

MARZO 2017

“ Seppur non apprezzate a fine 2016 e inizio 2017, azioni e obbligazioni emergenti al 15 marzo registrano alcune delle migliori performance nelle rispettive classi d’attivi ”

Dopo l’elezione di Donald Trump a presidente degli Stati Uniti, le analisi e i sentiment erano estremamente divergenti riguardo i paesi emergenti e, in generale, le previsioni negative avevano la meglio.

Da un lato molti concordavano sul fatto che i fondamentali macro e micro fossero in procinto di migliorare e che il 2017 avrebbe riservato delle belle sorprese. Dall’altro, le minacce di “rappresaglie” commerciali nei confronti di alcuni paesi emergenti spronavano ad essere più che prudenti.

Seppur non apprezzate a fine 2016 e inizio 2017, azioni e obbligazioni emergenti al 15 marzo registrano alcune delle migliori performance nelle rispettive classi d’attivi, 8,8% per le prime e 1,75% per le seconde (in euro). A che punto siamo allora nel contrastare gli argomenti?

PROSPETTIVE MACROECONOMICHE MIGLIORI MALGRADO UNA GRANDE ETEROGENITÀ

Per la prima volta da qualche anno a questa parte, le previsioni di crescita per i BRICS(1) sono state riviste al rialzo al 5,4% per il 2017; un netto rialzo rispetto al 4,75% che avevano toccato nel 2016.

Brasile e Russia, che stanno al momento uscendo dalla recessione, forniscono i contributi principali a questo cambiamento. Notiamo anche che la demonetizzazione dell’economia indiana non ha avuto gli effetti disastrosi previsti e che la macroeconomia locale ha sorpreso positivamente.

Sul fronte dell’inflazione regna la diversificazione: continua il suo calo in America Latina, mentre accelera in Asia, pur segnando il rimbalzo più marcato in Europa centrale e orientale. Messico, India e Russia sono l’eccezione nelle loro rispettive regioni.

Anche se tutte le banche centrali agiscono in linea con il ciclo che caratterizza l’economia locale, esse restano prudenti. Forse l’unica eccezione è la banca centrale brasiliana, che adotta una decisa politica di ammorbidimento: dopo aver decretato lo scorso autunno che la decelerazione dell’inflazione fosse sicura e duratura, il Selic(2) ha perso 200 pb. Questo movimento accompagna una forte riduzione del deficit corrente da 18 mesi a questa parte, nonché un insieme di riforme con lo scopo di stabilizzare e infine ridurre i disavanzi pubblici, anche sul lungo termine.

Il contesto macroeconomico ha quindi rappresentato un terreno fertile per i titoli sovrani di questi paesi, che hanno registrato buone performance. È stato comunque necessario che svanissero i rischi di guerre commerciali, o almeno che la probabilità che si verificassero calasse drasticamente.

Scelte chiare nell’ordine di precedenza delle riforme negli Stati Uniti, ma permangono forti ambiguità

L’esame dell’insieme delle proposte di D. Trump durante la sua campagna elettorale, in particolare le riforme domestiche (fiscalità delle aziende USA) e la politica commerciale aggressiva nei confronti di paesi come Cina e Messico aveva sottolineato la difficoltà di portare avanti le battaglie su più fronti contemporaneamente. Durante la campagna non erano state fornite indicazioni sulla creazione del futuro team presidenziale, ma oggi sono arrivati alcuni chiarimenti e sembra che la precedenza sia stata data alle riforme domestiche.

(1) Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica

(2) Tasso di base monetario brasiliano



Laurent Denize

Co-responsabile degli investimenti di
Oddo Meriten AM



Yann Lepape
Gestore

Oddo Meriten AM

MARKET VIEW

Mercati emergenti

“ *In un certo numero di paesi assistiamo inoltre a un orientamento positivo del momentum politico.*

”

Gli specialisti Repubblicani della fiscalità al Congresso stanno preparando una riforma importante che comprende un taglio delle imposte sulle aziende e, forse degli alleggerimenti fiscali sull'export, delle imposte sull'importazione, una non deducibilità dei costi d'interesse e la possibilità di ammortizzare in un anno gli investimenti produttivi, dato che l'insieme dovrebbe restare vicino alla neutralità fiscale. Praticamente un colossale cantiere disseminato di insidie.

In parallelo abbiamo potuto osservare un certo numero di segnali di distesa tra gli Stati Uniti e i loro partner commerciali che erano inizialmente nel mirino e in effetti d'ora in avanti si parla di apertura dei negoziati con Messico e Canada e non più di una decisione unilaterale di uscire dal NAFTA(3). Sul fronte cinese, si sarebbe deciso di intrattenere scambi regolari, e addirittura di organizzare un incontro tra Xi e Donald Trump.

Permangono alcuni elementi di tensione tra le due grandi potenze, come sul Mar Giallo o all'OMC, ma d'ora in avanti lo scenario principale sarà quello caratterizzato da un patto di non aggressione e dalla volontà di evitare una guerra commerciale sapendo anche che, per quanto riguarda i criteri del Tesoro americano, la Cina difficilmente può essere designata come manipolatrice del suo tasso di cambio. Allo stesso tempo, quest'ultima si impegna a non deprezzare troppo il suo tasso di cambio, coerentemente con la sua politica di arginamento dei flussi in uscita dal paese.

