



# INVESTIRE NEI PAESI IN FORTE CRESCITA Opportunità e Rischi

**Lea Zicchino**  
*Senior Specialist*

Prometeia spa

## paesi emergenti: performance macroeconomica

- Accelerazione degli investimenti nei ME prima della crisi...
- ... guidata dal miglioramento delle politiche di gestione dell'economia...
- ...e dalla riduzione del rischio di credito

## Cosa spiega la dinamica dei rendimenti?

- Molto rilevanti una serie di fattori globali ("push")...
- ... ma significativo anche il contributo di fattori domestici ("pull")
- Le elasticità dei diversi paesi ai fattori "push" e "pull": una mappa per gli investitori

## Proprietà di diversificazione

- Contagio vs. co-movimento e implicazioni

## paesi emergenti: performance macroeconomica

- Accelerazione degli investimenti nei ME prima della crisi...
- ... guidata dal miglioramento delle politiche di gestione dell'economia...
- ...e dalla riduzione del rischio di credito

## Cosa spiega la dinamica dei rendimenti?

- Molto rilevanti una serie di fattori globali ("push")...
- ... ma significativo anche il contributo di fattori domestici ("pull")
- Le elasticità dei diversi paesi ai fattori "push" e "pull": una mappa per gli investitori

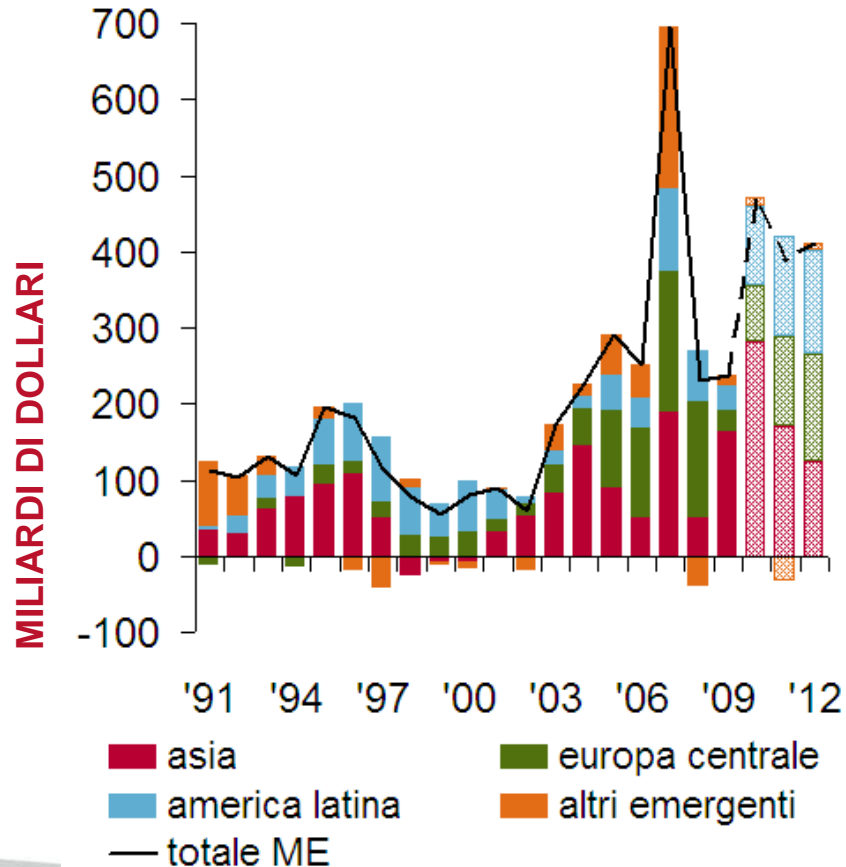
## Proprietà di diversificazione

- Contagio vs. co-movimento e implicazioni

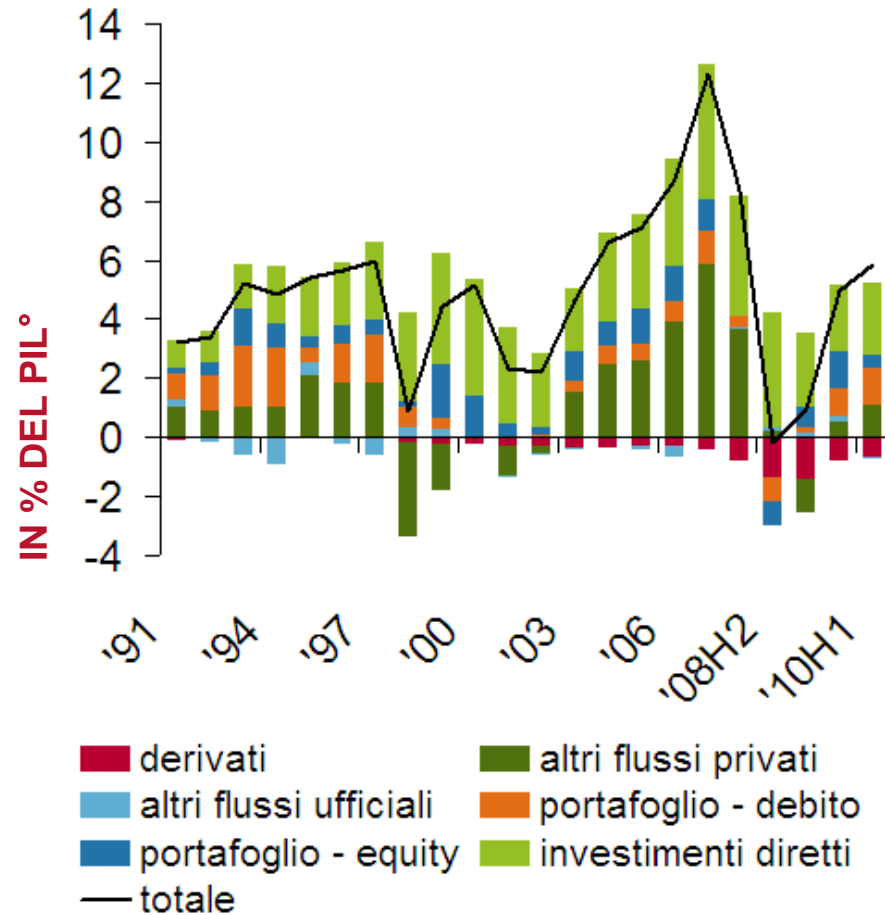


# Forte accelerazione degli investimenti dal 2000

## Flussi netti di investimento privato per area\*

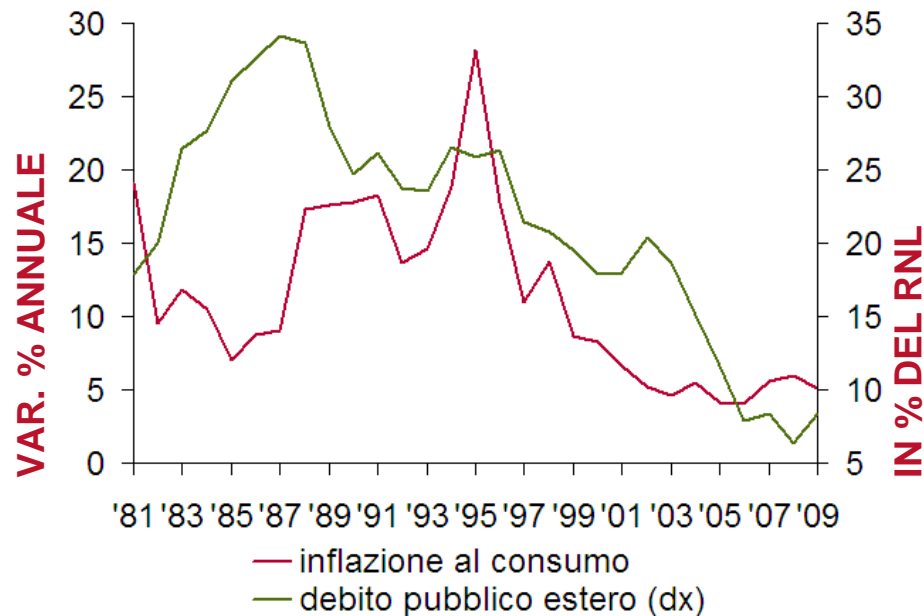


## Flussi lordi per tipologia

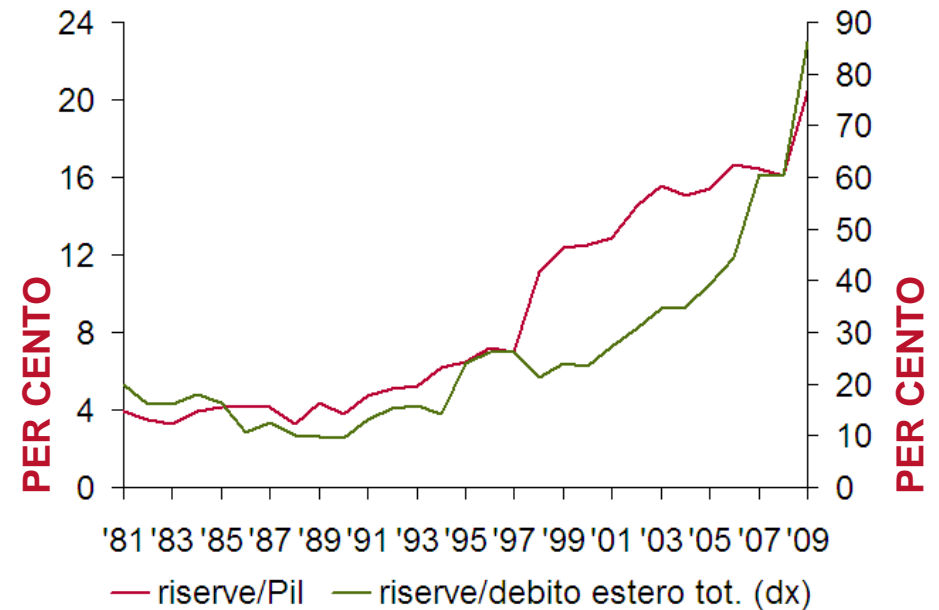


Fonte: FMI, World Economic Outlook, Aprile 2011; \* Ultimo anno storico: 2009  
°Flussi calcolati sul Pil totale dei paesi emergenti i considerati dal FMI.

## Inflazione e debito pubblico estero nei paesi emergenti



## Riserve nei paesi emergenti



Fonte: World Bank, FMI, elaborazioni Prometeia; dati disponibili al 30/5/11

\* Nota: valori mediani per Brasile, Cina, Corea del Sud, India, Indonesia, Messico, Polonia, Russia, Turchia, Ungheria.

- La credibilità della politica monetaria è migliorata significativamente dopo la forte inflazione che ha caratterizzato queste economie fino alla fine degli anni '90.
- La disciplina fiscale e l'accumulo di riserve hanno contribuito a ridurre l'intensità e la durata delle recessioni

### Tasso di crescita del Pil reale\*

	Emergenti (mediana)		G7 (mediana)	
	'91-'00	'01-'10	'91-'00	'01-'10
<b>media</b>	4.84	4.80	2.25	1.18
<b>volatilità</b>	2.47	2.46	1.29	2.18
<b>sharpe ratio</b>	1.96	1.95	1.75	0.54

Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati disponibili al 30/5/11

\* Valori mediani dei tassi di crescita annuali. Paesi emergenti considerati: Brasile, Cina, Corea del Sud, India, Indonesia, Messico, Polonia, Russia, Turchia, Ungheria.

