

Alla conquista della frontiera

Il rischio valutario e quello geopolitico sono alti. Ma anche le occasioni di rendimento. I futuri mercati emergenti sono un'asset sotto i riflettori grazie a Pil in rapida crescita, demografia favorevole e importanti riforme in cantiere

di Laura Magna

Mercati con capitalizzazioni basse, poco liquidi, che però offrono rendimenti elevati (ovviamente ad alto rischio) e bassa correlazione con mondo emerging e Paesi sviluppati. Sono i mercati di frontiera, i prossimi emergenti, che hanno preso il posto dei Bric ormai sempre più vicini all'Occidente. Sono mercati esotici, Paesi e Borse spesso piccoli, alle prese con riforme importanti, con una demografia favorevole e situazioni geopolitiche da tenere d'occhio.

«Da pochi anni i mercati di frontiera sono diventati una asset class distinta e separata rispetto ai loro "fratelli maggiori", gli emergenti», dice a *Patrimoni*, **Andrea Federici**, investment manager di Banor Capital e gestore del fondo Aristeia Sicav New Frontiers Equity Fund. «Analizzando l'interesse degli investitori internazionali possiamo dire che lo sviluppo di questa nuova asset class è oggi dove si trovavano gli emerging una quindicina di anni fa, prima del boom che seguì la loro identificazione come una asset class separata che ha attratto grandi flussi di investimento».

PAKISTAN, BANGLADESH, KENYA, VIETNAM E GLI ALTRI

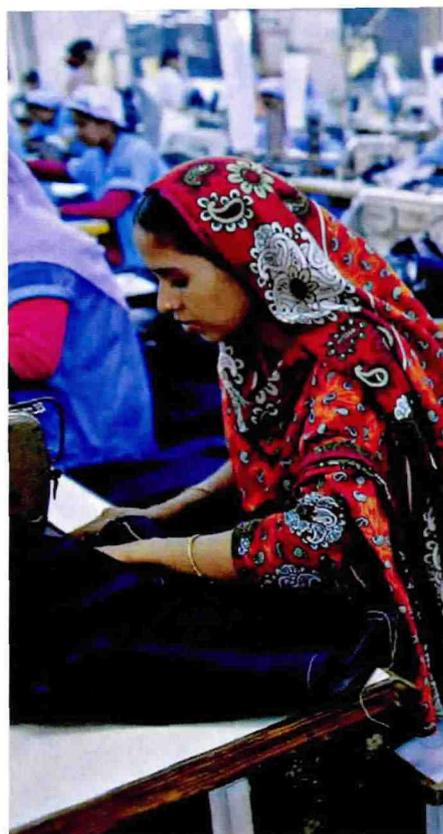
Gli investitori sono sempre più interessati alle frontiere. In quali mercati in particolare dovrebbe rivolgersi la loro attenzione? «Il costante aumento della popolazione legato a un aumento del livello di istruzione della fascia giovanile sono i driver principali della crescita economica sostenuta dalla domanda interna, come per esempio in Pakistan e in Bangladesh», continua Fe-

