

A

EMERGENTI, L'ASSEDIO È IL COVID

a cura di Daniele Riosa
twitter @DanieleRiosa

Il protrarsi della guerra tra Russia e Ucraina impone inevitabilmente una revisione delle prospettive per il 2022 anche per i paesi emergenti. È il momento di tagliare le stime della loro crescita economica e di mercato, ma di quanto? E quale sarà l'impatto sulle diverse asset class? **ADVISOR** ha chiesto agli analisti delle maggiori società di gestione di aggiornare il loro outlook su questi paesi. Vediamo di seguito le risposte dei gestori.

ACOMEA SGR

La principale conseguenza finanziaria della guerra in Ucraina, cioè il rialzo del prezzo delle materie, non è una variabile positiva per i mercati finanziari dal momento che, oltre a generare inflazione, riduce anche i margini operativi aziendali e la domanda di beni e prodotti finiti. Nell'universo emergente ci sono sia paesi esportatori che dovrebbero beneficiare del rialzo delle commodities (per esempio Brasile, Indonesia, Sudafrica), sia paesi che, in teoria, dovrebbero risentirne (Cina, India, Turchia), ma molto dipende dalle politiche commerciali dei singoli paesi e dal loro rapporto con la Russia. Riteniamo che l'outlook per i paesi emergenti, più che dalla guerra in Ucraina, dipenda dall'evoluzione della pandemia in Cina e dalle politiche monetarie della Federal Reserve. I continui lockdown imposti dal governo di Pechino stanno infatti peggiorando una situazione già difficile a causa del rallentamento contingente dell'economia cinese, causato anche dalle politiche del common prosperity, mentre un'inflazione galoppante negli Usa sta spingendo la banca centrale ad agire velocemente con conseguenze che si sentiranno anche nei mercati asiatici ed emergenti. Il nostro outlook sull'asset class rimane comunque positivo, perché crediamo che il rallentamento dell'economia cinese spingerà il governo centrale ad agire in modo più deciso, mentre l'inflazione Usa potrebbe essere vicina al picco con la possibilità, nei prossimi mesi, di una revisione delle aspettative rialziste del mercato già scontate nei prezzi.

BANCA GENERALI

La discesa del mercato europeo ha reso quest'ultimo più attraente togliendo l'attenzione dai Paesi emergenti in favore proprio del Vecchio Continente. Rimaniamo costruttivi sui governativi cinesi

e più cauti sui corporate cinesi. Rimaniamo negativi su tutte le asset class che abbiano flussi di qualsiasi tipo con la Russia.

COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

In qualità di investitori con approccio bottom-up, restiamo fermamente convinti che siano gli utili a guidare i mercati azionari nel lungo periodo e che, sebbene la volatilità macro causata dal conflitto russo-ucraino possa persistere nel breve termine, alla fine il focus sui fondamentali sarà premiante.

In Cina, poiché il 2022 è un anno di elezioni, prevediamo politiche monetarie e fiscali moderatamente accomodanti piuttosto che vaste misure di stimolo - vale a dire ciò che abbiamo visto finora. A nostro avviso, la politica "zero Covid" perseguita da Pechino ha frenato l'economia, e stiamo monitorando i progressi su questo fronte.

Pur restando prudenti, date le turbolenze macroeconomiche e le loro ricadute sui singoli titoli, rimaniamo ottimisti sul Brasile nel lungo termine, alla luce dell'evoluzione dell'imprenditorialità e dei tipi di società e modelli di business in arrivo sul mercato.

DAL CONFLITTO
RUSSO-UCRAINO
I PAESI PRODUTTORI
DI GAS, PETROLIO,
FERTILIZZANTI E CEREALI -
COME BRASILE, INDONESIA
E SUDAFRICA -
AVRANNO DEI VANTAGGI
RISPETTO AGLI ALTRI...

