

# CREDERE ANCORA NEGLI EMERGENTI

Anche se è difficile che possano ripetere nel 2006 il +41% dell'anno scorso, questi mercati sono in grado di far guadagnare più delle principali Borse mondiali. Ma è meglio non incrementare troppo l'investimento

## Focus

■ Dopo un rialzo lunghissimo, con un vero exploit nel 2005, che cosa ci si può ancora aspettare dai mercati azionari dei Paesi emergenti?

■ Il consiglio per quest'anno è di non aumentare troppo la quota investita: può andar bene un 10-15% del totale dei propri investimenti azionari

■ Sono da preferire l'America Latina e l'Asia. Non più invece l'Europa dell'Est, dopo i forti rialzi, con due eccezioni: Turchia e Russia

■ di Fabio Sansone

L'Azionario Paesi emergenti è stata la classe di investimento azionaria geografica più remunerativa dal varo della moneta unica europea a oggi: 10 mila euro investiti il primo gennaio '99 sono diventati 19.907 al 31 dicembre 2005. Anche lo scorso anno l'investimento in questi fondi si è rivelato molto redditizio assicurando una rivalutazione media del 41,07%. Tuttavia, dopo

un così lungo rialzo, è più che lecito chiedersi se sia ancora il caso di puntare su questi mercati.

Investire lo ha chiesto a tre tra i più brillanti gestori specializzati ricavandone preziose informazioni. A cominciare dal suggerimento di mantenere un peso neutrale o un lieve sovrappeso su questi fondi: tradotto in percentuali, significa un'esposizione compresa tra il 10% e il 15% del totale dei propri investimenti azionari. Da preferire, sempre secondo gli esperti, le aree emergenti dell'America Latina (in particolare Brasile e Messico) e Asia mentre in Europa le uniche scommesse riguardano la Turchia e la Russia. Preferiti i settori finanziario e telefonia mobile anche se i gestori si sforzano di sottolineare che la differenza la farà la selezione dei titoli. I pericoli? Un indebolimento del dollaro americano, un rallentamento delle economie Usa e cinese, un rialzo dei tassi di interesse dei Paesi più sviluppati e eventuali ostacoli sul processo di integrazione dell'area euro. Sul versante dei fattori favorevoli, invece, livelli d'inflazione contenuti nei principali Paesi per una riduzione del prezzo del petrolio e la



**Mattia Nocera**  
BELGRAVE  
CAPITAL MANAGEMENT  
AMMINISTRATORE DELEGATO



**Maria Gordon**  
GOLDMAN SACHS  
GESTORE DEL FONDO GLOBAL  
EMERGING MARKETS



**Massimiliano Pagani**  
BNL GESTIONI SGR  
RESPONSABILE EQUITY  
E PAESI EMERGENTI

conferma di una ripresa economica in Europa e in Giappone potrebbero permettere a molte società di continuare un ciclo di espansione di utili sostenuto sia negli Stati Uniti che in molti altri paesi. Uno scenario favorevole alle Borse dei Paesi emergenti dando la possibilità di un ulteriore guadagno nell'anno del 20-30%. Così come una correzione dei mercati indotta da fattori fisiologici e comunque tali da non generare grandi cambiamenti nel quadro di sviluppo generale di questi Paesi potrebbe offrire l'opportunità di aumentare la quota investita.

VEDIAMO ORA, NEL DETTAGLIO, LE RICETTE 2006 DEI GESTORI.

**1** Per il 2006 il vostro consiglio è quello di sovrappesare, sottopesare o mantenere a peso neutrale l'esposizione nell'azionario Paesi emergenti? E per quali ragioni?

#### Mattia Nocera

BELGRAVE CAPITAL MANAGEMENT

«Riteniamo che dopo tre anni di risultati eccellenti ottenuti sui mercati emergenti (l'indice MSCI Emerging Markets index si è rivalutato di oltre il 160%, ndr) sia giunto il momento di riportare l'esposizione di portafoglio su un livello neutrale. Le valutazioni rimangono sempre inferiori a quelle esistenti sui mercati maggiori e da un punto di vista bottom up (selezione dei singoli titoli a prescindere dal settore e dalla Borsa in cui è quotato) si continuano a trovare azioni con molto potenziale di apprezzamento, ma il differenziale non è più forte come in passato. Un possibile rallentamento dei consumi negli Stati Uniti potrebbe inoltre non essere compensato dalla ripresa in Giappone ed in Europa e di riflesso limitare la crescita particolarmente nei Paesi asiatici. Non da ultimo bisogna tenere presente che i mercati emergenti hanno beneficiato di ingenti flussi di investimento da parte di investitori internazionali e una pausa a favore di altri mercati più vicini a casa potrebbe limitarne la performance per il 2006».