In un certo numero di paesi assistiamo inoltre a un orientamento positivo del momentum politico.

In India, per esempio, la vittoria di Modi alle elezioni dell'Uttar Pradesh ne consolida nettamente il potere centrale e lo rende il favorito per le prossime elezioni generali. D'altro canto, raramente le tensioni con il Pakistan sono state così pesanti. In Brasile Temer ha avviato delle importanti riforme che per il momento sono ben accolte dal Congresso

Ad aprile sarà messa al voto una riforma del sistema pensionistico, con l'obiettivo di rafforzare le finanze pubbliche ma Temer non è un presidente eletto (sostituisce Dilma Rousseff) e la sua legittimità è estremamente fragile. In Corea un certo numero d'investitori considera che la finalizzazione del processo d'impeachment della Presidentessa e l'arresto del CEO di Samsung siano segnali positivi in termini di governance del paese e delle Chaebol(4). Quanto alla Cina, non siamo particolarmente preoccupati. La prospettiva del 19° Congresso del Partito il prossimo autunno condurrà le autorità a limitare la volatilità dell'economia e dei mercati finanziari, continuando a portare avanti il processo di distruzione creatrice settoriale.

(3) Accordo di libero scambio nord-americano

(4) Insieme di aziende in Corea, di svariati settori, che hanno tra loro partecipazioni incrociate.

FORSE L'INIZIO DI UN'INVERSIONE DEGLI INDICATORI MACROECONOMICI

L'evoluzione positiva dei rischi legati al momentum politico ha consentito ai prezzi delle azioni dei mercati emergenti di recuperare i loro livelli pre-elezioni negli USA, con qualche sfumatura da un paese all'altro. La maggior parte degli indici locali è oggi valorizzata in prossimità dei suoi livelli più alti degli ultimi 5 anni. Occorre quindi evitare di investire in questi paesi?

Non necessariamente, se consideriamo che:

- questi paesi escono da 3/4 anni di declassamento del rating e per buoni motivi: forte indebitamento, erosione dei margini, evoluzione mitigata delle vendite, e scarsi miglioramenti sul fronte della governance, se non fosse per l'aggiornamento di diversi scandali di corruzione (Brasile, Corea, India...).
- i livelli di valorizzazione si collocano nettamente al di sotto di quelli rilevati nei paesi sviluppati, in particolare rispetto al Price/Book Value (1,6 contro 2,3).

Il continuo movimento al rialzo delle azioni dei paesi emergenti passa quindi da una ripresa dei risultati, da un miglioramento dei bilanci e dalla governance. Ora, gli ultimi tre mesi forniscono segnali positivi sui margini, sul tasso d'indebitamento (rispetto all'Ebitda) e sulle vendite e i team direttivi delle aziende di questi paesi sono sempre più propensi ad occuparsi (bene) degli azionisti di minoranza.

E come se non bastasse, le valute della maggior parte dei paesi emergenti restano sottovalutate, fattore che crea ulteriore attrazione agli occhi di chi investe in euro o in USD.

Per concludere, quali sono i rischi? Tra i primi probabilmente troviamo un cambiamento radicale della politica commerciale americana. Un nuovo calo significativo nei prezzi del petrolio e dei metalli industriali è un altro rischio e va da sé che la prospettiva di una recessione negli Stati Uniti andrebbe ad alterare direttamente e significativamente il valore degli attivi di questi paesi: credito, titoli di stato e azioni. Per ora, se presi separatamente non assegniamo nessuna probabilità importante a nessuno dei tre scenari. Il rischio principale potrebbe rivelarsi essere la combinazione di "un po' di tutti e tre". Ma possiamo davvero restare totalmente fuori da mercati che rappresentano il 58% del PIL mondiale (in PPP, il 38% in USD correnti) e un terzo della sua capitalizzazione di borsa, secondo la Banca Mondiale?

“ *Ma possiamo davvero restare totalmente fuori da mercati che rappresentano il 58% del PIL mondiale ?* ”

Oddo Meriten AM S.A. è la divisione di asset management del Gruppo Oddo ed il marchio comune di due diverse società di asset management: Oddo Meriten AM S.A. (Francia) e Oddo Meriten AM GmbH (Germania).

Le opinioni contenute nel presente documento corrispondono alle nostre previsioni di mercato al momento della pubblicazione del documento. Esse sono soggette a modifiche nel tempo in base alle condizioni di mercato e non chiamano in nessun caso in causa la responsabilità contrattuale di Oddo Meriten AM S.A.

Prima di investire in qualsiasi classe d'attivo, si consiglia vivamente al potenziale investitore di documentarsi in modo dettagliato sui rischi a cui è esposta la classe d'attivo in questione, in particolare il rischio di perdita del capitale investito.

Oddo Meriten Asset Management SAS (Francia)

Società di gestione patrimoniale approvata dalla Autorité des Marchés Financiers col numero GP 99011.

Società per azioni semplificata con capitale di 7.500.000€. Registro commerciale (RCS) 340 902 857 Parigi.

12 boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Telefono: 33 (0)1 44 51 85 00 – www.oddomeriten.eu