

Love (GAM): "Vi spiego come si affrontano i cigni neri nei mercati emergenti"

LINK: <https://www.focusrisparmio.com/news/mercati-emergenti-strategie-azionarie-gam-investments-cigno-nero-usa-cina>

Per l'asset manager l'arma in più di un gestore è la pazienza: "Se non sono sicuro di aver individuato la giusta opportunità allora aspetto. L'high quality non si disperde nel mercato" Tim Love, investment director, emerging markets equities di Gam Investments Tim Love, investment director, emerging markets equities di Gam Investments "Oggi i principali cigni neri che incombono sui mercati emergenti riguardano le sanzioni commerciali. Abbiamo già visto in passato provvedimenti contro la Russia, ora contro la Turchia e poi ovviamente la guerra commerciale fra Usa e Cina. L'imposizione di tariffe doganali è diventata una vera e propria arma a disposizione delle nazioni". Così Tim Love (nella foto), investment director, emerging markets equities di Gam Investments, racconta a FocusRisparmio i suoi modelli di gestione del rischio per le strategie azionarie focalizzate sui Paesi emergenti. Definiamo "mercati emergenti": quali sono e quali caratteristiche hanno? Si tratta di un'asset class molto eterogenea. Potremmo definirla per esclusione, dicendo che è

"emergente" tutto ciò che non è Stati Uniti, Europa e Giappone, oppure dire che è un'asset class che rappresenta l'85% della popolazione mondiale e della superficie del globo terrestre. Questi tipi di tassonomia, però, non riescono a rendere bene l'idea di quello che è il mondo emergenti, un universo d'investimento che ha almeno tante eccezioni quante sono le regole. Preferisco usare questa metafora: il mercato azionario degli emergenti è come una valuta che si apprezza e deprezza del 65% in ogni ciclo economico. In termini di strategie, questo significa che la maggior parte del lavoro di chi gestisce fondi su mercati emergenti viene dedicata alla costruzione del portafoglio e alla gestione del rischio. Un universo molto eterogeneo, appunto. Quali sono i principali rischi di questa asset class? Esistono due fonti di rischio principali: i rischi che una volta venivano definiti ciclici, oggi li chiamerei 'non intenzionali' (unintended risks, ndr), che derivano dai tassi d'interesse reali negativi applicati dalle banche centrali, e gli eventi imprevisi (i cigni neri o

'black swan', in inglese). Oggi è diventato estremamente difficile prevedere in che direzione andranno i tassi di interesse. Penso che qualche anno fa pochissimi asset managers si sarebbero aspettati il rally obbligazionario che si è verificato in questi ultimi anni. Per quanto riguarda i cigni neri, possono derivare da svariate ragioni come ad esempio una malattia, tutti ricordiamo le epidemie di Ebola nei Paesi del Sud-est asiatico, o geopolitico e commerciale. Oggi i potenziali cigni neri che monitoriamo sono per prima cosa le sanzioni commerciali. Abbiamo già visto in passato sanzioni contro la Russia, ora contro la Turchia e poi ovviamente la guerra commerciale fra Usa e Cina. L'imposizione di tariffe doganali e commerciali è diventata una vera e propria arma a disposizione degli Stati. Un altro cigno nero potenzialmente pericoloso è quello delle minacce nucleari in molte aree diverse del globo, ma l'area in questo momento più sensibile a questi rischi rimane senza dubbio la Corea del Nord che, insieme al Pakistan, potrebbe

entrare in guerra in Iraq: tutte e tre queste nazioni sono note per aver a loro disposizione un'importante quantità di tecnologie nucleari. Come sviluppate la vostra strategia d'investimento sui mercati emergenti? Il mio è un fondo attivo long-only, con l'obiettivo di battere nel lungo termine il benchmark (MSCI Emerging Market Index, ndr) limitandone al contempo i downside mentre ricerchiamo opportunità d'investimento. La strategia quindi mira a catturare i rialzi dell'indice. Negli ultimi anni ci sono state diverse criticità, dal tapering della Fed ai rialzi del prezzo del petrolio; la nostra strategia ha saputo essere profittevole anche in alcune fasi più difficili del mercato grazie ad un'attenta diversificazione e al processo d'investimento top-down che prevede l'acquisto di titoli di alta qualità a sconto e con una volatilità implicita ridotta. Grazie a questo approccio siamo stati in grado di perdere meno del mercato in ogni fase di pullback dell'indice. Oggi abbiamo circa 140 titoli diversi in portafoglio di 35 paesi diversi a livello globale. Il nostro processo consiste nell'identificare titoli di alta qualità e aspettiamo finché non siano a buon mercato, a sconto. Come spesso accade nei mercati