## I migliori fondi azionari Paesi emergenti

NOME DEL COMPARTO	SOCIETÀ DI GESTIONE	RENDIMENTO A 3 ANNI
BNL GLOBAL EMERGING MARKETS B	BNL GLOBAL FUNDS PLC	159,36%
GOLDMAN SACHS GLOBAL EM. MKTS EQ.PORTFOLIO A	GOLDMAN SACHS AM	150,87%
PTF EMERG.MARKET P	PICTET FUND	144,16%
FRIC EMERGING MARKETS EQUITY A	FRANK RUSSELL INVEST. LIMITED	143,18%
NORD EST FUND AZIONARIO PAESI EMERGENTI	NORD EST FUND	140,79%
PTF EMERG.MARKETS R	PICTET FUND	140,60%
SARASIN EMERINGSAR	SARASIN INVEST.FONDS SICAV	140,37%
JPMF EMERGING MARKETS EQUITY FUND A	JP MORGAN AM	137,35%
VITRUVIUS EMERGING MARKETS EQUITY B	VITRUVIUS SICAV	136,55%
BPER EQUITY EMERGING MARKETS	BPER INTERNATIONAL SICAV	131,49%
WESTLB GLOBAL EMERGING MARKETS	WESTAM COMPASS FUND	131,47%
GARTMORE EMERGING MARKETS B	GARTMORE SICAV FUNDS	130,55%
CA EMERGING MARKET CS	CREDIT AGRICOLE AM	129,58%
ETRURIA EMERGING MARKETS	ETRURIA FUNDS	128,66%
VONTOBEL EMERGING MARKETS EQUITY A2	VONTOBEL FUND	128,19%
FIDELITY F. EMERGING MARKETS	FIDELITY FUNDS	127,41%
PIONEER EMERGING MARKETS E	PIONEER ASSET MANAG.S.A.	125,52%
ROBECO EMERGING MKTS EQUITIES M	ROBECO GROUP	124,67%
MERRILL LYNCH EMERGING MARKETS A	M.LYNCH INVESTMENT MANAGERS	118,66%
SCHRODER EMERGING MARKETS A	SCHRODERS	118,15%

Nella tabella, in graduatoria secondo il rendimento a tre anni, i migliori fondi specializzati nei mercati azionari del Paesi emergenti.

#### Maria Gordon

GOLDMAN SACHS

«Negli ultimi anni abbiamo assistito ad ottimi rendimenti sui mercati azionari emergenti e crediamo che ci potrebbe essere un rallentamento in termini assoluti nel futuro, ma in termini relativi ci aspettiamo comunque una sovraperformance rispetto ai mercati tradizionali che suggerisce un lieve sovrappeso. Crediamo che i mercati azionari dei Paesi emergenti rifletteranno una crescita degli utili prevista tra il 7-10% ed un rendimento dei dividendi del 3%. In generale, i bilanci di questi Paesi si trovano in un migliore stato salute rispetto al passato ed hanno una minore dipendenza dalle decisioni della Federal Reserve, la banca centrale americana. Questo tipo di tendenze hanno portato alla nascita di importanti cicli economici domestici. Questo significa che la crescita nei mercati emergenti sarà molto differente a seconda del paese e del settore preso in considerazione».

## Da sapere

■ **Bottom up**  
Letteralmente "dal basso verso l'alto". La strategia di gestione in base alla quale si costruisce il portafoglio finanziario partendo dal singole realtà industriali concentrandosi sulla qualità del management, sulla validità dei prodotti e servizi offerti dalla società, sulla competitività e sulla capacità di riuscire a crescere in modo indipendente (o quasi) dall'andamento del ciclo economico o del settore di appartenenza.

### I primi 10 titoli in tre fondi Emergenti

#### Goldman Sachs global emerging markets equity portfolio

TITOLO	PESO %
SAMSUNG ELECTRONICS	6,9
PETROLEO BRASILEIRO	3,8
LUKOIL	3,6
KOOKMIN BANK	3,2
TAIWAN SEMICONDUCTOR	3,0
AMERICA MOVIL	2,7
BANKS OTP	2,7
CAEMI MINERACAO E METALURGICA	2,4
HYUNDAI MOTOR	2,1
MOBEILE TELESYSTEMS TELECOM S.	2,0

#### BNL global emerging markets B

TITOLO	PESO %
SAMSUNG ELECTRONICS	3,4
CAEMI MINERACAO E METALURGICA	2,5
KOOKMIN BANK	2,1
PETROLEO BRASILEIRO	2,1
TELELOMUNIK INDOSTATE	1,9
BANK INDIA AK BANK	1,8
TAIWAN SEMICONDUCTOR	1,8
N HON HAI PRECISION	1,7