In questo contesto, stiamo rafforzando la nostra esposizione ai settori che beneficiano dell'inflazione, come i titoli finanziari e i produttori di materie prime; d'altro canto, continuiamo a concentrarci sulle opportunità di crescita strutturale, privilegiando un portafoglio "barbell" per beneficiare dell'attuale scenario.

CONSULTINVEST

Rispetto all'inizio dell'anno, la guerra tra Russia e Ucraina ha portato una serie di novità. In ordine di importanza: la crescita economica globale sarà inferiore del previsto, in particolare negli stati vicini o più dipendenti dagli scambi commerciali con i due paesi coinvolti, il prezzo delle materie prime rimarrà elevato più a lungo del previsto con conseguenze significative per i paesi importatori netti, lo scenario geopolitico verrà modificato con la Russia destinata ad essere sempre più isolata dai mercati finanziari internazionali e sempre più in stretti rapporti con la Cina (o sua sottoposta come si immagina in Occidente). Come sempre quando si parla di mercati emergenti, è necessario ricordare che non si tratta di un unico blocco che si muove in maniera sincronizzata, ma di un insieme di paesi le cui economie possono

avere dinamiche molto differenti. L'unica osservazione generale è che, come conseguenza della guerra, i paesi emergenti produttori di materie prime saranno beneficiari netti del rialzo dei prezzi e della riduzione della produzione di alcune di esse. In particolare i produttori di gas, petrolio, fertilizzanti e cereali, come ad esempio il Brasile, in termini relativi avranno dei vantaggi rispetto ad altri, come l'India, che invece sono importatori netti di materie prime energetiche.

Per quanto riguarda la Cina restano alcuni problemi strutturali come la crisi ancora irrisolta del settore immobiliare e la stretta governativa su alcuni settori (es. tecnologia, educazione) a cui si è aggiunto il recente aumento dei casi di Covid e il conseguente lockdown di alcune importanti città cinesi. La politica zero-covid avrà, come in passato, degli impatti significativi non solo sui consumi domestici delle zone coinvolte, ma anche sulla riduzione della produzione (e quindi delle esportazioni) e sulla catena logistica mondiale, dato che in alcuni importanti porti l'attività è bloccata o fortemente ridotta. Tuttavia il governo ha ampi margini di manovra sia per misure di stimolo all'economia, sia per interventi normativi volti a limitare i danni indiretti della guerra e della risalita di casi di Covid.

Molti di questi fattori sono però già incorporati nelle quotazioni che soffrono già dallo scorso anno. Si può quindi ipotizzare che, nonostante la Cina non sia ancora vicina a un punto di svolta, si possa vedere un andamento in linea o migliore in termini relativi ad altri paesi emergenti su base tattica come conseguenza degli interventi governativi. In Brasile, dopo un 2021 particolarmente negativo, si sono già visti segni di ripresa che potranno ulteriormente migliorare se, con l'avvicinarsi delle elezioni, si dovesse confermare la probabilità di un nuovo presidente più gradito ai mercati, dopo la non felice esperienza di Bolsonaro.

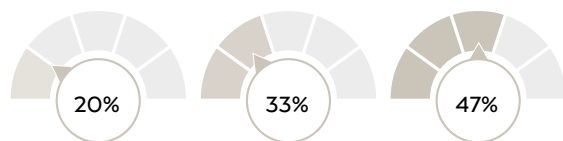
Vediamo poi numerose opportunità specifiche in altri paesi che saranno beneficiari netti della sostituzione strategica del fornitore Russia (per l'Occidente) o dell'Ucraina fintanto che non riprenderà a produrre. All'estremo opposto ci sono alcuni paesi emergenti che sono fortemente dipendenti da Russia e Ucraina (soprattutto per grano e cereali) e che avranno notevoli difficoltà a sostituire fornitori così importanti e determinanti anche per la stabilità sociale. Per i prossimi mesi sugli emergenti si preannuncia quindi un mercato in cui sarà molto più importante la capacità di selezionare i temi o i settori vincenti (alpha) rispetto alla generale direzione del mercato (beta).

