

GLI ULTIMI SARANNO I PRIMI?

I mercati emergenti alla prova del superdollaro

Sottovalutati e sotto-investiti, i mercati emergenti sono alle prese con il super-dollaro. Le valutazioni ai minimi storici stanno scontando lo scenario peggiore, il combo del rallentamento cinese e delle nuove barriere doganali, un momento favorevole per investitori pazienti

Il nuovo corso della politica americana può essere riassunto in tre macro-considerazioni.

1. La strana coppia Trump & Musk non riuscirà a mantenere la promessa di tagliare duemila miliardi di dollari all'anno dal bilancio federale. Secondo l'Economist, l'obiettivo è "palesamente assurdo, ma un'oculata liberalizzazione potrebbe essere di aiuto". Potrà invece essere più facilmente mantenuta la promessa relativa alle norme sull'intelligenza artificiale. L'allentamento delle disposizioni esecutive di Biden sull'impiego dell'AI nella pubblica amministrazione costituirebbe un ulteriore fattore di spinta del settore tecnologico. I mercati hanno già cominciato a scontare l'aspettativa.

2. La seconda macro-considerazione deriva dalla prima; quando "le iperboli dei comizi elettorali entrano in contatto con la complicata realtà del governo", scrive il settimanale inglese, fa premio il pragmatismo. Trump non è legato a nessun impianto ideologico, quando lui e la sua squadra faranno i conti con il principio di realtà, con i tempi e gli sforzi necessari per implementare le promesse elettorali, si adegueranno. Trump non perde occasione per associare l'efficacia delle sue politiche con le buone performance delle borse, per non dispiacere ai mercati si farà concavo e convesso.

Scott Bessent, futuro Segretario al Tesoro, è un fedelissimo di Trump e ne condivide l'agenda politica, ma è anche un uomo di Wall Street, in grado di assicurare, di "sopire e troncane".

3. Il temperamento mercuriale del nuovo presidente è noto, come è noto il lungo elenco delle cooptazioni e dei repentini allontanamenti di collaboratori ritenuti leali fino a un minuto prima. La domanda delle domande è relativa alla tenuta del sodalizio della strana coppia, Trump e Musk sono legati da interessi allineati e parimenti aggrovigliati dagli interessi in conflitto. La grande livella sarà il giudizio dei mercati al quale si adegueranno entrambi.



Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.



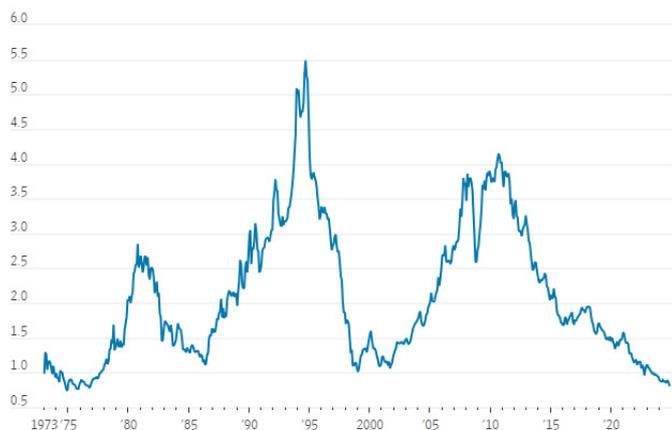
A. Fontanesi (1818-1882), "Novembre". 1864, Galleria d'Arte Moderna Torino. Fonte: gamtorino.com.



Dal canto loro, i mercati per il momento sembrano pensare che “andrà tutto bene”, la banalità che si sente ripetere nei film di Hollywood. Eppure, gli obiettivi di Trump, o le sue preferenze, non sono tra loro compatibili, non si possono avere politiche fiscali lasche, barriere doganali, tassi bassi e valuta debole. La nostra conclusione è dunque più laica, è quella dell'atteggiamento agnostico, non fidarsi troppo ma neppure troppo diffidare. Il situazionismo di Trump rende imprudente l'esercizio del “se A, allora B”, non c'è spazio per il determinismo, con Trump qualsiasi “se A” comporterà sempre esiti molteplici.

Luci e ombre: le luci sono le aspettative di crescita e Wall Street sugli scudi. Le ombre sono le possibili conseguenze inflazionistiche e di aggravamento del debito del taglio delle tasse e delle barriere doganali.

“La parola più bella del dizionario è tariffa”, ha dichiarato Trump in un evento elettorale in ottobre. La guerra tariffaria sarà fonte di instabilità, intaccherà il commercio internazionale e la crescita globale. Ne usciranno esacerbati i rapporti già tesi con la Cina e ne andranno di mezzo anche le economie emergenti, il dollaro forte fa perdere a questi ultimi potere d'acquisto e andrebbero particolarmente sotto pressione i paesi legati al dollaro con il peg valutario.