Andrea Federici,
investment
manager di
Banor Capital

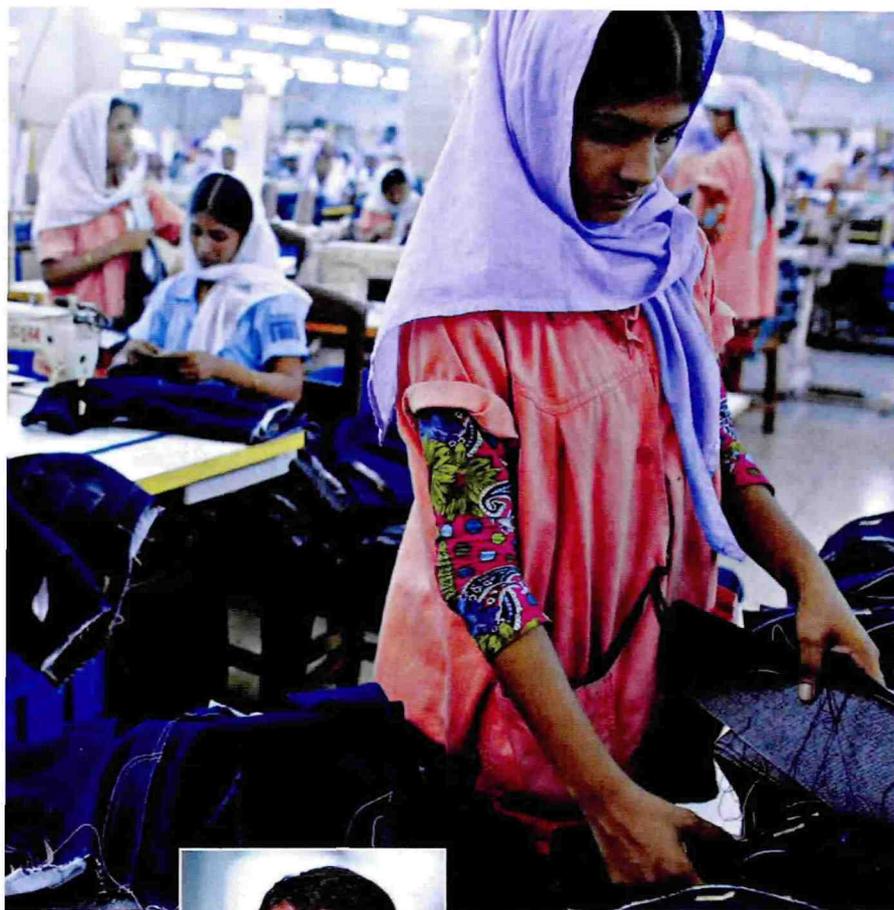


derici. «Stando alle ultime stime del Fondo monetario internazionale il Pakistan nei prossimi anni registrerà incrementi del Pil intorno al 5,5%, e la popolazione raggiungerà quota 200 milioni. La crescita del Bangladesh è addirittura del 7% e la popolazione ha quasi raggiunto i 160 milioni». «Al momento, le nostre principali posizioni sovrappesate sono su Argentina, Pakistan, Georgia, Emirati Arabi Uniti ed Egitto», aggiunge **Rami Sidani**, head of frontier markets di Schroders. «In questi mercati osserviamo che il processo di implementazione delle riforme sta accelerando: ciò dovrebbe supportare il re-rating già in corso».

«Kenya, Vietnam e Pakistan sono i Paesi in cui crediamo di più», sostiene **Kevin Daly**, senior investment manager Emd team di Aberdeen Asset Management. «L'economia del Kenya sta godendo di una forte crescita (6% annuo) sostenuta da minori costi energetici, investimenti in infrastrutture e da un settore agricolo robusto. Nonostante il consistente deficit del Paese, l'Fmi rimane favorevole alle riforme strutturali ed economiche attuate del governo keniota e, pertanto, ha esteso il finanziamento di 1,5 miliardi di dollari. Il Vietnam è im-



stato per essere uno dei mercati con la più rapida crescita nei prossimi dieci anni, con una previsione di incremento del Pil del 6-9% su base annua. L'investimento diretto all'estero (Fdi) è cresciuto, in quanto il Paese continua ad aprirsi al libero commercio. Il governo ha fatto passi da gigante per migliorare l'accesso all'istruzione e per lo sviluppo delle infrastrutture, il che fa ben sperare per la crescita futura. Il Pakistan è stato a lungo ignorato dagli investitori stranieri a causa di una bassa sicurezza, di una grave scarsità di energia e di un ambiente politico disordinato. Ma le cose da qualche tempo sono molto migliorate. Tra le iniziative messe in atto: la volontà, tanto del settore pubblico quanto nel privato, di risolvere la crisi energetica e un piano che sia in grado di assicurare delle prospettive economiche interessanti attraverso una maggiore competitività salariale rispetto al resto della regione. Il calo dei prezzi del petrolio e la prospettiva per un significativo sviluppo delle infrastrutture guidato da investimenti cinesi sono due altri fattori di grande importanza». «Parlando in termini di Pil», afferma **Soren Rump**, ceo di Global Evolution, «i Paesi con il potenziale maggiore sono quelli africani, insieme a una selezione di Stati asiatici, opinione che si riflette nelle nostre strategie di frontiera, dove l'Africa



