



Link: <http://www.wallstreetitalia.com/opinioni/mercati-emergenti-tutto-ha-il-suo-prezzo/>

Mercati emergenti, tutto ha il suo prezzo



L'indice **MSCI Emerging Markets** (al netto delle ritenute d'acconto) è diminuito del 15,1% (nella rilevazione in dollari) dal picco del 26 gennaio alla fine del secondo trimestre (29 giugno). Pur continuando a esprimere pareri positivi sulle azioni dei mercati emergenti, grazie ai fondamentali e alle valutazioni di fine mese, eravamo consapevoli del fatto che il mercato ha archiviato risultati di tutto rispetto per il 2017 (+37%), con un eccellente rally proseguito anche nelle prime settimane del nuovo anno.

È risaputo inoltre che i mercati tendono a consolidare i rialzi di questo tipo. Senza dubbio, il **consolidamento c'è stato** e continua tuttora a crescere di intensità.

I **catalizzatori di questo inevitabile processo** includono l'elevata solidità del dollaro USA – riconducibile a una forte contrazione a breve termine e alla tendenza di avversione al rischio che tende a manifestarsi come una profezia che si autoavvera. Inoltre un altro "*taper tantrum*" legato ai dati economici ancora incoraggianti negli USA, malgrado le più rigide limitazioni alla capacità nazionale.

Aspetto interessante: nel primo trimestre di calendario i differenziali di crescita dei mercati sviluppati sono aumentati rispetto a quelli del complesso dei mercati emergenti, giustificando in parte il ritorno di modesti afflussi di liquidità nei paesi industrializzati. Ciò vale soprattutto sul fronte del debito dei mercati sviluppati: dopo che i rendimenti dei Treasury decennali statunitensi hanno **superato la soglia del 3%**, gli investitori sono tornati a mostrare interesse per le obbligazioni statunitensi, trascurando le azioni.

Sempre negli USA, la crescita è rimasta positiva, dal momento che gli **stimoli infrastrutturali e fiscali** hanno cominciato a tradursi in un sostegno concreto alla congiuntura economica e al rialzo dei tassi sui Fed Fund per questo ciclo. A questo proposito, i tassi target di consenso per gli UST a 10 anni sono saliti dal 3,5% al 4%, spingendo al ribasso il sentiment nei confronti degli altri asset.

Borse Emergenti, GAM ottimista per i prossimi sei-nove mesi

Tali fattori hanno determinato un **inevitabile consolidamento dei titoli ciclici dei mercati emergenti**, fatta eccezione per alcune materie prime come il petrolio (salito a 80 dollari al barile a seguito dell'offerta proveniente da Iraq e Venezuela). Al contempo, le valute "carry trade" più vulnerabili hanno subito un drastico declino, con in coda lira turca, peso argentino e rand sudafricano, giusto per citarne alcune.

E l'**avversione al rischio** ha finito per permeare anche i carry di qualità migliore, come il real brasiliano, il peso messicano e il rublo russo – andamento, questo, meno prevedibile dal momento che gli ultimi due paesi sono fra i maggiori beneficiari dell'aumento dei prezzi petroliferi.

A nostro avviso, la solidità del dollaro è destinata ad affievolirsi e presto la prospettiva/realtà di un rendimento annuo sui **Treasury USA decennali** superiore al 3,25% verrà pienamente scontata. La resilienza dei crediti dei

mercati emergenti viene messa alla prova e un così drastico taper tantrum nel 1994, 1998 o 2004 avrebbe determinato un crollo del 50% per le azioni di questi paesi. Al confronto, infatti, quello attuale è un consolidamento lieve, a riprova del fatto che otto delle dieci principali economie emergenti sono ora classificate nella categoria "investment grade" (rispetto ai due e quattro paesi nel 1998 e 2004).

Il rating "investment grade" è un fattore determinante anche per la composizione dell'indice azionario MSCI EM, costituito per il 60% dai titoli di Cina, Corea, Taiwan e Stati del Golfo core, tutti inclusi in questa categoria grazie alle ottime riserve interne, ai cospicui afflussi di investimenti esteri diretti (FDI) e ai **bilanci esteri sani**. A livello settoriale, la ponderazione dell'indice nei segmenti minerario-metallurgico e dell'energia è inferiore al 15%, il che lo rende meno sensibile al dollaro rispetto al passato. Anche i crediti in possesso di privati e governi sono sostanzialmente maggiori rispetto a 10 anni fa.

Come sempre, esistono paesi più vulnerabili alle inversioni dei flussi nel debito dei mercati emergenti denominato in dollari, il cui rischio di passività è aumentato troppo rapidamente dopo la morsa della crisi finanziaria globale. È proprio questa vulnerabilità che ha diversificato i **carry trade** solidi da quelli più deboli nel recente sell-off.

Ciononostante, con determinate banche turche che offrono un rendimento del 5% e scambiano a un rapporto prezzo/utili molto moderato di solo 2,5x, si può affermare che "ogni cosa ha il suo prezzo". Anche se le azioni sono turche e la lira presenta un certo rischio monetario, si tratta comunque di valutazioni "distressed".

Pertanto, in generale, nutriamo un certo **ottimismo riguardo alle azioni dei mercati emergenti nei prossimi 6-9 mesi** e intendiamo sfruttare i taper tantrum dell'estate per aumentare gli investimenti in valute e titoli ciclici "bombardati" di qualità migliore.

Riteniamo infatti che le azioni dei mercati emergenti offrano ancora un ottimo potenziale di crescita per il 2018, con gli **utili per azione (EPS)** destinati ad aumentare verosimilmente del 18%, accompagnati da un notevole re-rating del rapporto prezzo/utili dagli attuali livelli depressi. Un ulteriore sostegno dovrebbe provenire anche dai flussi di cassa positivi, da un rendimento da dividendi in aumento e dalle ottime valutazioni "price-to-book", soprattutto rispetto alle azioni statunitensi.