#### Vitruvius emerging markets equity B

TITOLO	PESO %
LG CORP	3,3
PETROLEO BRASILEIRO	3,1
PERUSHAAN GAS NEGARA PT	2,8
HANWHA CORPORATION	2,6
BHARTI TELEVENTURES	2,4
SK CORPORATION	2,2
ITAUSA-INVESTIMENTOS ITAU- PR	2,1
CIA VALE DO RIO DOCE ADR	1,9
HANA FINANCIAL GROUP	1,7
TELE NORTE LESTE PAT ADR	1,6

**L'elenco dei primi 10 titoli, con il relativo peso percentuale, nei portafogli di tre fondi globali Paesi emergenti.**

#### Massimiliano Pagani

BNL GESTIONI

«La nostra opinione è quella di mantenere, nel complesso, un'esposizione neutrale al comparto dei Paesi emergenti dal momento che, come specificato in seguito, nei mercati emergenti sono presenti aree geografiche molto disomogenee tra loro che potrebbero, nel corso dell'anno, avere andamenti e rendimenti diversi».

**2** Più in particolare, posta a 100 la componente azionaria di portafoglio, quale dovrebbe essere a vostro avviso la quota da destinare a questa classe di investimento per il 2006?

#### Mattia Nocera

«Ritengo che un'esposizione compresa tra il 10-15% dovrebbe essere corretta valutando le aspettative di ritorni più contenuti e a fronte di un rischio di perdita potenziale maggiore. Storicamente eravamo arrivati fino al 20-25%».

#### Massimiliano Pagani

«Il nostro suggerimento, per un portafoglio azionario diversificato è di attribuire alle azioni dei Paesi emergenti una quota compresa tra il 10 ed il 15%».

**3** Quali delle aree emergenti è favorita per il 2006 e quali, invece, potrebbero soffrire o rendere meno?

#### Mattia Nocera

«Ritengo che l'area asiatica rimanga sempre quella che offre maggiori possibilità, beneficiando sia della forte crescita cinese che del risveglio giapponese. Inoltre paesi come la Corea del Sud iniziano ad avere una crescita importante sulla base di consumo interno che permette una riduzione della dipendenza dalle economie più forti. L'India rimane un mercato interessante data la sua dimensione e i tassi di crescita, ma le valutazioni sono anche qui salite molto. Bisogna dunque essere più selettivi nella scelta dei titoli e riteniamo che rimangano solamente un paio di settori dove le aspettative di

crescita possono sostenere le attuali valutazioni societarie: banche e comunicazioni. In Medio Oriente la situazione politica israeliana ha creato nuove incertezze, mentre la Russia continua a rimanere legata principalmente al prezzo delle materie prime energetiche, petrolio e gas, fatto che rende difficile la valutazione di un mercato azionario nel medio termine. Per quanto riguarda l'America Latina, rimaniamo positivi su Messico e Brasile nonostante il ciclo elettorale che comporta un aumento marginale di rischio sul campo economico. In aggiunta il Messico potrebbe risentire di un rallentamento della crescita Usa mentre il Brasile continua ad essere abbastanza dipendente dai prezzi delle materie prime, che per ora rimangono alti.

#### Maria Gordon

«Secondo noi, attualmente, Turchia, Messico e Brasile offrono delle interessanti opportunità d'investimento grazie all'alto livello dei tassi d'interesse reali e alla politica economica delle banche centrali che dovrebbe portare ad un abbassamento dei tassi d'interesse che non si è ancora riflettuto nelle valutazioni dei mercati azionari. Mentre l'economia russa e quella messicana dovrebbero continuare a beneficiare dell'immenso trasferimento di ricchezza che sta avvenendo dalle nazioni consumatrici di petrolio a quelle produttrici. In generale, crediamo che il fattore nazione sia sempre meno influente sul rendimento finale, mentre la selezione dei singoli titoli rimanga la principale e più importante fonte di creazione di valore aggiunto».

#### Massimiliano Pagani

«L'area secondo noi favorita nel 2006 è ancora l'America Latina dove i tassi dovrebbero continuare a scendere, soprattutto in Brasile, per via del costante miglioramento delle finanze pubbliche e la crescita stabile degli investimenti in conto capitale. Il Messico con la sua stabilità politica ed economica unita agli elevati rendimenti sui titoli azionari continuerà ad essere il mercato più stabile dell'area, men-

## Da sapere

tre rimarranno più difficili le condizioni economiche di Argentina e Cile. L'area probabilmente più a rischio è l'Europa emergente, soprattutto i tre Paesi principali dell'area: Polonia e soprattutto Ungheria e Repubblica Ceca, che negli ultimi tre anni hanno realizzato performance eccezionali in uno scenario economico estremamente favorevole. Al contrario il mercato turco, dove i tassi di interesse elevati garantiscono maggiore protezione da attacchi speculativi sulla divisa ed alcuni candidati all'ingresso in Europa nel 2007 quali Romania e Bulgaria, potrebbero attrarre i flussi in cerca di temi orientati alla crescita».

