

# WEEKLY UPDATE

8 gennaio 2024



## DAL SUD AMERICA ALL'ASIA, MERCATI EMERGENTI IN CERCA DI RISCOSSA

È noto che le economie emergenti esprimano un forte potenziale, particolarmente tangibile in termini di popolazione giovane e in aumento e di ricchezza di materie prime, con conseguente decisivo impatto sulla crescita globale, soprattutto in Asia e, in particolare, in Cina, come da evidenze storiche riferibili al PIL dell'ultimo decennio; ciò detto, tuttavia, pur in un contesto di forti aspettative, sovente i mercati hanno disatteso le stime degli analisti e non è un mistero che, dal 2008, l'indice Msci Emerging Markets (largamente sovrappeso sulla componente asiatica) abbia decisamente sottoperformato rispetto all'omologo benchmark Msci Acwi, rappresentativo dell'indice globale per i mercati azionari.

Negli ultimi tempi l'*underperformance* è stata intuitivamente messa in relazione con le tensioni geopolitiche e gli eventi bellici ma, a livello di consenso, vi è pressoché unanime convergenza sul fatto che, più specificatamente, le principali ragioni siano ascrivibili alla redditività delle società: non a caso, nell'arco degli ultimi dieci anni la crescita media degli utili delle società quotate nei mercati emergenti è stata negativa dello 0.4%, numero che si confronta con un +7% per le società americane riferibili all'S&P 500.

In altri termini, l'espansione economica non si è tradotta in un incremento degli utili delle società quotate, che anzi sono rimasti al palo; la *governance*, dunque, ha giocato un ruolo di primo piano e, in effetti, copiosi aumenti di capitale tramite l'emissione di nuove azioni nella maggior parte dei casi hanno comportato una diluizione per gli azionisti senza apportare loro benefici: in sostanza, mediamente le

DOCUMENTO A CURA  
DEL TEAM GESTIONE  
PRODOTTI AZIONARI,  
OBBLIGAZIONARI E  
SOLUZIONI DI  
INVESTIMENTO di  
Fideuram Asset  
Management SGR



FIDEURAM  
INTESA SANPAOLO  
PRIVATE BANKING  
Asset Management

società quotate dei mercati emergenti hanno incrementato il numero di azioni del 6% l'anno nell'ultimo decennio e la Cina addirittura del 10%, con utili per azione diluiti di pari passo e scarsa attenzione agli interessi degli azionisti (in ottica comparativa, basti pensare che l'emissione di nuove azioni è stata solo dello 0.6% l'anno in Europa e addirittura negativa negli Stati Uniti, dove risulta più diffuso e apprezzato il riacquisto di azioni proprie per aumentare la remunerazione degli azionisti).

Al di là delle citate argomentazioni, comunque, il potenziale di crescita dei mercati emergenti è decisamente importante e, sovente, tende a coincidere con l'avvio di fasi tumultuose e di forti cambiamenti a livello politico, laddove le speranze di cittadini e investitori tendono a convergere in ragione di forti aspettative che possano tradursi in innovazioni di carattere strutturale di lungo periodo e non più solo di natura contingente: è il caso, ad esempio, del Sud America che, proprio nella seconda parte del 2023, è stato palcoscenico di una intensa fase movimentista che ha interessato diversi Paesi dell'area (che peraltro è stata premiata dalle Borse dell'America latina con una performance decisamente brillante pari a +12% su base annua).

In Ecuador Daniel Noboa ha inaspettatamente vinto la tornata presidenziale anticipata mostrandosi come personalità *“fuori dall'establishment”* e assicurando di voler rafforzare il modello di libero mercato esistente nel Paese, mentre il Guatemala, affidandosi a Bernardo Areval, ha sorprendentemente svoltato dopo 12 anni di governo a guida conservatrice; il Venezuela, a sua volta, con la temporanea abolizione delle sanzioni prova a dare un pò di ossigeno all'economia e a chi vi fa affari (Chevron, Repsol e Eni hanno contratti di estrazione già pronti, anche perché gas petrolio venezuelani fanno parecchio comodo in un contesto geopolitico dominato dall'incertezza su scala globale) mentre, come ovvio, vi è molta curiosità per le recenti elezioni in Argentina che hanno registrato il trionfo dell'outsider Javier Milei *“in un Paese che è stato governato dal peronismo per 46 anni”*.

In effetti, proprio in Argentina si concentrano forti aspettative di rinascita, da parte della comunità finanziaria anche se, come noto, il 13 dicembre scorso la moneta nazionale (peso) è stata svalutata del 50% (da 400 a 800 pesos per un dollaro) e i rapporti con il Fondo Monetario Internazionale sono tutt'altro che idilliaci, per quanto il neo eletto presidente si sia affrettato ad esternare al mondo intero un audace piano di politica economica basato su tagli delle tasse e privatizzazioni: senonché, l'idea di *“dollarizzare”* la valuta nazionale è stata immediatamente bollata come quantomeno *“bizzarra”* dagli economisti, in ragione del fatto che tale opzione può essere perseguita da Paesi che godono di fiducia e *“credibilità finanziaria”* (tipo Ecuador e Panama), ma non certo da Stati-sovrano che hanno, in primis, il problema di costituire riserve valutarie idonee a supportare il sistema bancario.

In ogni caso, pur con tutte le dovute cautele che necessariamente implica un approccio ai mercati emergenti, *“nel medio-lungo termine rimangono opportunità per gli investitori in società di qualità e growth che beneficiano di tendenze strutturali e che presentano fondamentali*



*solidi e un basso indebitamento, in quanto saranno in grado di affrontare meglio le sfide di un ambiente volatile, verosimilmente caratterizzato da bassa crescita*"; in altri termini, è opinione diffusa presso gli analisti che un nuovo ciclo di utili societari prenda slancio già da inizio 2024, in quanto *"i Paesi emergenti hanno registrato, in media, un'inflazione più bassa rispetto ai Paesi dei mercati sviluppati e ora stiamo assistendo all'inizio di cicli di riduzione dei tassi che favoriscono la crescita, ben prima rispetto alle economie occidentali: in America latina, poi, riteniamo che le banche centrali continueranno a perseguire una costante riduzione dei tassi dato che quelli reali sono molto elevati"* (e certamente le elezioni presidenziali in Messico e locali in Brasile attese nel 2024 contribuiranno ad alimentare le aspettative della comunità finanziaria internazionale sull'area, anche alla luce del calo del dollaro, dai primi di novembre dello scorso anno, che contribuisce non poco alla fortuna delle materie prime).

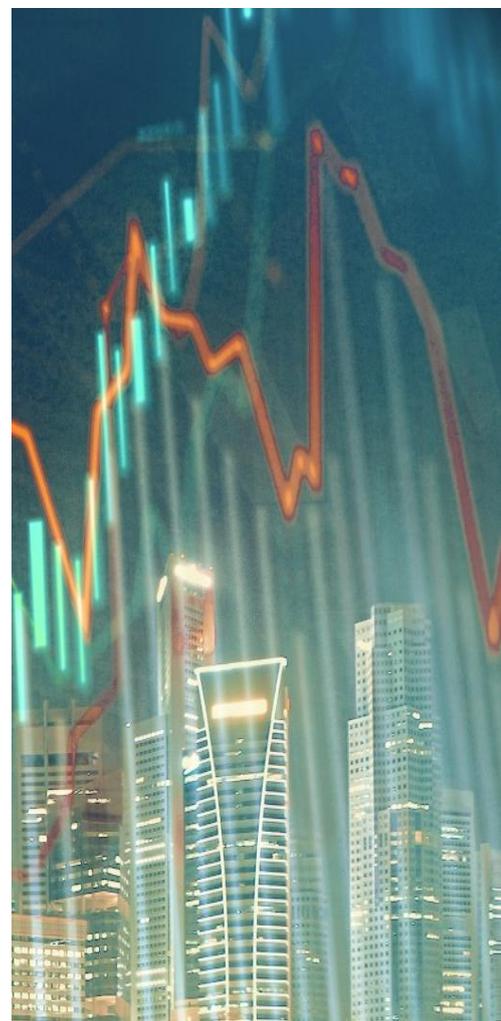
Ovviamente, né poteva essere altrimenti, le primarie case di investimento focalizzano l'attenzione sull'universo emergente con enfasi specifica al versante asiatico e con riguardo particolare a Cina e India (dove si voterà nel corso dell'anno, così come in Indonesia, particolarmente appetita per gli investimenti in infrastrutture e, soprattutto, a Taiwan dove le elezioni presidenziali del 13 gennaio sono particolarmente attese e monitorate anche dalla Casa Bianca).