Kevin Daly,
senior
investment
manager
Emd team di
Aberdeen AM

conta per circa il 50% del patrimonio in gestione. Il nostro ottimismo in Africa si basa sulla vastità delle risorse naturali e sugli aspetti demografici, mentre in Asia a spiccare è la Mongolia, sia da un punto di vista di risorse sia per le possibilità che diventi un centro finanziario regionale». I gestori, anche se segnalano i Paesi con le migliori prospettive sono concordi nel suggerire di costruire portafogli molto diversificati. «La nostra filosofia di investimento», dice **Quang Nguyen**, gestore di Parvest Equity New Frontiers, «è strettamente un approccio bottom-up ed evita generalmente esposizioni significative a Paesi o valute. Preferiamo rimanere ampiamente diversificati ed equilibrati dal punto di vista regionale. Questo ci permette di eseguire una strategia high conviction su titoli che generano alpha: i mercati in cui vediamo le maggiori opportunità saranno i mercati con le più

interessanti singole idee di investimento, piuttosto che i mercati con le tendenze macroeconomiche che sono percepite più favorevolmente. In ogni caso, vediamo il Vietnam come un mercato di frontiera molto interessante in quanto il paese ha revocato le restrizioni alla proprietà straniera negli ultimi due anni e il governo ha fatto lo sforzo di privatizzare molte delle imprese di proprietà statale, migliorando l'accessibilità e le opportunità di investimento».

Anche **Emre Akcakmak**, gestore del fondo East Capital Global Frontier Markets, punta sulle «società i cui prodotti servono popolazioni giovani in economie in rapida crescita come il Vietnam, il Pakistan e il Bangladesh». Ma anche sull'Argentina «poiché pensiamo che il vigoroso processo di riforma, così come la derivante ripresa dell'attività economica, dovrebbero svegliare il gigante addormentato dell'America Latina. Inoltre, siamo anche positivi sui mercati di frontiera dell'Est Europa, come la Romania o la Slovenia, principalmente per via delle valute stabili e delle valutazioni interessanti». Ed è proprio la valuta, forse, uno dei maggiori rischi per l'intero universo,

«poiché i mercati di frontiera», continua Akcakmak, «si basano tipicamente sui finanziamenti internazionali per finanziare le loro elevate crescita economiche. Per mitigare questo rischio, facciamo sì che i nostri investimenti siano ben diversificati e spesso cerchiamo di trarre vantaggio delle svalutazioni attese, investendo selettivamente in società rivolte all'export».



Quang Nguyen,
gestore di
Parvest Equity
New Frontiers

I RISCHI DELL'INVESTIMENTO

Ovviamente, i mercati a Sud del Sud del mondo hanno potenzialità enormi, ma anche grandi pericoli. Come, appunto, quello valutario «Noi investiamo sia in dollari sia in valuta locale», afferma il ceo di Global Evolution. «Di base, il debito in dollari è coperto e non rappresenta un rischio per l'investitore italiano. Al contrario, la porzione di portafoglio in moneta locale non presenta copertura, lasciando così aperto il rischio valutario. Tuttavia, tale rischio è uno degli elementi chiave della nostra strategia, dato che questo è spesso compensato da rendimenti a doppia cifra e da un carry generoso». Insomma, un rischio, quello valutario, che si può trasformare anche in opportunità.

I PAESI CON IL POTENZIALE MAGGIORE SONO QUELLI AFRICANI E ALCUNI ASIATICI

Un'altra fonte di turbolenza per le frontiere è la geopolitica. «Tuttavia», precisa Rump, «se si pensa alla guerra tra Siria, Turchia, Russia e Iran, alle tensioni tra Cina e Stati Uniti e ai lanci missilistici a opera della Corea del Nord, pensiamo che i Paesi di frontiera siano meno esposti di molti altri emergenti. Adottando, invece, un'ottica interregionale riteniamo che l'Africa sia più soggetta al rischio geopolitico e causa del fondamentalismo religioso». In un momento storico in cui la politica muove i mercati anche in Europa e in Usa, «il rischio politico è elevato», conferma Daly, «ma vale per ogni parte del mondo. »