Rapporto tra azioni mercati emergenti e azioni USA, “I titoli dei mercati emergenti non sono mai stati così odiati. È ora di comprare” titola il Wall Street Journal del 23 nov 2024. Fonte: WSJ, Topdown Charts, MSCI da 1987.

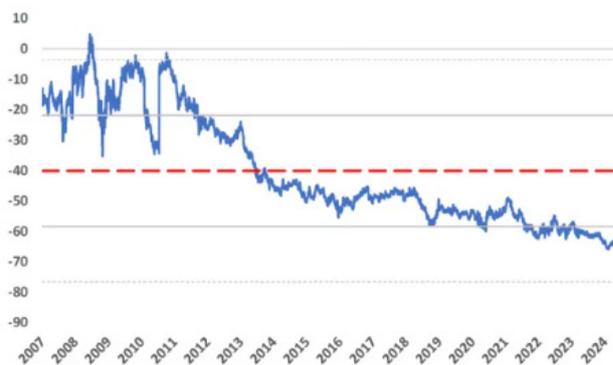
Nel frullatore dell'incertezza geopolitica entrano ovviamente anche i prezzi delle materie prime. Una valvola di sfogo è costituita dai cambi flessibili, le svalutazioni sono la stanza di compensazione degli shock esterni. Certo, il deprezzamento delle valute locali comporta maggiore inflazione ma, annotava qualche giorno fa il Financial Times, “le banche centrali dei mercati emergenti sono diventate più brave ad affrontare questo problema, hanno gestito lo shock inflazionistico di Covid meglio delle loro controparti del G10”.

Nelle edizioni del fine settimana, il Wall Street Journal e il Financial Times hanno commentato l'investibilità delle economie emergenti, il quotidiano americano ha messo in evidenza l'opportunità offerta da valutazioni ai minimi storici (“è il momento di comprare”), l'inglese ha invece messo in guardia dalle obbligazioni schiacciate dal dollaro forte.

Punti di vista diversi ed entrambi condivisibili. Pochi giorni fa un amico consulente, presente a uno dei nostri periodici incontri, ha commentato l'incertezza che circonda i mercati emergenti chiedendo, con concretezza, se non fosse meglio “aspettare che passi la buriana”.

La risposta dipende a quale dei due editoriali si tenda a dare maggiore credito, se alle valutazioni allettanti di cui parla il WSJ o alla pressione esercitata dal super-dollaro temuta dal FT.

Negli ultimi cinque anni, le performance dei mercati emergenti sono state piuttosto deludenti, circa il 4% annuo contro quasi il 12% delle azioni globali e il 15% delle azioni americane. L'indice dei mercati emergenti è stato appesantito principalmente dalle performance della Cina, frenata dal settore immobiliare e dalla crescente pervasività della mano pubblica nelle aziende.



Mercati emergenti storicamente a buon mercato. Indice MSCI Emerging Markets rapporto Price to Book, premio o sconto su S&P 500.

I driver secolari a favore dei paesi emergenti sono noti: la popolazione più giovane rispetto al nord del mondo libera un “dividendo demografico” che favorisce la crescita della produttività e della ricchezza; entro il 2050 quasi il 28% della popolazione dei Paesi industrializzati avrà più di 65 anni, contro solo il 15% dei paesi emergenti. Proseguiranno i fenomeni dell'urbanizzazione, dell'ampliamento della classe media, della partecipazione femminile al lavoro, tutti fattori che sostengono i consumi e la crescita.

Però, quando si parla di lungo periodo, viene in mente l'abusata battuta di Sir John Maynard Keynes. Il grande economista, che fu anche un diavolo di investitore, si riferiva al successo nel lungo termine delle idee del capitalismo liberale ma tant'è, ricordare come saremo nel lungo periodo sembra una tentazione irresistibile.

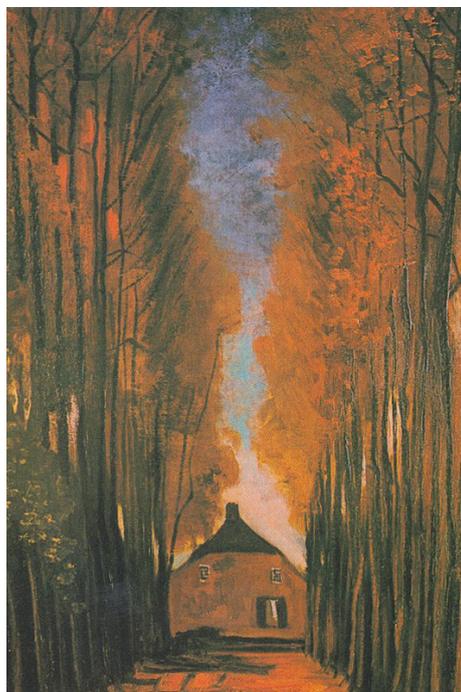
E allora guardiamo ai fattori contingenti di breve termine.