I mercati hanno riservato poche soddisfazioni alla Terra del Dragone nel corso del 2023 e al momento gli osservatori notano che *"in Cina rallenta la crescita interna, non la domanda esterna. La vera novità rispetto al passato è che in Cina sta cambiando il modello di crescita economica, con ridimensionamento dell'immobiliare e incremento di veicoli elettrici e super computer"*: sarà sufficiente a ripristinare la fiducia degli investitori?

Per non dire dell'India, invece, che ormai sta inanellando un record dietro l'altro, dopo aver superato la Cina in qualità di nazione più popolosa al mondo; i numeri, del resto, parlano da soli: il PIL del terzo trimestre è cresciuto del 7.6% rispetto all'analogo periodo del 2022 e il valore del mercato azionario indiano, proprio ai primi di dicembre dello scorso anno, ha superato per la prima volta i 4000 miliardi di dollari, posizionandosi al quinto posto per capitalizzazione (dopo USA, Cina, Giappone e Hong Kong).

L'India, in sostanza, si sta rapidamente trasformando in un potente hub di investimenti: il settore digitale in espansione, combinato con un solido mercato azionario, sta catalizzando l'attenzione della comunità internazionale e c'è già chi scommette che *"i mercati premieranno la crescita economica, con l'indice Nifty potenzialmente in corsa verso il traguardo di 100.000 (dagli attuali 21000) in poco più di un decennio, offrendo una miriade di opportunità"*: insomma, le premesse per crescere ci sono tutte anche perché, come recita un noto proverbio indiano, *"se segui il fiume, arriverai al mare"*.

In ultima istanza, quindi, non stupisce che un recente sondaggio presso gli investitori istituzionali segnali più ottimismo per le prospettive dei mercati emergenti, soprattutto in ragione del fatto che lo scenario base fortemente condiviso si traduce in una congiuntura



economica attesa improntata ad un tendenziale rallentamento e non certo ad una contrazione.

## L'ANDAMENTO DEI MERCATI

*“Fare previsioni è difficile, soprattutto sul futuro”*: così ammoniva Niels Bohr, premio Nobel per la fisica nel 1922, e un secolo dopo tale massima è sempre più vera e attuale, soprattutto quando l'oggetto di analisi si identifica con i mercati finanziari.

In tale ottica, secondo il comune consenso, il 2024 delle Borse dovrebbe dipendere da almeno tre fattori macroeconomici: quanto rallenterà (eventualmente) l'economia globale, quanto calerà l'inflazione e quanto le forbici delle banche centrali saranno incisive nel tagliare i tassi; per non dire, ovviamente, dell'impatto delle elezioni degli Stati Uniti a novembre e del decorso degli eventi geopolitici legati al conflitto russo-ucraino e alla crisi Israelo-palestinese (Hamas).

In quest'ultimo caso, peraltro, può essere di conforto una recente analisi storica (a cura di Blackrock) sulle reazioni dei prezzi di diversi asset a 68 eventi geopolitici a partire dal 1962: come si dimostra, la risposta media del mercato a shock geopolitici inaspettati è stata piuttosto modesta e, in ogni caso, di breve durata per i listini azionari e obbligazionari, ragion per cui almeno una parte delle statistiche esplicita aspettative improntate ad un moderato ottimismo.

