
Domande e risposte: mercati emergenti e coronavirus

Azioni dei mercati emergenti globali | Aprile 2020



Dara White
Global Head of Emerging
Market Equities

Qual è la posizione del team dei mercati emergenti (ME) riguardo all'attuale contesto?

Stiamo assistendo a un livello di volatilità nei mercati globali che non si registrava dal 2008, in quello che sembra un evento globale di liquidazione. I mercati emergenti non sono diversi. Non sorprende che le variazioni di prezzo non siano necessariamente suffragate da un motivo logico né rispecchiano i fondamentali a lungo termine di un'azienda.

Di questi tempi è essenziale tenere le matite ben affilate, avere fiducia nel nostro processo e concentrarci sul nostro obiettivo di prezzo. Quando registriamo una sottoperformance in un determinato giorno, non è necessariamente perché possediamo titoli di società inefficienti e, anche se c'è un certo stress nei mercati del credito, le aziende che ci piacciono non hanno chiuso né stanno chiudendo. A volte le persone vendono i titoli in loro possesso solo perché hanno bisogno di farlo.

In veste di investitori a lungo termine utilizziamo questa opportunità per investire in quelle aziende che abbiamo intenzione di tenerci per uno o due anni e oltre, che presentino valutazioni interessanti e che rappresentino un upgrade della qualità del portafoglio. Cerchiamo di separare le emozioni tra ciò che vediamo sugli schermi e che impressione abbiamo avuto quando abbiamo visitato per l'ultima volta quelle aziende: operiamo decisioni tornando sul livello del titolo!

Su cosa si concentra il team ME nei portafogli?

I prezzi sono in subbuglio: il portafoglio può arrivare fino a 100 punti base (rispetto all'indice MSCI Emerging Markets) un giorno e l'indomani scendere di 100 punti, spesso a seconda delle performance nei diversi fusi orari e dei luoghi in cui siamo sovrappesati. Pertanto, ci concentriamo sulle società in cui vogliamo investire a lungo termine. Guardando indietro da sei a 12 mesi a partire da oggi, potreste essere sorpresi dai livelli di prezzo a cui siete riusciti ad acquistare ottime società.

Possiamo commettere errori nel vendere singole azioni mentre ci orientiamo ad altri titoli, ma l'idea è quella di essere tattici e di aumentare la qualità del portafoglio man mano che le opportunità si presentano. Prendiamo atto del cambio di prospettive per alcune delle nostre aziende e mercati, ma non dobbiamo sentirci sopraffatti dalla paura che attanaglia il mercato.

Torniamo al livello aziendale e cerchiamo i componenti secolari a lungo termine, che sono abbastanza sani da poter uscire da questa situazione ben posizionati. Ci poniamo le seguenti domande: in che modo l'azienda è potenzialmente interessata da ciò che accade oggi? Come è messo il bilancio? Quanto è solido il flusso di cassa libero della società? Quale impatto ha sul suo vantaggio competitivo? Che impressione abbiamo avuto l'ultima volta che abbiamo visitato la società? Quali multipli saremmo disposti ora a pagare per l'azienda? Dobbiamo avere fiducia nel processo e avere il coraggio di concentrarci sull'investire in aziende con il potenziale di ottenere risultati migliori per i prossimi anni o oltre.

Mentre oggi le prime pagine dei giornali si concentrano sull'impatto del coronavirus, la volatilità nei mercati emergenti non è una novità. Alla fine dell'anno, i mercati hanno messo a segno un rally positivo, sulla scorta dell'accordo commerciale di "fase uno" tra Stati Uniti e Cina, momento in cui il nostro processo ci ha concesso di effettuare delle prese di profitto e, di fatto, di essere sottopesati in Cina, prima dello scoppio dell'epidemia. Lo stesso processo ci ha reso più vigili nel 2018, quando i mercati si erano orientati verso il segmento value, con preoccupazioni relative all'escalation delle tensioni tra Stati Uniti e Cina. Abbiamo aggiornato il portfolio e il posizionamento ci ha permesso di mettere a segno una sovraperformance nel 2019.

Quali sono le vostre principali allocazioni settoriali e geografiche?

Su base settoriale, le più grandi posizioni di sovrappeso sono attualmente i beni di consumo discrezionali, IT, servizi sanitari e di comunicazione. I nostri principali sovrappesi riguardano materiali, beni di consumo di base, finanziari ed energia. In termini di allocazione geografica, i principali sovrappesi sono in Brasile, Indonesia e India; la ponderazione del portafoglio in Cina/Hong Kong è pressoché neutrale rispetto all'indice MSCI Emerging Markets e le nostre maggiori posizioni di sottopeso sono Taiwan, Arabia Saudita e Malesia.