CREDIT SUISSE

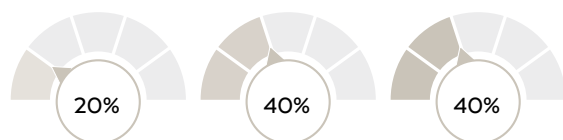
Da inizio anno, i mercati finanziari globali hanno dovuto affrontare due fattori di rischio chiave che hanno indotto ampie oscillazioni e dislocazioni dei prezzi. L'inasprimento del ciclo previsto da parte della Federal Reserve (Fed) USA in risposta all'inflazione elevata ha spinto i mercati al ribasso. L'invasione russa dell'Ucraina ha quindi aggiunto un nuovo livello di rischio, a seguito dell'aumento dei prezzi delle materie prime che hanno indotto uno shock stagflazionistico.

Dopo la recente volatilità riteniamo che i rendimenti delle azioni dei mercati emergenti siano tornati interessanti. In particolare, le

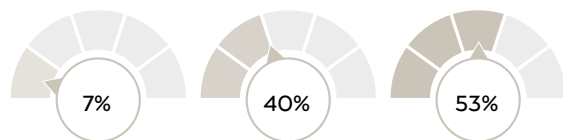
AZIONARIO ITALIA



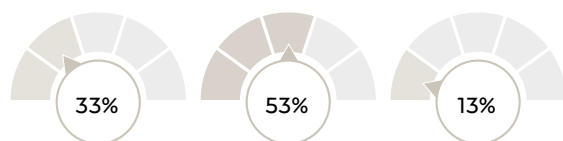
AZIONARIO EUROPA



AZIONARIO USA



AZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

A

azioni cinesi offrono un buon potenziale di rialzo con valutazioni ancora basse.

Gli sforzi atti a contenere l'attuale ondata di Covid-19 avranno un impatto molto più limitato rispetto al 2020 e 2021, il che consentirà all'economia di evidenziare resilienza sulla scorta di politiche economiche e regolamentari che offrono maggior sostegno. Più recentemente, un impegno da parte dei policymaker della Cina a sostegno dell'economia, compresa una pausa in termini di portata ed entità della stretta a livello regolamentare per le società Internet basate su piattaforme, ha innescato una risposta positiva del mercato.

I rischi chiave per il nostro giudizio sulle azioni degli emergenti sono un maggior apprezzamento del dollaro USA, aumenti più persistenti dell'inflazione, debolezza dei consumi, un'ulteriore escalation del conflitto in Ucraina e rischi regolamentari in Cina. La nostra regione preferita tra gli emergenti è l'Asia. A livello geografico, preferiamo Cina, Sudafrica e Indonesia.

FRANKLIN TEMPLETON

La guerra in Ucraina ha aggiunto considerazioni geopolitiche ad uno scenario che già si presentava complicato. Gli impatti sui paesi in via di sviluppo variano molto da paese a paese, sia in relazione alla loro natura di esportatori vs importatori di materie prime, sia in merito alla forza del loro mercato domestico. Ci aspettiamo una crescita economica sotto il consensus per il primo trimestre 2023 (quindi con orizzonte di 12 mesi), mentre nello stesso periodo l'inflazione potrebbe eccedere il consensus.

La domanda domestica rischia di rallentare al di sotto dei livelli pre-Covid, senza un adeguato supporto fornito dalle politiche monetarie e fiscali.

Lo shock che sta colpendo le materie prime - non solo energetiche ma ad esempio anche alimentari - sta avendo impatti su inflazione e liquidità anche per l'aggregato delle economie in via di sviluppo, con importanti eccezioni come i paesi dell'area del Golfo Persico e più in generale del Medio Oriente e del Nord Africa.

Il Fondo Monetario Internazionale nell'ultimo World Economic Outlook (aprile 2022) ha

fatto presente come sino ad oggi non siano state osservate fughe di capitali dai paesi emergenti, ma si tratta di un fenomeno che merita attenzione nei prossimi mesi. L'evoluzione del Covid non sta evidentemente aiutando la Cina ed inoltre il debito pubblico di molti paesi è aumentato in rapporto al PIL e potrebbe aver creato situazioni vulnerabili. Pertanto il nostro outlo-

ok per i paesi emergenti non è sino ad ora cambiato per effetto dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia.