Per quanto riguarda la giornata inaugurale del nuovo anno, l'esordio dei listini occidentali non è stato particolarmente brillante, in quanto alla fase illusoria iniziale ha fatto seguito un trend borsistico improntato alla cautela a seguito del passo falso di Apple (società a maggior capitalizzazione al mondo), frenata da un report (a cura di Barclays) dal quale si evince una prospettiva di indebolimento della domanda per l'ultimo modello di Iphone, *“così come una mancanza di ripresa nei Mac, negli Ipad e nei dispositivi indossabili”*; di conseguenza, come facilmente intuibile, le vicende della società di Cupertino sono state immediatamente interpretate come una spia del nervosismo degli operatori, peraltro comprensibile dopo due mesi e mezzo di rally quasi ininterrotto delle principali classi di investimento a rischio: e, in effetti, qualche riflesso si è traslato pure sui rendimenti dei titoli di Stato, impennatisi ad ogni latitudine con il decennale USA tornato a sfiorare il 4% proprio martedì 2 gennaio.

La dinamica dei tassi, peraltro è tuttora oggetto di grandi dispute poiché, per quanto le banche centrali si dichiarino fiduciose circa la convergenza dell'inflazione verso il target desiderato e la conseguente riduzione dei tassi nella seconda metà del 2024, alcuni analisti prevedono che *“i tassi ufficiali si attesteranno su un livello più alto rispetto al periodo successivo alla crisi finanziaria globale e a quella pandemica. Il contesto di tassi più alti non durerà mesi ma anni e si tratta di un cambiamento strutturale che perdurerà oltre il prossimo ciclo economico”*.



Peraltro, a corroborare a questa tesi, sono intervenuti anche i recenti dati di inizio dicembre sull'inflazione brasiliana che, con grande sorpresa, è salita di 40 punti base a livello mensile (interessando vari comparti, dai trasporti ai generi alimentari) alimentando qualche preoccupazione presso gli investitori statunitensi che la spirale inflazionistica non sia ancora del tutto domata ma, anzi, possa ripresentarsi nelle sembianze poco gradite di alcuni mesi fa, al di là dei consueti discorsi circostanziali dei banchieri centrali. In effetti, secondo quanto emerso dai verbali della FED, nonostante il calo dell'indice Pce (il preferito dalla FED) al 2.6% su base annua, *"l'inflazione resta ancora sopra il target, anche se i rischi al rialzo sono diminuiti; la politica monetaria resterà restrittiva per diverso tempo in quanto c'è un elevato grado di incertezza"* e, per quanto le dot-plot abbiano rilevato possibili tagli nel 2024, l'intervento di Barkin (FED di Richmond) nei giorni scorsi ha teso a sottolineare che *"è probabile l'ipotesi di un atterraggio morbido dell'economia, ma il rialzo dei tassi resta ancora una possibilità"*.

Stessa musica, pur con differenti direttori d'orchestra, percepita nel Vecchio Continente, dove gli ultimi dati sul PMI hanno certificato un'attività economica sotto la soglia 50 per il settimo mese di fila, pure in un contesto in cui De Cos ha ribadito che *"è prematuro parlare di tagli dei tassi"* e Wunsch ha rincarato la dose chiarendo che *"è ancora possibile un ulteriore aumento dei tassi"*: anche perché, come segnalato da S&P Global in un recente report sull'Eurozona, *"l'inflazione continua a dare segnali contrastanti: calano i prezzi degli input ma accelerano in media quelli di vendita, mentre aumentano (a un ritmo non visto da luglio) quelli dei servizi a fronte di un forte rallentamento del calo nei prodotti manifatturieri"*.