Come è andata la liquidità nelle ultime settimane?

La liquidità ha avuto una parte importante in questo scenario. Sia all'interno che all'esterno del portafoglio, abbiamo assistito al crollo di alcune azioni sulla scia di minime notizie e di piccoli cambiamenti dei fondamentali a lungo termine, palesando la necessità per i venditori di chiudere le loro posizioni. Abbiamo cercato di trarre vantaggio da queste dislocazioni e siamo stati molto fortunati ad aver visto pochissimi flussi tra la nostra clientela (alcuni nostri clienti hanno registrato lievi deflussi e alcuni piccoli afflussi), dunque non hanno dovuto partecipare a vendite obbligate.

Qual è il punto di vista del team ME sul coronavirus?

Innanzitutto, è terribile sapere di persone che soffrono e che perdono la vita. Via via che il virus si è diffuso e, alla luce di guidance sempre più stringenti attuate dai governi di tutto il mondo, è difficile prevedere l'esatto impatto economico, ma è chiaro che ci stiamo dirigendo verso una netta recessione, ma si spera di breve durata. Si tratta di uno scenario molto diverso rispetto a quello che ci dipingevano le aziende in portafoglio agli inizi dell'anno, quando molte di esse parlavano di una crescita economica più robusta e di un'economia globale in costante miglioramento.

Tuttavia, c'è una notizia incoraggiante, in particolare nei paesi in cui l'epidemia è scoppiata per prima, ovvero Cina e Corea, che sembrano essere riusciti a contenere il virus e in cui la vita sembra stare rientrando alla normalità. Anche in Italia, la vicenda più tragica finora, ci sono segnali di speranza per cui le misure di confinamento sembrano avere effetto; il numero di nuovi casi è in fase di stabilizzazione anche se solo da pochi giorni, per ora. Dopo una reazione molto tardiva, il governo degli Stati Uniti, a livello nazionale e locale, sta rispondendo all'emergenza. Siamo fiduciosi che il livello di panico e paura, e la successiva quarantena e

distanziamento sociale, determineranno l'appiattimento della curva, in modo da evitare la saturazione del sistema sanitario, come avvenuto invece in Italia.

Siamo testimoni di una poderosa risposta da parte delle banche centrali del mondo: la US Federal Reserve sostanzialmente ha annunciato un quantitative easing all'infinito, sta tagliando i tassi ai minimi di tutti i tempi e sta varando un enorme pacchetto di stimoli. Anche se la Cina si è mostrata più misurata dopo il taglio dei tassi a sorpresa decretato dalla Fed, ha già annunciato un'iniezione di 1,2 trilioni di yuan (173 miliardi di dollari) nei mercati e si è impegnata a utilizzare strumenti di politica monetaria per garantire che la liquidità rimanga elevata e che supporti le imprese colpite dal virus¹. Ora che la contrazione della domanda globale sarà un altro duro ostacolo per la Cina, ci aspettiamo anche un rilancio degli stimoli fiscali da parte del Paese. Ci auguriamo che tutto ciò significhi che il picco della volatilità, e che forse anche la depressione del mercato, sia acqua passata (anche se è probabile che si ripropongano nuovamente), a condizione che gli Stati Uniti siano in grado di appiattare la curva di propagazione del virus.

Chiaramente, i consumi e l'offerta subiranno delle conseguenze. Anche se i consumi ne usciranno duramente colpiti a breve termine, e una parte significativa andranno persi per sempre, il nostro punto di vista è che rientreranno nel trend entro sei-12 mesi. In termini di offerta, vi sono prove della carenza di componenti chiave e, come nel caso dei consumi, non si riusciranno a soddisfare tutte le richieste dei consumatori e una parte andrà persa per sempre. Inoltre, è probabile che le imprese riscontrino un periodo di rettifica degli utili in negativo. Tuttavia, se tutto ciò si rivelerà transitorio, il mercato passerà al vaglio eventuali mancati guadagni o guidance ridotte una volta che il contenimento sarà visibile.