LA FRANÇAISE AM

L'Ucraina e la Russia sono entrambi importanti esportatori di materie prime, specialmente grano, gas naturale e petrolio. La guerra ha contribuito ad un significativo aumento dei prezzi, saliti alle stelle, danneggiando in primis gli importatori penalizzati da condizioni di scambio poco favorevoli. L'esatto contrario per gli esportatori di materie prime.

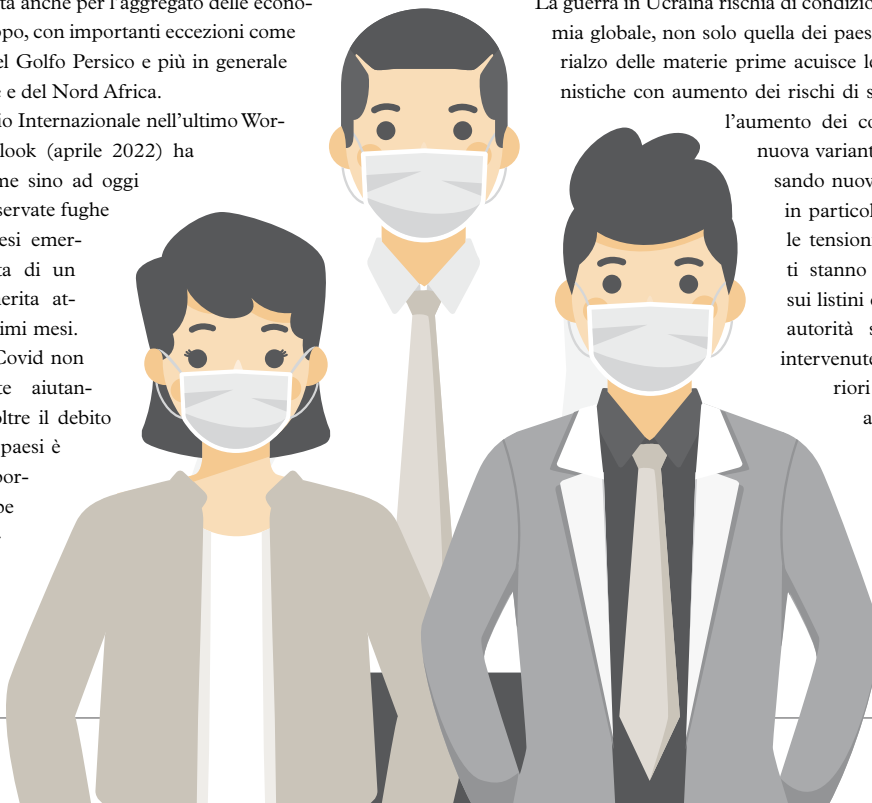
L'aumento globale dell'inflazione, in parte dovuto alla guerra, dovrebbe pesare sui mercati emergenti a causa dei rendimenti delle obbligazioni americane in aumento e finanziamenti in dollari più costosi. Le obbligazioni dei mercati emergenti sono una fonte di diversificazione attraente per gli investitori europei. Infatti molte banche centrali emergenti hanno agito pro-attivamente e iniziato i loro cicli di inasprimento un anno fa, mentre la BCE non ha ancora modificato il suo tasso di interesse sui depositi. Per queste ragioni vediamo del valore nelle obbligazioni dei mercati emergenti. Il Brasile, ad esempio, è un caso interessante.

La banca centrale del paese ha aumentato il tasso Selic (tasso di interesse di base, ndr) di 975 basis points (bps) negli ultimi dodici mesi per combattere l'inflazione in continua crescita. Quest'ultima dovrebbe raggiungere il picco nei prossimi mesi per poi tornare a scendere. I mercati si aspettano quindi che la banca centrale sia a 150bps dal picco del Selic. Crediamo nelle prospettive di questa curva. Il rischio principale associato a questa posizione è di natura fiscale: se i deficit cresceranno nuovamente a causa delle elezioni, la banca centrale potrebbe essere costretta ad alzare ancora di più il tasso.