emergenti, acquistiamo titoli in una valuta a basso costo e con una volatilità implicita già elevata. Se non sono sicuro di aver individuato la giusta opportunità, oppure ho timore di un 'cigno nero', allora aspetto. L'high quality non si disperde nel mercato, prima o poi torna. Il 45% della generazione di alpha proviene da questo approccio top-down del portafoglio. Il restante 55% invece viene determinato con un approccio bottom-up. In termini di quanto tempo ci dedico, probabilmente trascorro l'80% del tempo a identificare opportunità bottom-up a solo il 20% con l'approccio top-down. Ma questo 20% di tempo produce il 45% dell'alpha. Questo perché nei mercati emergenti è molto importante contestualizzare il mercato o la valuta che si sta analizzando, se ha o meno un problema con un dollaro troppo forte, o troppo debole. Le analisi cross-asset sono molto importanti nel processo di stock selection dei mercati emergenti. Del resto, circa l'80% dell'alpha delle azioni dei mercati emergenti proviene da fattori come i movimenti del dollaro, i rendimenti dei bond decennali e della curva dei tassi, dalle indicazioni dal mercato delle materie prime e dalla volatilità.

Come gestite i rischi inattesi nelle vostre strategie? Seguendo sempre la regola aurea della diversificazione e in questo l'eterogeneità degli emergenti è d'aiuto nel gestire i rischi legati ai cigni neri del mercato. Ad esempio, se un'epidemia dovesse colpire alcuni Paesi dell'Asia, io so che sarei coperto da questo rischio possedendo titoli sudafricani, messicani oppure cileni e così via. Come è cambiata la composizione dell'indice MSCI Emerging Market negli ultimi cinque anni? L'MSCI Emerging Market è cambiato tangibilmente negli ultimi cinque anni. Prima era molto più orientato alla crescita globale, principalmente verso il settore energetico e delle materie prime, petrolio e rame su tutti. Questi due settori pesavano circa il 48% dell'indice cinque anni fa, oggi invece circa l'11%. Cosa è aumentato? Principalmente il peso delle aziende attive nei servizi di telecomunicazione. La loro percentuale sul benchmark è salita dal 3 all'11% in poco tempo, soprattutto per quanto riguarda società attive nell'Internet of Things. In termini di Paesi, invece, l'indice non è cambiato molto, eccezion fatta per il peso della Cina e dell'India. La Cina ha

raggiunto una ponderazione di circa il 34% sull'indice, una percentuale che cinque anni fa era almeno la metà. Hanno invece perso peso sul benchmark i Paesi dell'America Latina e dell'Europa orientale, Turchia e Polonia per esempio. Più in generale direi che l'MSCI Emerging Market Index abbia cambiato pelle in termini di driver. Oggi è un indice molto meno sensibile alla forza del dollaro e con una natura più domestica, focalizzato sui grandi trend secolari dei mercati emergenti: la domanda interna, l'urbanizzazione e le nuove tecnologie. Tutto ciò rende gli investimenti in mercati emergenti meno sensibili all'egemonia degli Stati Uniti. Per questo la Cina continua a crescere a ritmi del 6% l'anno nonostante la guerra commerciale in corso. Il progetto Via della Seta presenta sia luci che ombre. Può rappresentare un'insidia per i Paesi vicini alla Cina? Dopo il credit crunch del 2008 la Cina ha stampato una gran quantità di moneta, necessaria per stimolare l'economia e farla ripartire. Ora ha bisogno di allocare questo capitale in eccesso. Non potendo contare solo sul mercato interno, i cinesi hanno pensato di esportare capitali all'estero, andando ad investire in progetti

infrastrutturali che consentano la generazione di rendimento reale sul lungo periodo: così è nata la Via della seta. Questo progetto consente, da un lato, di potenziare le catene di approvvigionamento del Paese e dall'altro di proiettare l'immagine del Paese su scala internazionale. Questa è la logica sottostante alla Belt & Road Initiative. È vero, spesso la Cina ha affrontato gli investimenti esteri in maniera unilaterale, ma non più di quanto hanno fatto gli europei in Africa nel XIX secolo. Ma il problema non riguarda soltanto le intenzioni della Cina, è una questione geopolitica. Ci sono stati casi negativi, come quello dello Sri Lanka, ma anche molti altri positivi come per esempio Thailandia e Myanmar. Penso che molti Paesi e democrazie occidentali che chiedono un apporto di capitale estero sarebbero anche disposti a rivedere regole e condizioni pur di averlo a disposizione. Questo li espone a un'indebita influenza da parte delle autorità cinesi? Non è detto che sia necessariamente così; dipende dal paese, dipende dal contesto in cui vengono sottoscritti gli accordi e da tutta una serie di altri fattori.