La qualità del credito delle economie emergenti è migliorata: tra i dieci più grandi paesi emergenti otto sono “investment grade”, vent'anni fa o giù di lì erano solo quattro; i livelli del debito rispetto al PIL sono meno della metà rispetto a quelli dei paesi industrializzati.

Delle azioni cinesi a buon mercato abbiamo parlato nelle scorse settimane (l'indice MSCI China viene scambiato a 9,5 volte gli utili), in GAM siamo del parere che assisteremo al miglioramento degli utili nei prossimi trimestri.

Guardando invece alle valutazioni degli altri paesi, abbiamo ricordato sopra il Wall Street Journal che evidenzia come i mercati emergenti raramente sono stati così a buon mercato. I prezzi scontano il rallentamento della Cina e l'incombere delle barriere doganali promesse da Trump. Lo sconto rispetto alle valutazioni azionarie dei paesi industrializzati ha superato il 40%, il rapporto prezzo/utile a dodici mesi è pari a 12,6x per l'indice MSCI dei mercati emergenti, quello dello S&P 500 è a 21,2x. Poi ci sono gli alti tassi d'interesse reali (ad esempio il Brasile attorno a 7,6%, il Sudafrica al 6,2%, il Messico al 5,2%) che dovrebbero sostenere le valute emergenti e, per proprietà transitiva, i rendimenti azionari.

Un'ulteriore circostanza di cui tenere conto è la trasformazione strutturale in corso già da qualche anno: nella contribuzione al Pil e negli indici aumenta il peso dei settori tecnologico e dei consumi discrezionali. Ne fanno le spese i settori più tradizionali come quelli dell'energia e delle materie prime. Nell'indice MSCI Emerging Market, tecnologia e consumi pesano oggi circa il 37%, vent'anni fa pesavano il 24%, nello stesso arco di tempo si è dimezzata la rilevanza di energia e materie prime, passate dal 22% all'11%.



V. van Gogh (1853-1890), "Viale di pioppi in autunno". 1884, van Gogh Museum, Amsterdam.

I grandi cambiamenti strutturali forniscono ai paesi emergenti occasione per adattarsi e migliorare le proprie prestazioni, India, Messico, Brasile, Tailandia sono ben posizionati per approfittare del deterioramento delle relazioni tra Stati Uniti e Cina, dei fenomeni dell'offshoring e del nearshoring che rimodellano le catene della fornitura.

In ultimo, due parole sui flussi. I venti di guerra commerciale hanno condizionato le scelte degli investitori che ai mercati emergenti hanno preferito la liquidità e gli asset delle economie industrializzate.

Il 2024 è stato un anno di ritorno dei flussi verso i paesi emergenti, sostenuti dalla prospettiva che molti di questi Paesi erano pronti a tagliare i tassi, una mossa che avrebbe sostenuto i prezzi delle obbligazioni. Il successo di Trump ha cambiato tutto, il timore è che le promesse politiche inflazionistiche terranno alto il valore del dollaro e del rendimento dei Treasury (in pochi giorni il rendimento del titolo decennale è salito a 4,4%). I dazi schiaccerebbero al ribasso le valute locali.

Il Financial Times avverte che da metà novembre gli investitori hanno ritirato complessivamente quasi cinque miliardi di dollari dai fondi che investono in obbligazioni dell'area, sia in valuta locale che in dollari.



Caspar David Friedrich (1774-1840), "Barca sul fiume Elba nella nebbia del primo mattino". 1820-1825 Colonia, Wallraf-Richartz-Museum.

La Grande Incertezza è la caratteristica distintiva di questo tempo che mette alla prova la determinazione di molti investitori. Ma, ricordiamolo ancora una volta, molti dei rischi legati al super-dollaro e all'introduzione di nuove barriere doganali sono già nei prezzi, l'impatto di queste ultime potrà essere compensato anche da possibili, ulteriori stimoli da parte del governo cinese.

C'è un'ultima ragione che suggerisce di guardare con attenzione anche ai mercati emergenti, una ragione che precede le considerazioni di carattere finanziario e che troviamo nel manuale di finanza comportamentale: storicamente, le migliori occasioni di acquisto si sono presentate nei momenti in cui prevalevano la diffidenza e la paura.



John Everett Millais (1829-1896), "Foglie d'autunno".
1856, Manchester City Art Gallery. Fonte: Wikipedia.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.