Le previsioni meteorologiche e le banche centrali saranno entrambe cruciali nei prossimi mesi. Come per la stagione influenzale, le infezioni causate dai virus SARS e MERS proliferano nel clima caldo e i trend sul riscaldamento globale di aprile/maggio possono forse contribuire a limitare l'attuale diffusione del virus. Abbiamo anche fiducia nel settore privato e nel gran numero di cervelli che si stanno concentrando principalmente sulla ricerca di cure e, in ultima analisi, su un vaccino, che potrebbe essere di aiuto nelle successive ondate epidemiche del prossimo anno.

Le cose stanno migliorando in Asia rispetto ai mercati sviluppati?

Alcune parti dell'Asia stanno intravedendo dei barlumi di luce. In Cina, sempre più bar e fabbriche stanno riaprendo i battenti, senza nuovi casi locali di coronavirus (anche se ci sono casi importati)². La Corea ha affrontato la situazione adottando una strategia diversa, facendo tamponi a tappeto, persino aprendo delle stazioni in cui recarsi con la propria auto per effettuare direttamente lì il test (un modello che gli Stati Uniti stanno cercando di adottare). Di conseguenza, il paese ha gestito la rapida escalation di nuovi contagi, agendo rapidamente per isolare i malati, consentendo a società come Samsung di riaprire e operare a pieno regime. È interessante notare che a Taiwan, Singapore o Hong Kong non si sono verificati grossi focolai al di là dei casi importati. Anche se non possiamo affermare con certezza che le condizioni meteorologiche costituiscono un fattore chiave, la possibilità che il virus non circoli bene con il clima caldo e umido è incoraggiante.

Anche se alcune aree dei mercati emergenti sembrano essere in fase di recupero, altre forse sono solo agli inizi. I governi delle Filippine, dell'India e del Brasile stanno adottando adesso misure di confinamento e quarantena, molto simili a quelle che stiamo vedendo nella maggior parte delle nazioni del mondo occidentale. Tutti stanno cercando di imparare dagli errori italiani e di concentrarsi ad "appiattare la curva", adottando le misure necessarie almeno a rallentare la diffusione del virus, con la speranza che i loro sistemi sanitari non vengano sopraffatti.

L'impatto economico è già stato doloroso e continuerà a esserlo nel breve termine. Sebbene ci aspettiamo che la volatilità permanga, continuiamo a essere ottimisti sulle prospettive per i

¹ theguardian.com, "1.2tn yuan to be pumped into Chinese markets to fight coronavirus slump", 2 febbraio 2020

² Reuters, "China delays college entrance exam as fears grow over risk of coronavirus second wave," 31 marzo 2020

mercati emergenti e per la Cina, in particolare per le tendenze a lungo termine. A nostro avviso, pensiamo che tra 12 mesi ripenseremo ai livelli di prezzo odierni di alcune azioni e ci sentiremo sbalorditi.

Quali temi secolari a lungo termine stanno cambiando, o si stanno sviluppando, come risultato di questa crisi?

Spesso i periodi di volatilità estrema possono far sferzare un'accelerazione a tendenze già in atto. Da diversi anni assistiamo al crescente potere di acquisto dei consumatori del ceto medio, che ha un impatto enorme sulle economie dei mercati emergenti. Si tratta di un tema di grande attualità trasversale a molteplici settori, dai beni di consumo discrezionali ai servizi sanitari, finanziari e di comunicazione.

L'impennata dello shopping online, conseguenza dell'economia all'insegna del "resta a casa" favorisce società come Alibaba, Magazine Luiza e JD.com. A fronte di utenti nuovi, che hanno il potenziale di diventare clienti "devoti", che acquistano sulle loro piattaforme prodotti di vario tipo, dagli alimentari ai prodotti elettronici fino a ordinare pasti online per la prima volta, c'è il potenziale che questo auge non sia solo passeggero/collegato a crisi, ma che duri a lungo.

Il rovescio della medaglia è che il ritorno dei viaggi e del turismo è spostato più in là nel tempo, e ci vorranno ancora molti mesi prima di tornare alla normalità. I CEO delle compagnie aeree commerciali, delle catene alberghiere internazionali e dei grandi casinò non hanno altra scelta se non quella di prendere atto che i prossimi mesi saranno estremamente difficili. Le persone non torneranno immediatamente a viaggiare e saranno riluttanti a tornare in luoghi affollati.