FONDI AZIONARI MERCATI DI FRONTIERA A 1 ANNO (%) VENDUTI IN ITALIA

Nome	Isin	Categoria Morningstar	Morningstar Rating	Società di gestione	Rendimento da inizio anno (%)	Rendimento a 1 anno (%)
Charlemagne Magna New Frontiers R	IE00B670FC16	Azionari Mercati di Frontiera		Charlemagne Capital (IOM) Ltd	8,88	42,12
Schroder ISF Frontier Markets Eq B	LU0562314475	Azionari Mercati di Frontiera	4	Schroder Investment Management Lux S.A.	7,53	26,57
T. Rowe Price Frontier Markets Eq A USD	LU1079763535	Azionari Mercati di Frontiera		T. Rowe Price (Luxembourg) Mgmt S.a.r.l	5,56	23,80
Templeton Frontier Markets A Acc USD	LU0390136736	Azionari Mercati di Frontiera	2	Franklin Templeton Investment Funds	5,74	23,63
HSBC GIF Frontier Markets AC	LU0666199749	Azionari Mercati di Frontiera	3	HSBC Investment Funds (Luxembourg) S.A.	6,30	23,43
BMO LGM Frontier Markets B Acc	IE00B4RLKV41	Azionari Mercati di Frontiera	4	LGM Investments Limited	3,24	19,03
MS INVF Frontier Emerging Mkts Eq C	LU0898771216	Azionari Mercati di Frontiera	3	Morgan Stanley Investment Funds	6,40	18,40
East Capital Global Frontier Mkts A EUR	LU1125674454	Azionari Mercati di Frontiera		East Capital Asset Management S.A.	5,99	17,65
Eurizon Equity EmMkts New Frntrs R Acc	LU0857130511	Azionari Mercati di Frontiera	1	Eurizon Capital S.A.	6,07	12,59
Nomura Fds Gbl Frontier EM Eq I USD Acc	IE00BK0SD373	Azionari Mercati di Frontiera		Nomura Asset Management U.K. Limited	7,14	9,40
Parvest Equity New Frontiers C C	LU1104111890	Azionari Mercati di Frontiera	1	BNP Paribas Investment Partners Lux	2,36	7,88
ARISTEA Sicav New Frontiers Eq R EUR Acc	LU1313167808	Azionari Mercati di Frontiera		Casa4Funds SA	2,21	

Fonte: Morningstar Direct. La tabella rappresenta i fondi specializzati sui mercati di frontiera disponibili alla vendita in Italia per rendimento a 1 anno. Tutti i dati sono espressi in Euro. I rendimenti sono aggiornati all'8 marzo 2017, eccezion fatta per il fondo LGM Investments e il fondo di Nomura i cui rendimenti sono aggiornati al 28 febbraio 2017 e al 16 dicembre 2016 rispettivamente. Il fondo Arista risulta in ultima posizione in quanto di recente lancio e ancora senza un track record di un anno.

L'incertezza che ruota attorno a quello che sta facendo e farà Trump negli Stati Uniti, la crescita economica cinese e il prezzo del petrolio fluttuante sono solo tre delle cose più importanti a cui i risparmiatori debbono pensare».

«Rischio di cambio e rischio geopolitico sono le principali sfide per qualsiasi investitore globale», conferma Nguyen. «Ma attenzione: mentre investire nei singoli Paesi espone gli investitori a rischi specifici, investire in una classe di attività come i mercati di frontiera, offre i vantaggi della diversificazione e una volatilità simile a quella dei mercati

azionari dei Paesi sviluppati. Il rischio che gli investitori dovrebbero considerare è quello di concentrazione regionale. Circa il 60% dell'Indice Msci FM Frontier Markets si concentra sui primi 5 paesi dell'indice, che sono tutti nella regione Mena (Medio Oriente e Nord Africa): noi invece integriamo questo indice con i paesi più piccoli che costituiscono il 15% inferiore dell'Msci Emerging market Index». Un altro rischio che Nguyen considera è la volatilità del prezzo del petrolio, «che potrebbe rappresentare un grave pericolo per molte economie proprio per la regione Mena: ad esempio, nel 2015, la Nigeria era il secondo membro dell'indice per peso che oggi si è dimezzando facendo uscire il Paese anche dalla top-five».