**4** Quali potrebbero essere gli eventi particolarmente sensibili in senso negativo? E cosa dovrebbe fare l'investitore in questo caso?

### Mattia Nocera

«Un indebolimento del dollaro potrebbe contribuire a una correzione dei mercati azionari in vari Paesi emergenti anche se questo movimento potrebbe essere compensato da un guadagno sui cambi. Un rallentamento marcato della crescita economica Usa o cinese potrebbe creare difficoltà in vari paesi asiatici che rimangono strettamente legati ad un ciclo di domanda esterna».

### Massimiliano Pagani

«L'andamento di tassi di interesse nei Paesi sviluppati, e in particolare un possibile prolungamento della stretta monetaria anche nella seconda metà dell'anno. In questo caso il possibile rimedio sarebbe lo spostamento verso quei Paesi dove i tassi di interesse sono ancora relativamente elevati ed in grado di fornire maggiore protezione soprattutto sulle valute locali.

Altro elemento di possibile rischio potrebbe essere il rallentamento nel processo di integrazione all'area euro di Romania e Bulgaria che potrebbe danneggiare i mercati emergenti dell'area, in questo caso meglio spostare l'investimento verso Asia e America Latina».

**5** Quali infine gli eventi positivi che potrebbero verificarsi nel corso del 2006 a favore di un investimento in emerging markets equity? E cosa dovrebbe fare l'investitore in questo caso?

### Mattia Nocera

«Un rallentamento contenuto dell'economia americana con tassi di interesse stabili; i livelli di inflazione contenuti nei principali Paesi per una riduzione del prezzo del petrolio; la conferma di una ripresa economica in Europa e in Giappone potrebbero permettere a molte società di continuare un ciclo di espansione di utili sostenuto sia negli Stati Uniti che in molti altri Paesi. Questo comporterebbe un'ulteriore riduzione dello sconto di valutazione associato alle Borse dei Paesi emergenti dando la possibilità di un ulteriore guadagno nell'anno del 20-30%. In questo scenario un aumento della quota al momento opportuno sarebbe ideale. Anche un ribasso dei mercati indotto da fattori esterni potrebbe offrire l'opportunità di aumentare l'investimento a patto che non ci siano grandi cambiamenti nel quadro di sviluppo di questi Paesi».

### Maria Gordon

«Il nostro processo d'investimento dal basso verso l'alto, e quindi con un focus sulla selezione dei singoli titoli, ci porta a favorire settori ed industrie che abbiano la potenzialità di crescere indipendentemente dai cicli macroeconomici del Paese in cui operano. Attualmente il nostro maggiore sovrappeso è nel settore finanziario, dove vediamo un'espansione del settore creditizio visto il lungo periodo di bassa inflazione in molti mercati emergenti, specialmente in America Latina ed Europa dell'Est. Siamo positivi anche sul settore comunicazione senza fili».

### Massimiliano Pagani

«L'elemento positivo potrebbe essere un allentamento prematuro della politica di rialzo dei tassi della Fed già alla fine del primo trimestre dell'anno, che ridarebbe nuova liquidità disponibile ad essere investita nell'area emergente».

### Asset class

Classe di attivo finanziario. Quelle tradizionali sono: azioni, obbligazioni e liquidità. Tra le altre classi di attivo finanziario figurano invece gli investimenti alternativi (hedge funds, investimenti immobiliari ecc.), i prodotti strutturati e i derivati (future, covered warrant, certificati finanziari, obbligazioni indicizzate ecc.) e le forme di previdenza integrativa (fondi pensione, polizze vita, unit linked, index linked ecc.).

### Spread

Differenziale. Viene considerato in molti casi in finanza tra i quali spread denaro lettera (differenza tra prezzo di acquisto e di vendita di un titolo), e spread di rendimento (differenziale di rendimento offerto tra un titolo obbligazionario, per esempio un corporate bond, e un altro di riferimento, di solito il titolo governativo della stessa valuta e scadenza).

### Macro economico

Tutto ciò che riguarda gli aspetti dell'economia, come reddito, risparmio e investimenti, considerati ed esaminati a livello globale. Al contrario di microeconomico che si riferisce alle realtà economiche locali o di singole aziende.