Sul versante dei finanziari, le banche in Cina e Corea sono propense a fornire "servizi nazionali". Ad esempio, dal momento che le imprese faticano a contrastare l'impatto del coronavirus sulle loro attività, i governi potrebbero incoraggiare le banche a fornire liquidità per evitare potenziali problemi di disoccupazione di massa. I finanziari sono stati tra i segmenti più colpiti, in quanto le prospettive di crescita si sono rapidamente trasformate in previsioni di recessione. Alcuni di questi crolli sono stati giustificati e altri riteniamo siano delle opportunità per costruire posizioni in franchising di qualità a lungo termine. Lo notiamo anche nei mercati sviluppati, in cui i dirigenti bancari stanno facendo visita alla Casa Bianca per discutere di come possono aiutare le piccole imprese. Ciò che in questa crisi è diverso rispetto al 2008 è che la finanza fa parte della soluzione, non del problema. Non vediamo l'esigenza di grandi aumenti di capitale nei mercati emergenti né delle banche statunitensi su questo versante.

Come vi approcciate all'allocazione geografica alla luce dell'eterogeneità degli impatti del coronavirus?

Ciò che ricordiamo sempre ai nostri clienti è che quando investite nei nostri portafogli dei mercati emergenti acquistate aziende, non paesi o regimi politici. Più nello specifico, acquistate gli utili e i flussi di cassa di quelle aziende. La chiave è quindi esaminare gli effetti macroeconomici attraverso la lente dell'azienda, chiedersi in che modo le imprese sono colpite dal coronavirus. Detto questo, abbiamo utilizzato la volatilità per liquidare i nostri sottopesi nei paesi che sembrano aver superato il momento peggiore del virus, ovvero Cina e Corea.

Alibaba è la società di punta del nostro portafoglio nonché la più grande piattaforma di e-commerce in Cina. La società è passata dall'essere un negozio "che vendeva un po' di tutto" a essere un'impresa tecnologica basata sui dati, integrando più componenti aziendali come pubblicità, media, finanziari, logistica e servizi locali. Il tasso di crescita GMV (volume lordo del merchandising) di Alibaba è pari a quasi il 30%, su base annua, e la commissione che ha guadagnato dalla sua piattaforma è pari a circa il 4% (rispetto a quelle al 20% di Amazon o al 13% di eBay)³. La società ha un flusso di cassa libero di 15 miliardi di dollari e scambia con utili moltiplicati per 22 volte. L'investimento dell'azienda nel cloud, che attualmente trae vantaggio dall'elevato numero di persone che lavorano da casa, è la ciliegina sulla torta. Ha una quota di mercato del 60% e un tasso di fidelizzazione del 90%; tuttavia, i margini sono pari al -0,5% a fronte dell'enorme investimento effettuato nella piattaforma cloud. Quando inizierà a generare profitti (i margini di profitto erano pari al -20% un anno fa), giustificherà certamente una quotazione ancora più alta.

³Il Gruppo Alibaba ha generato 268,4 miliardi di RMB (38,4 miliardi di dollari USA) di GMV in occasione del Global Shopping Festival, tenutosi l'11 novembre 2019

Un'altra delle nostre principali partecipazioni è Tencent, una società in cui molti dei suoi mercati verticali stanno traendo vantaggio dai recenti avvenimenti. Tencent è una piattaforma online leader del settore con oltre un miliardo di utenti attivi ogni mese; è un'azienda di servizi Internet a 360 gradi, fra cui comunicazione, intrattenimento, socializzazione, shopping online, motore di ricerca e molto altro ancora. Avere monetizzato questa base di utenti è la chiave del suo successo. La pubblicità è stata debole negli ultimi tempi, ma quando tornerà a regime potrebbe essere ben posizionata per acquisire una maggiore quota di mercato, visto che le aziende pubblicitarie si concentrano sull'ecosistema di Tencent per ottenere il massimo rendimento dal loro budget pubblicitario. Data la varietà dei suoi mercati verticali e del suo ecosistema, possiamo solo immaginare la mole di conoscenze che Tencent possiede sui propri clienti, sia online che offline. Dopo tutto, il 50% di tutte le transazioni offline in Cina viene effettuato tramite i sistemi di pagamento Tencent o Alibaba con i codici QR.

Nel frattempo, aziende come Samsung, SK Hynix e TSMC sono beneficiari dei temi a lungo termine come il cloud e il 5G, e sono anch'esse ottime opportunità. Anche se vedremo certamente un ritardo nell'avvento del 5G, verrà comunque adottato. Siamo convinti che si tratti di società sane e innovative che non sono in pericolo di chiusura permanente. Pertanto, guardiamo alle valutazioni attuali con entusiasmo.

Ha un commento sulle valutazioni?