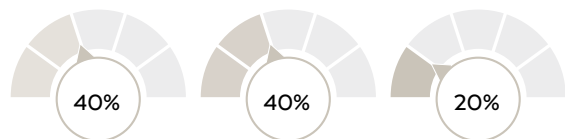
GAM ITALIA SGR

La guerra in Ucraina rischia di condizionare l'intera economia globale, non solo quella dei paesi emergenti. Il forte rialzo delle materie prime acuisce le pressioni inflazionistiche con aumento dei rischi di stagflazione. Inoltre, l'aumento dei contagi causati dalla nuova variante Omicron sta causando nuovi lockdown in Asia, in particolare in Cina. Anche le tensioni con gli Stati Uniti stanno portando volatilità sui listini cinesi, per questo le autorità sono recentemente intervenute per evitare ulteriori collassi del mercato azionario.

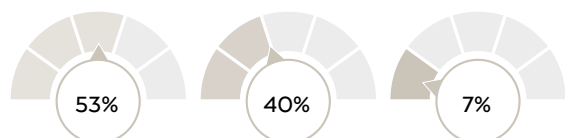
Il rallentamento della crescita cinese è già in atto e lo confermano i recenti dati di PMI, risultati sot-



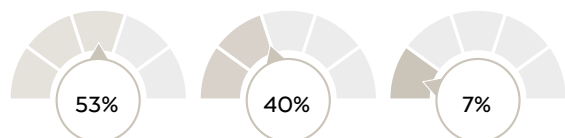
OBBLIGAZIONARIO ITALIA



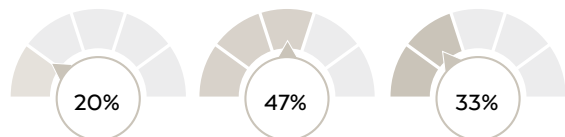
OBBLIGAZIONARIO EUROPA



OBBLIGAZIONARIO USA



OBBLIGAZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

to le attese. Sia il manifatturiero sia i servizi sono scesi sotto 50, livello di demarcazione tra crescita e recessione. Il governo cinese ha promesso di stabilizzare l'economia. La People's Bank of China aumenterà la magnitudo della politica monetaria e dovrebbe essere creato un nuovo fondo, da diverse centinaia di miliardi di yuan, per sostenere le imprese in difficoltà.

Il mandato sarà quello di salvare le istituzioni finanziarie, in particolare le banche provinciali gravate da debiti immobiliari, e, quindi, tutte queste misure potrebbero indirettamente aiutare anche il settore immobiliare. Un'altra indiscrezione interessante è che le autorità cinesi si stiano preparando per dare ai regulator statunitensi, entro giugno, pieno accesso agli audit report della maggior parte delle oltre 200 società quotate a New York, facendo una rara concessione. Questo permetterà alla maggior parte delle aziende cinesi di rimanere quotate sul listino americano, chiarendo una situazione particolarmente delicata che ha creato numerosi problemi nei mesi passati, con la forte discesa dei prezzi di questi titoli. E se la crisi geopolitica sta permettendo alla Cina di stringere i rapporti con la Russia e di approvvigionarsi di gas, petrolio a prezzi inferiori a quelli di mercato, il calo delle esportazioni ucrai-

ne, russe e bielorusse di materie prime e beni industriali è destinata a creare vantaggi per le imprese esportatrici latinoamericane, soprattutto in Brasile, Messico, Argentina, Colombia, Cile e Perù, che potrebbero sostituire una parte significativa della produzione dei paesi belligeranti. Principalmente sui mercati degli Stati Uniti, dell'Unione Europea e di alcuni paesi asiatici.

MEDIOBANCA SGR

All'inizio della guerra in Ucraina si sono visti deflussi dai paesi emergenti paragonabili a quelli a cui si è assistito all'inizio della pandemia concentrati nelle economie, più legate all'Ucraina e alla Russia in base alla vicinanza geografica, al collegamento commerciale e all'esposizione alle materie prime. In Asia pesa il rallentamento della crescita dell'economia cinese, che ha ramificazioni più ampie per i paesi esportatori di materie prime. La combinazione di più varianti trasmissibili e una strategia zero-Covid comporta la prospettiva di blocchi più frequenti, con conseguenti effetti sul consumo privato in Cina.

Gli elevati costi delle materie prime e l'aumento dell'inflazione alimentare si configurano come un rischio per le economie nei prossimi trimestri. I tassi d'inflazione sono - e resteranno per qualche tempo - al di sopra degli obiettivi delle banche centrali. L'Asia rimane relativamente isolata finora, ma non completamente.

La politica monetaria resterà ancora orientata verso una posizione più restrittiva ad eccezione della Cina. Per questo esprimiamo una view positiva, soprattutto per i vantaggi che potranno derivarne in ottica di medio lungo termine, ma riteniamo che sarà più importante il livello di selettività tra paesi e settori delle economie.

PICTET AM

Lo shock stagflationario, che lo scoppio della guerra ha necessariamente portato in Europa, tocca per le stesse motivazioni anche molti dei paesi emergenti. La dipendenza energetica e dalle materie prime complica le prospettive del mix crescita-inflazione. L'outlook complessivo per i mercati emergenti è più cauto rispetto a inizio anno ma in linea con la generale presa di coscienza di uno scenario più complesso nei prossimi 3-6 mesi, soprattutto nell'ottica di un portafoglio globale.

Per i portafogli specializzati, invece, il mutamento dello scenario indotto dallo shock tramite il canale delle materie prime ha creato importanti divergenze all'interno dell'universo dei paesi emergenti.

Ci sono chiari beneficiari in aree come America Latina e Medio Oriente che, oltre a essere esportatori netti di materie prime, godono di una certa resilienza grazie alla distanza geografica o nel caso dell'America Latina alla maggiore interdipendenza dagli USA, meno colpiti rispetto all'Europa o ai paesi emergenti limitrofi. Preoccupano invece in modo indiscriminato le prospettive di crescita in Cina con l'intensificazione delle politiche zero-Covid. La sua importanza nelle catene di produzione globali aggiunge incertezza anche sul fronte inflazione. Tutti questi elementi confermano un outlook generalmente cauto e laddove possibile forte selezione all'interno dell'universo degli emergenti.

A

RAIFFEISSEN CAPITAL MANAGEMENT

Poiché il conflitto militare russo-ucraino continua a svolgersi esclusivamente a livello regionale, il sentiment per i mercati emergenti globali è migliorato. La maggior parte dei paesi dei mercati emergenti non sono direttamente interessati dal conflitto, ma stanno piuttosto approfittando dei prezzi più alti delle materie prime nel 2022.

Senza trascurare che la Cina dovrà attuare ulteriori stimoli per l'economia a causa della debolezza del mercato immobiliare e della nuova ondata di Omicron. L'aumento degli yield globali indebolirà l'outlook, ma la maggior parte dei rialzi della FED sono già stati prezzati.

Molte valute dei mercati emergenti sono sostenute da tassi reali elevati, da banche centrali proattive e da un miglioramen-

hanno già provocato venti contrari per i mercati emergenti. In effetti, il forte aumento dei tassi a lungo termine ha pesato sul debito emergente, nonostante le riprese economiche modeste. Inoltre, l'invasione russa dell'Ucraina ha innescato l'aumento dei prezzi delle materie prime agricole che hanno pesato su molte economie emergenti di Sud-Est asiatico, Medio Oriente e Africa. A questi ostacoli si sono poi aggiunti i rischi per la domanda cinese, causati dai lockdown decisi da Pechino per contenere le nuove ondate di contagi.

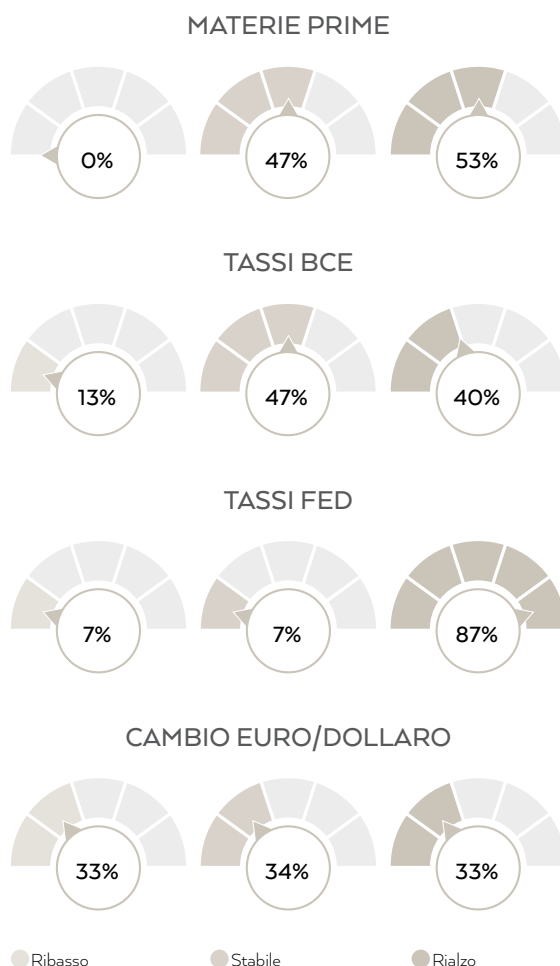
Anche se alcuni mercati emergenti forniscono opportunità interessanti per accedere al commercio legato alle materie prime, che ha beneficiato dell'invasione russa dell'Ucraina, riteniamo che un approccio settoriale globale nei settori dell'energia e dei materiali sia da preferire.

L'ATTUALE SITUAZIONE COMPLICA IL MIX CRESCITA-INFLAZIONE DEI PAESI IN VIA DI SVILUPPO. PREOCCUPANO LE POLITICHE ZERO-COVID DELLA CINA

to dei fondamentali dovuto ai prezzi più elevati delle materie prime. Le azioni emergenti hanno recuperato a marzo. In particolare, le parti dei mercati emergenti che utilizzano le materie prime, come il mercato brasiliano, sono ora addirittura chiaramente positive dall'inizio dell'anno. Ciò è supportato anche dalla crescita degli utili, che punta chiaramente al rialzo in America Latina. Tuttavia, la performance relativa dei mercati emergenti nel loro insieme rispetto ai mercati sviluppati sembra ancora poco incoraggiante. Qui, il trend negativo continua senza sosta. Il mercato azionario russo non è più rilevante per i mercati emergenti.

UBP

A inizio 2022 avevamo una posizione cauta sui mercati emergenti. L'invasione russa dell'Ucraina ci ha indotti ad un atteggiamento ancora più prudente su questa asset class. All'inizio dell'anno, l'atteso ciclo di stretta finanziaria da parte della FED e la cautela cinese nel portare l'economia interna in reflazione (scegliendo invece di concentrarsi sulle riforme interne)



Fonte: dati raccolti dalla redazione di ADVISOR. Società partecipanti: AcomeA SGR, Banca Generali, Columbia Threadneedle Investments, Consultinvest, Credit Suisse, Eurizon, Franklin Templeton, GAM Italia SGR, Mediobanca SGR, Pictet AM, Raiffeisen Capital Management, UBP.

Legenda: in ogni categoria (ad esempio Azionario Italia) viene rappresentata la media dei sentiment espressi delle società partecipanti divisa nelle tre previsioni (ribasso, stabile e rialzo)
Sondaggio chiuso il 26 aprile 2022