Tra i rischi vanno annoverati la piccola dimensione dei mercati e la loro illiquidità. «Per loro natura le Borse sono piccole e le azioni e le obbligazioni dei Paesi di

frontiera sono scambiate più sottilmente, con costi generalmente più elevati. Due elementi che», continua Daly, «a volte, possono essere influenzati da periodi di volatilità elevata. L'informazione è spesso scarsa riguardo alle società, ai bilanci pubblici e anche al rischio politico; tuttavia, il "rischio di informazione" è in grado di fornire delle opportunità per gli investitori che sono disposti ad avere una visione più a lungo termine. L'investimento in mercati di frontiera richiede inoltre una

grande capacità da parte dei gestori: i fund manager che operano su questo terreno devono avere le competenze e le risorse necessarie per condurre efficacemente l'attività di due diligence».

VOLATILITÀ E DECORRELAZIONE CON IL RESTO DEL MONDO

I rischi idiosincratichi a cui sono sottoposti i singoli mercati frontiera possono essere fortemente mitigati attraverso la diversificazione di portafoglio sia a livello geografico sia settoriale. Anche perché il rischio di contagio per questa asset class è molto limitato come dimostra il fatto che la correlazione tra i Paesi sia bassa o addirittura negativa. «Il rischio può essere ulteriormente gestito privilegiando titoli legati ai driver di crescita locali», suggerisce Federici, «limitando l'esposizione a settori più sensibili a fattori geopolitici, come i titoli bancari e quelli delle aziende attive nell'estrazione ed esportazione di materie prime. Inoltre, nella scelta dei singoli titoli, particolare



Soren Rump,
ceo di Global
Evolution

attenzione va posta nella gestione della liquidità del portafoglio. Il nostro processo di selezione, attraverso un'attenta analisi della micro-struttura dei singoli mercati, privilegia costantemente quei titoli in cui la liquidità è sostenuta dalla presenza di investitori specializzati di grandi dimensioni».

La correlazione dei mercati di frontiera si aggira intorno a 0,55 sia con i mercati sviluppati sia con quelli emergenti, «mentre, negli ultimi anni, la correlazione tra mercati emergenti e sviluppati si è attestata intorno a 0,85», precisa Federici. «Questo permette all'investitore di trarre vantaggio dall'inserimento delle frontiere nel suo portafoglio. Riteniamo sia sufficiente allocare il 10% della quota di portafoglio destinata alla componente azionaria per ottenere un miglioramento del profilo rischio/rendimento». La bassa correlazione tra i Paesi contribuisce anche a mitigare la volatilità di un portafoglio diversificato, anche quando singoli mercati «possono essere percepiti come una asset class volatile, in particolare se si guardano quei Paesi le cui econo- ➤»

mie sono maggiormente influenzate dalle materie prime, come Kuwait o Nigeria». Questi mercati giovani hanno la caratteristica di essere avvantaggiati anche da fattori demografici positivi. «La crescita demografica, l'aumento del livello di istruzione della popolazione, il processo di urbanizzazione, sono tutti elementi che favoriscono la formazione di una classe media e l'aumento della ricchezza», conclude Federici. «Tali fattori, supportati dal percorso di riforme economiche market-friendly intrapreso dalla maggior parte dei governi dei mercati di frontiera, dovrebbero garantire una solida crescita economica di questi paesi. Riteniamo che questo percorso favorirà gli investimenti, sia diretti sia indiretti, degli investitori esteri. Naturalmente la strada intrapresa potrebbe risentire di alcune fasi di arresto che riteniamo comunque, in generale, transitorie e potrebbero rappresentare delle buone occasioni per l'acquisto. Per esempio in Argentina le riforme e le politiche economiche attuate dal governo hanno ridato fiducia agli investitori esteri. I mercati di frontiera mostrano una bassa



Emre Akcakmak,
gestore del
fondo East
Capital Global
Frontier Markets

correlazione anche con i mercati globali. «I fattori di crescita continuano a essere domestici e, di conseguenza, poco sensibili ai trend mondiali», spiega Sidani. «Inoltre, non sono sul radar di tutti gli investitori, né sono considerati come una classe di attivi tradizionale. Per questo, sono più isolati rispetto ai flussi globali». «Le correlazioni tra i vari indici di mercati sviluppati ed emergenti sono in molti casi significativamente superiori rispetto alla correlazione tra i mercati di frontiera e questi stessi indici», conferma Nguyen. «Questi dati avvalorano la tesi secondo cui le prestazioni dei mercati di frontiera sono meno integrate con l'economia globale e sono più guidate da fattori idiosincratichi locali e rafforzano il caso per l'inclusione in portafoglio di un investitore globale».