È difficile prevedere chi registrerà sovraperformance a breve termine. Le valutazioni dei mercati emergenti erano convincenti già all'inizio dell'anno. Allora abbiamo creduto che le azioni dei mercati emergenti dovessero scambiare a premio rispetto alle loro controparti dei mercati sviluppati, data la migliore composizione dell'universo di investimento, che privilegia nomi di qualità superiore. La classe di investimento offriva agli investitori un'opportunità interessante fatta di aziende solide, supportate dalle tendenze di crescita strutturale. Oggi sosterrremmo che l'enorme dislocazione nei singoli titoli costituisce un'argomentazione ancora più convincente per investire nei mercati emergenti nei mesi e negli anni a venire. Alla fine di questa settimana, le valutazioni erano a un soffio dal toccare i minimi registrati durante la crisi finanziaria globale. Le valutazioni probabilmente non saranno importanti fino a quando gli investitori non vedranno la luce in fondo al tunnel di questa pandemia, ma una volta che sarà così, l'importanza delle valutazioni sarà altissima.

Inoltre, la vulnerabilità finanziaria è crollata notevolmente nei mercati emergenti; non vi sono debolezze sistemiche come negli anni precedenti e la maggior parte dei paesi ha intrapreso un percorso di riforme autentiche. Tali riforme hanno il potenziale per essere rivoluzionarie e di riuscire a sbloccare il potenziale di crescita. In seguito alle elezioni nazionali degli ultimi 18-24 mesi, lo slancio riformistico potrebbe aumentare in paesi come India, Indonesia, Malesia e Filippine, spianando la strada a una maggiore stabilità macroeconomica e a un consolidamento della crescita strutturale.

Ci sono segnali che indicano che i mercati hanno già toccato il fondo?

Riuscire a dare delle tempistiche sui mercati è molto difficile. Forse hanno già toccato il fondo, ma è impossibile dirlo con certezza. Uno stratega globale che seguiamo ha sintetizzato bene la questione: Cercate cinque picchi: volatilità, forza del dollaro USA, spread di credito, capitolazione sui mercati e timori per il virus. E cercate due valori minimi, nel petrolio e nei tassi. Aggiungerei che l'indicatore principale dei timori legati al virus sta appiattendosi la curva, prima in Italia e poi in Germania e Spagna. Ciò infonderà fiducia ai mercati nel fatto che anche gli Stati Uniti ci riusciranno.

Nel frattempo, passiamo le giornate a parlare con i team di gestione delle nostre aziende, a comprendere gli impatti fondamentali di ciò che sta accadendo, a fare chiamate per comunicare il nostro lavoro di valutazione e a cercare di sfruttare la volatilità dei mercati a favore dei nostri portafogli e, in ultima analisi, dei nostri clienti.



Riservato esclusivamente ad investitori professionali e/o qualificati (da non destinarsi agli investitori retail).

Le performance conseguite in passato non costituiscono un'indicazione di analoghi rendimenti futuri. Il valore degli investimenti e il rendimento che ne deriva possono diminuire così come aumentare ed un investitore potrebbe non recuperare la somma investita. Il capitale è a rischio. Il presente materiale è realizzato a scopi puramente informativi e non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. Il riferimento a specifiche azioni o obbligazioni non deve essere considerato una sollecitazione all'acquisto. Le analisi riportate nel presente documento sono state effettuate da Columbia Threadneedle Investments ai fini delle proprie attività di gestione degli investimenti, potrebbero essere state utilizzate prima della pubblicazione ed essere state inserite nel presente documento per caso. Tutte le opinioni contenute nel presente documento sono valide alla data di pubblicazione, possono essere soggette a modifiche senza preavviso e non devono essere considerate una consulenza in materia d'investimento. Le informazioni provenienti da fonti esterne sono considerate attendibili ma non esiste alcuna garanzia in merito alla loro precisione o completezza. Il presente materiale include riflessioni su eventi futuri, tra cui previsioni di condizioni economiche e finanziarie a venire. Né Columbia Threadneedle Investments, né tanto meno alcuno dei suoi amministratori, dirigenti o dipendenti rilascia alcuna garanzia, dichiarazione o qualsivoglia altra assicurazione circa l'accuratezza di tali previsioni. Pubblicato da Threadneedle Asset Management Limited ("TAML"). Registrata in Inghilterra e Galles, numero di iscrizione 573204. Cannon Place, 78 Cannon Street, Londra EC4N 6AG, Regno Unito. Autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority. Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle.