

## EMERGENTI

### Di nuovo interessanti, finalmente

Luigi Einaudi diceva che gli investitori hanno un cuore di coniglio, gambe di lepre e memoria di elefante. Il suo intento era quello di promuovere una finanza sana e di evitare, nella difficile situazione del secondo dopoguerra, furbizie e colpi di mano da parte di governi che avrebbero potuto essere tentati da ristrutturazioni del debito, vie di fuga inflazionistiche o riforme monetarie a sfondo confiscatorio.



*Favelas ridipinte a Rio de Janeiro.*

In realtà le cose non stanno sempre così. La finanza comportamentale ci insegna che molti sono restii a scappare dagli investimenti sbagliati e a tagliare in tempo le perdite (le gambe non sono quindi da lepre). Quanto alla memoria di elefante, qualche volta funziona e qualche volta no. Ci sono emittenti, in

America Latina e non solo, che in due secoli hanno ripudiato o ristrutturato il loro debito più di dieci volte e che comunque riescono ogni volta a fare dimenticare il loro passato e a convincere qualcuno, a volte molti, a prestare loro soldi di nuovo. Un po' di belletto e un tasso più alto e il gioco è fatto.

In un certo senso è giusto che sia così. Se la memoria fosse davvero di elefante nessuno comprerebbe a tasso negativo i titoli di un paese, la Germania, che in un secolo ha fatto default dopo una guerra, ha azzerato il valore del risparmio con l'iperinflazione e poi, dopo un'altra guerra, ha fatto una riforma monetaria intelligente che è però costata ai suoi cittadini, attraverso mezzo secolo di patrimoniale, metà della loro ricchezza. Ma la vita deve continuare e, a un certo punto, le pagine vanno girate.

Oggi ci siamo del resto già dimenticati di quasi tutte le paure che hanno agitato i mercati in gennaio e febbraio. Nessuno passa più notti insonni a seguire la borsa di Shanghai o l'andamento del renminbi. Agli analisti non viene più chiesto di calcolare le probabilità di una recessione globale, ma di fornire elenchi di titoli e materie prime da acquistare per impiegare l'eccesso di liquidità nei portafogli.

Questo clima rilassato è in buona parte reso possibile dal fatto che le banche centrali, almeno loro, non si sono affatto dimenticate di quello che è successo in gennaio e febbraio (e che già si era visto in agosto) e sanno che bisogna darsi parecchio da fare per evitare che accada di nuovo. Ora, se è vero che solo gli storici sapranno valutare quanto la strategia complessiva del dopo 2008 sarà stata davvero efficace, difficilmente si possono avere dubbi sulla capacità quasi virtuosistica dei policy maker di puntellare, guadagnare tempo, mettere pezzetti e tirare avanti.

Questa capacità l'abbiamo vista all'opera nell'ultimo mese in modo chiaramente coordinato. La Cina, che aveva promesso di non fare più ricorso a stimolanti a lungo andare tossici ha ingoiato tutto il bocchettino delle vecchie pillole (ancora credito alle imprese statali, altre infrastrutture) mescolandolo però con un nuovo farmaco meno dannoso e più adatto ai tempi nuovi (il credito al consumo). Il Giappone ha archiviato il temutissimo aumento dell'Iva e ha promesso di dedicarsi di nuovo con slancio all'attività che lo ha tenuto in piedi nell'ultimo quarto di secolo, la spesa pubblica. L'Europa si è impegnata a sostenere il credito (sperando di trovare aspiranti debitori) e a fare un quantitative easing che non abbia come obiettivo l'indebolimento dell'euro.

L'America, per chiudere il cerchio, ha proclamato con la Yellen la sua volontà di non fare più salire il dollaro e di permettere così alla Cina, dalla quale eravamo partiti nel ragionamento, di non svenarsi di riserve valutarie per difendere il renminbi.



Favelas. Getty Images.



Favelas ridipinte a Rio de Janeiro.

Tecnicamente è un piccolo capolavoro. Il mondo è salvo un'altra volta, anche se dovrà usare bene il tempo che ha guadagnato se non vorrà ritrovarsi presto al punto di partenza.