Per sfruttare i vantaggi offerti dalla decorrelazione è necessario avere una prospettiva di lungo periodo.

«La storia d'investimento nei Paesi di frontiera è focalizzata sulla crescita strutturale di lungo termine», continua Sidani. «Dal lancio della nostra strategia, i rendimenti hanno sovraperformato la maggior parte delle asset class, con una generazione di alpha molto significativa rispetto al benchmark. Investire con un orizzonte di lungo termine permette ai risparmiatori di evitare di essere vulnerabili all'accresciuta volatilità che alcuni mercati potrebbero attraversare. Inoltre, una strategia globale e ben diversificata sui mercati di frontiera consente di evitare rischi di concentrazione e di beneficiare di extra ritorni, conseguiti grazie alle ampie discrepanze di rendimento nell'universo investibile. I mercati di frontiera sono poco correlati l'un l'altro: ciò permette di conseguire un significativo alpha tramite un approccio top down all'asset allocation».

DIVERSIFICARE E PUNTARE SUL LUNGO PERIODO

Come investire in questo mondo così variegato ed esotico? Le regole in realtà sono poche e abbastanza classiche: secondo Akcakmak, «i mercati di frontiera sono adatti per investitori con un orizzonte temporale di lungo periodo e nel lungo periodo migliorano i rendimenti. Crediamo che sia una buona idea avere circa il 10-15% dei portafogli rivolti ai mercati emergenti investito in mercati di frontiera». Quanto alla volatilità, dice Akcakmak, «i singoli mercati di frontiera sono solitamente tanto volatili quanto i singoli mercati emergenti. Tuttavia, come si è verificato negli ultimi 10 anni, questo universo è tipicamente meno volatile dei mercati emergenti per via delle minori correlazioni tra i singoli membri. Detto ciò, l'elevata volatilità di mercato di un singolo Paese ci offre spesso buone opportunità di ingresso, come accaduto recentemente con l'Arabia Saudita, l'Egitto e l'Argentina. Il modo migliore per beneficiare della volatilità è forse quello di restare calmi, focalizzarsi sui fondamentali di lungo periodo e provare ad adottare una visione contrarian quando gli altri investitori temono gli eventi, spesso causati da un problema di liquidità, che si verificano nel breve periodo». Non solo le Borse ma anche le obbligazioni di frontiera sono meno correlate ai principali mercati a reddito fisso e meno

soggetti al rischio headline a livello globale rispetto ai Paesi emergenti. «I titoli obbligazionari di frontiera, negli ultimi 10 anni», precisa Daly, «hanno fatto registrare una correlazione negativa rispetto ai Treasury Usa (-0,12), pur avendo una bassa correlazione rispetto ai titoli di stato dei mercati sviluppati e ai titoli azionari statunitensi. Titoli di stato in



Rami Sidani,
head of frontier
markets
di Schroders

valuta forte in alcuni Paesi come Mongolia, Ghana e Zambia presentano un look accattivante; mentre i mercati locali nella Repubblica Dominicana e dello Sri Lanka forniscono rendimenti a doppia cifra. Vediamo anche buone opportunità in obbligazioni corporate in Nigeria». «Dipende dalle caratteristiche di questi mercati», specifica Rump, «come una scarsa esposizione cross-over nel settore bancario locale e una bassa presenza straniera nel reddito fisso. Parlando dei bond di frontiera in dollari, dato il credit premium relativamente alto rispetto ai medesimi titoli emergenti, questi offrono una migliore protezione contro un rialzo dei rendimenti dei Treasury Usa e sono meno sensibili ai cambiamenti nei Fed funds dato che gli investitori internazionali prestano più attenzione alla governance locale, ai prezzi delle materie prime e al commercio estero». La volatilità non è più elevata a livello di portafoglio, ma può esserlo a livello di singolo Paese, ma «a ogni modo, dato che è il rischio idiosincratico a guidare la performance e visto che la nostra esposizione al singolo Paese si limita al 5% degli AuM, la volatilità storica del portafoglio è stata benigna (3,45)», spiega Rump. «In particolare, negli ultimi mesi oscillazioni si sono verificate nel debito in valuta locale di Egitto e Argentina che sono comunque chiari esempi di opportunità di investimento attraenti alla nostra strategia di frontiera».