Del resto, il presidente della Bundesbank (Nagel) ha messo in guardia esplicitamente i mercati contro la previsione di tagli imminenti, anche perché la divergenza tra le attese di mercato e la prudenza della BCE si spiega con una valutazione molto diversa su inflazione ed economia: Francoforte vede ancora rischi al rialzo sul carovita, nonostante sia sceso a novembre al 2.4% nell'Eurozona, dunque in prossimità dell'obiettivo del 2% (nel mentre, l'inflazione della zona euro ha riportato un'accelerazione su base annua dal 2,4% al 2,9%, in linea con le attese degli economisti, laddove invece il dato core, che esclude le componenti più volatili (energetici e alimentari), ha registrato un rallentamento dal 3,6% al 3,4%).

Per quanto riguarda gli attesi dati sul mercato del lavoro nel corso della settimana, l'indice JOLTS (che fornisce un'indicazione sui volumi delle offerte di lavoro negli USA) a novembre ha evidenziato numeri inferiori al consenso, mentre i dati ADP hanno decisamente sorpreso al rialzo (per la prima volta in cinque mesi) con 164.000 nuove unità lavorative, così come il *NonFarm Payrolls* di venerdì 5 ha disatteso le stime degli analisti con il dato più forte degli ultimi tre mesi (215.000 nuovi posti in luogo dei 175.000 stimati), in un contesto che conferma comunque il graduale rallentamento della crescita occupazionale negli USA, pur con salari in accelerazione; nello



specifico, la survey condotta presso le imprese mostra per il secondo mese consecutivo una crescita più elevata delle attese dei salari: i salari orari, dopo essere cresciuti dello 0.35% m/m in novembre, hanno ulteriormente accelerato in dicembre allo 0.44% m/m, che rappresenta il ritmo di crescita più elevato dal luglio del 2022.

In sostanza, i dati sul mercato del lavoro di dicembre non hanno modificato in modo significativo il quadro congiunturale di breve periodo; la crescita dell'occupazione è stata più forte del previsto, ma questa sorpresa è stata compensata dalle revisioni al ribasso nei mesi precedenti: nel complesso, i dati continuano ad evidenziare un rallentamento molto graduale della crescita dell'occupazione, che rimane non compatibile con l'ingresso dell'economia in recessione nel breve periodo.

I saldi settimanali dei principali listini azionari all'esordio del nuovo anno hanno verosimilmente scontato lo slancio euforico di fine 2023 esibendo una moderata debolezza sul versante occidentale, con l'S&P 500 appena sotto 4700 e l'Eurostoxx 600 sempre ben oltre 470, mentre il fronte orientale si è subito distinto con un brillante Topix giapponese al test di 2400, a fronte di uno Shanghai Composite in tendenziale flessione, pur in un contesto in cui il PMI manifatturiero è risalito oltre la soglia 50 (espansiva) e la banca centrale cinese ha chiuso l'anno con un' iniezione di ulteriori 112 miliardi di dollari di liquidità a sostegno dell'economia.

Universo obbligazionario improntato alla debolezza, con i rendimenti decennali governativi americani al test del 4% (e oltre) e i corrispettivi tedeschi in direzione 2.20%, a fronte di uno spread Btp-Bund sovente nel range 165-170; moneta unica in fase correttiva con minimo a 1.0893 e yen di nuovo oltre la soglia 145, a conferma di quanto deciso dalla Bank of Japan in chiusura di anno circa il mantenimento (per ora) di una politica monetaria ultra espansiva.

In tema di commodities, il petrolio si è riportato oltre i 70 dollari sulla scia delle crescenti tensioni geopolitiche in Medio Oriente e dell'interruzione delle attività in due giacimenti della Libia (e gli operatori cominciano a monitorare i tagli volontari dell'Opec + per capire se ci sarà effettivamente un eccesso di offerta in questo primo trimestre, nonostante l'impegno del cartello a stabilizzare i prezzi), mentre le quotazioni del grano in flessione hanno scontato la notizia secondo cui l'India, per la prossima primavera, conterebbe su una produzione record pari a 114 milioni di tonnellate.



## DISCLAIMER

*Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.*

*Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.*

*Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.*

*Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.*

*I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.*

*Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.*

*Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.*

*La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.*