiliari sul pianeta, con disastrose conseguenze sulle finanze pubbliche, ridotte allo stremo per salvare la situazione, ha fatto suonare più di un campanello d'allarme. Complessivamente Dubai viene comunque considerato un caso a se stante, più simile ai paesi sviluppati, da dove peraltro

rischiano di venire i rischi maggiori, che a quelli emergenti. Indicativa al proposito l'analisi di Thompson di Threadneedle: «Dubai non è davvero un mercato emergente. È molto più simile a una matura economia occidentale, particolarmente per quanto riguarda il suo livello di indebitamento e la sua dipendenza dal settore immobiliare come sorgente di crescita. Riteniamo che i rischi maggiori



siano presenti in mercati sviluppati periferici come la Grecia, piuttosto che sugli emergenti. Gli spread sono rimasti decisamente fermi anche durante l'ultimo giro di avversione al rischio da parte degli investitori».

Un quadro simile viene delineato anche da **Federico Corbari**, amministratore delegato di **Superfund sgr**: «Dubai è stato un caso sì preoccupante, ma abbastanza a se stante, vista la particolarità del paese. Il fallimento del progetto immobiliare per convertire Dubai in un centro egemonico regionale di attività turistiche ha fatto esplodere la bolla immobiliare finan-

ziaria della regione e scatenato la crisi quando la società statale Dubai world e le sue controllate hanno dovuto rinegoziare il debito contratto di 59 miliardi di dollari. Nonostante questa premessa, i danni nei mercati finanziari internazionali sono stati dopotutto abbastanza contenuti e si sono tradotti principalmente in un rafforzamento del dollaro nel breve periodo. Nonostante la situazione difficile di debiti sovrani oltre a quelli della regione araba (vedi Grecia e Spagna), la particolarità della regione considerata (unica nel suo genere per ritmo di crescita e target di clientela volta a un

turismo sfarzoso e ad alto livello per stranieri) mi porta alla considerazione che questo sia stato un caso abbastanza isolato, basato su speculazioni finanziarie immobiliari difficilmente replicabili altrove».

Nello specifico l'Asia sembra comunque in condizioni di sufficiente solidità finanziaria. Zimmermann di **Lemanik** afferma infatti: «Siamo dell'opinione che la bolla si sia già verificata negli Usa, ma anche in Europa (l'esempio più eclatante è la Spagna). Il rischio di una bolla permane nel contesto asiatico attualmente soltanto ad Hong Kong, dove i prezzi hanno registrato nuovi massimi. In Cina, dove una grande parte degli acquisti viene fatta ancora in contanti e dove l'urbanizzazione continua a creare nuova domanda, vediamo attualmente il rischio molto limitato». ■



Quale può essere per i mercati emergenti una scommessa rischiosa, che potrebbe dare risultati insperati nel 2010?

Sorprese dall'Asia

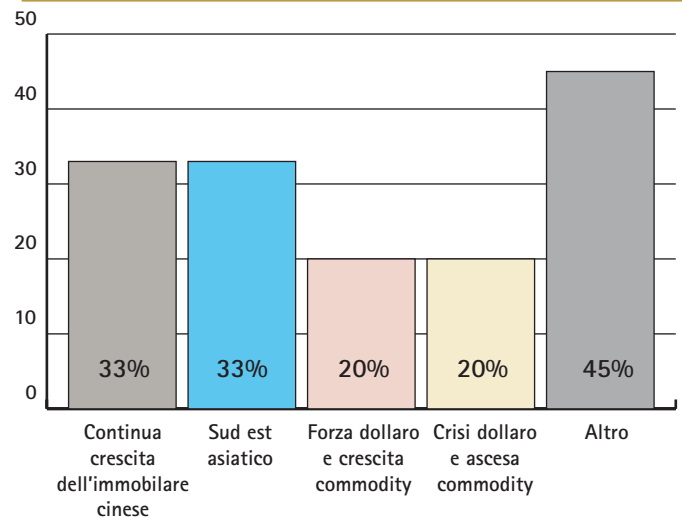
In questo caso, come era prevedibile, è emersa una notevole varietà di risposte. Qualche elemento lo si può comunque estrapolare. Ad esempio raccoglie positivi il sud-est asiatico, che dovrebbe beneficiare dell'integrazione con la locomotiva cinese e quella indiana. Per **Giovanni Landi**, partner di **Anthilia**, «la sorpresa del 2010 potrebbe arrivare dal mercato indonesiano».

Zimmermann di **Lemanik** invece afferma: «Crediamo che in un contesto di ripresa globale potrebbe emergere il Bangladesh, favorito dalla posizione geografica strategica tra India e Cina». Non manca neppure chi punta su possibili problemi delle aree emergenti, in particolare la Russia. Per **Furno** di **Nemesis**, infatti, «una scommessa potrebbe essere sottopesare (o addirittura direttamente vendere) l'indice russo, quando il consensus generale vede probabilmente una posizione di overweight su questo mercato per l'anno in corso. Nel medesimo momento in cui il modesto livello di valutazione del mercato è ricordato dalla maggior parte degli strategist, c'è un eccessivo stato di tranquillità riguardo i potenziali rischi di ribasso. Questi ultimi includono una continua dipendenza dall'economia dal petrolio, insieme a un alto livello di leva ancora presente nel sistema».

Per **Nidhi Mahurkar**, gestore del fondo **(Lux)-emerging markets** di **Pictet**, il 2010 potrebbe essere caratterizzato da un aumento di volatilità: «In un contesto in cui le valutazioni dei

mercati azionari emergenti si sono riportate su livelli superiori alle medie storiche di lungo periodo e incorporano un raro premio rispetto ai mercati sviluppati (in base al rapporto prezzo/valore di libro), prevediamo una maggiore volatilità dei mercati». ■

Su che cosa scommettere?



mercati azionari emergenti si sono riportate su livelli superiori alle medie storiche di lungo periodo e incorporano un raro premio rispetto ai mercati sviluppati (in base al rapporto prezzo/valore di libro), prevediamo una maggiore volatilità dei mercati». ■