In questo nuovo clima di ritrovata pace tra mercati e banche centrali il piatto del giorno è costituito dagli emergenti. Il dollaro bloccato nel suo rialzo fornisce infatti un pavimento alle materie prime. La ripresa delle materie prime, a sua volta, è abbastanza forte da ridare colore ai paesi produttori come Brasile e Russia, ma non così forte da costituire un problema per gli emergenti importatori come Cina, India e Turchia. Gli emergenti hanno dalla loro parte anche le basse (o comunque non alte) valutazioni, gli elevati rendimenti, i cambi equilibrati e il fatto di essere ormai sottorappresentati nei portafogli.



Se consideriamo poi la maggiore cautela da parte della Fed nell'alzare i tassi sgombriamo il campo dalla maggiore preoccupazione per chi investe in emergenti.



*Lo slum di La Boca. Buenos Aires.*

In Brasile il processo di cambiamento politico sta prendendo velocità (il Sud Africa è più indietro ma Zuma è ormai sorvegliato a vista). L'Argentina è in piena svolta positiva, mentre il populismo chavista ha perso ogni forza propulsiva in tutta l'America Latina. Sul fronte orientale Arabia Saudita e stati satelliti sono impegnati in un processo positivo di autoriforma economica, mentre l'Iran è ogni giorno meno lontano dai mercati internazionali. India e Messico, dal canto loro, si confermano paesi politicamente stabili e con buoni tassi di crescita.

Detto questo, vorremmo mettere in guardia da eccessi di entusiasmo. Sugli emergenti è sempre infatti difficile trovare giudizi equilibrati e si alternano periodi di euforia (come è stato nel decennio scorso) con fasi di totale rifiuto (crisi asiatica, decennio attuale). Non dimentichiamo che, solo due mesi fa, i mercati scontavano default a catena di paesi produttori di materie prime.

Andando più in dettaglio, la ripresa delle materie prime, da cui parte tutto il discorso sugli emergenti, sarà verosimilmente molto graduale e modesta. Guadagnare sul cambio dei paesi esportatori non sarà impossibile, ma l'apprezzamento delle loro valute non sarà assolutamente spettacolare. La svalutazione degli anni scorsi, questa sì notevole, ha permesso di ridurre il disavanzo delle partite correnti (ad esempio in Brasile e Turchia) ma non si è tradotta in pareggio o surplus, ma semplicemente in un disavanzo più piccolo e gestibile.



*Lo slum di Pétionville. Haiti.*

Anche i tassi di crescita rimarranno storicamente bassi. L'alluvione di credito al consumo degli anni scorsi lascerà il posto a un lento e faticoso processo di riduzione dell'indebitamento delle famiglie. Il reddito pro capite brasiliano, che era di 12mila dollari tre anni fa e che oggi è sceso a 8700, sarà



di 8500 nel 2025. In pratica (sono stime di Bank of America) la popolazione crescerà più velocemente del reddito e passerà i prossimi anni a restituire i debiti, non a farne di nuovi.



Lo slum di Busan, Corea.

Per fare un altro esempio, la Russia ha certamente retto meglio del previsto alla debolezza del petrolio e del gas grazie ai grandi contratti di fornitura alla Cina e grazie alla pazienza della sua popolazione che ha accettato una riduzione del potere d'acquisto dei salari. Non per questo sarà facile creare un'economia diversificata e meno dipendente dal petrolio.

In passato gli emergenti ci hanno abituato a fasi di euforia in cui si poteva contemporaneamente guadagnare sul cambio, godere di un carry positivo sui bond e portare a casa un capital gain su bond e azioni. Oggi, passata la fase di recupero in corso, sarà più difficile guadagnare su tre fronti. Sarà però ben possibile, contando su valute stabilizzate, godere in relativa tranquillità di rendimenti correnti molto elevati o di dividendi altrettanto corposi staccati da azioni certamente non care. L'alternativa, ricordiamolo, sono i rendimenti sempre più vicini a zero o sotto zero di casa nostra.

Alessandro Fugnoli  
+39 02 777 181



#### Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (Image Building – 02 89011300 kairos@imagebuilding.it). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.