## Rischio di credito: debito previsto in riduzione

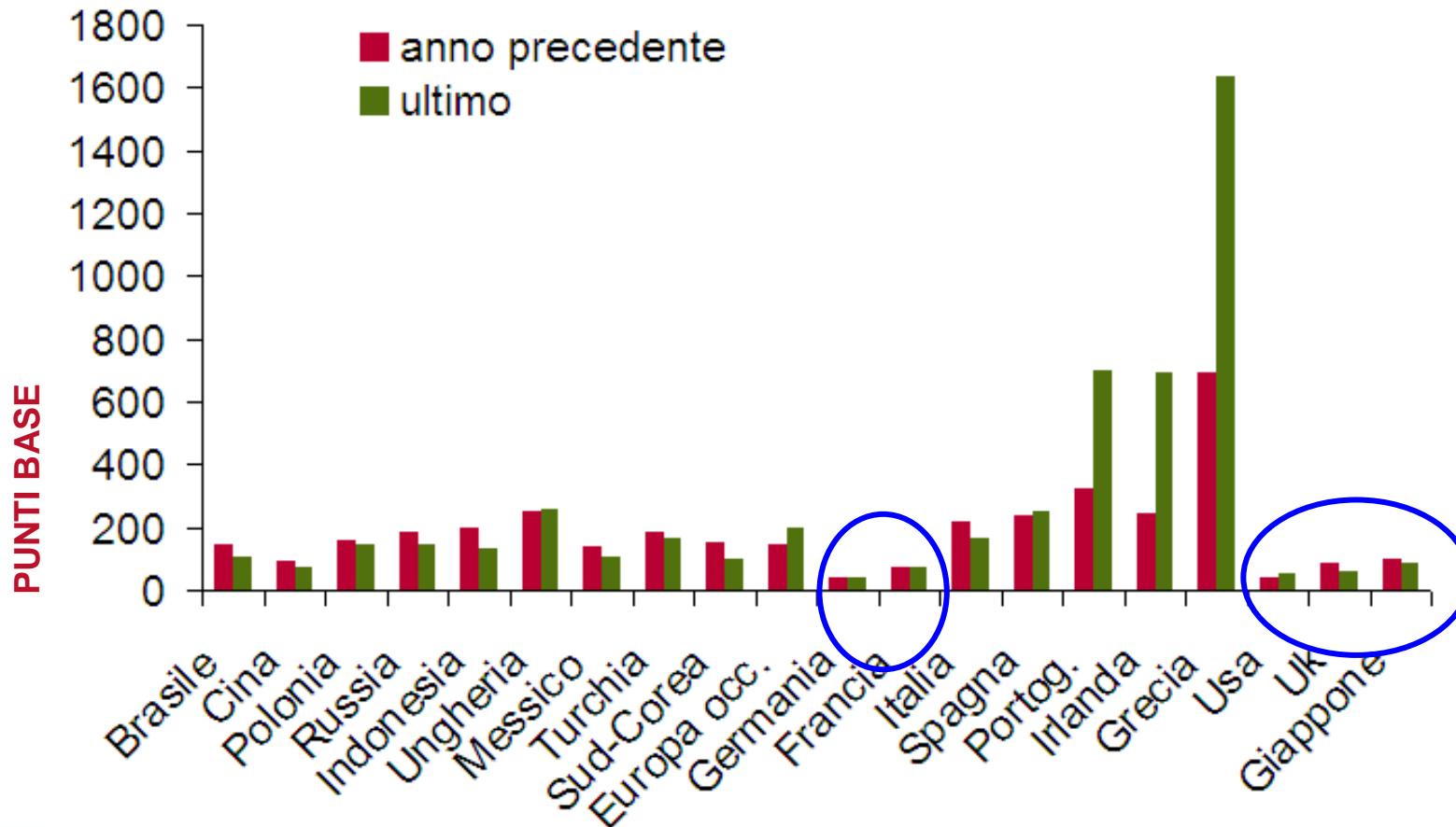
		debito/Pil		disavanzo/Pil	
		2010	2016(P)	2010	2016(P)
<b>Paesi emergenti</b>					
Asia	Cina	17,7	9,7	2,6	-1,0
	India	69,2	59,9	9,0	5,3
EEMEA	Russia	9,9	15,9	3,6	3,8
	Turchia	41,7	34,0	2,6	1,1
	Ungheria	80,4	75,3	4,1	3,4
America Latina	Brasile	66,1	58,6	2,9	2,2
	Messico	42,7	41,4	4,1	2,0
<b>Paesi industrializzati</b>					
Uem		85.0	86.3	6.1	1.9
	Germania	80.0	71.9	3.3	0.0
	Italia	119.0	118.0	4.6	2.9
	Irlanda	96.1	121.5	32.2	3.8
	Grecia	142.0	145.5	9.6	2.1
Usa		91.6	111.9	10.6	6.0
Giappone		220.3	250.5	9.5	7.4

Fonte: Thomson Reuters, FMI, World Economic Outlook, elaborazioni Prometeia; dati disponibili al 30/5/11



# Rischio di credito: CDS sovereign ME in riduzione

## CDS sovereign a 5 anni



Fonte: Thomson Reuters, S&P's, elaborazioni Prometeia; dati disponibili al 30/5/11  
\* Spread a 5 anni.

### Indici obbligazionari (indici total return, JPM)

var.% annualizzate	pre-crisi	crisi	post-crisi
Uem	1.3	7.3	2.2
emergenti (U\$)	7.9	-1.3	18.2
Asia (U\$)	8.0	3.1	16.6
America Latina (U\$)	8.8	-3.2	18.1
Est Europa (U\$)	6.5	-2.1	19.8

### Indici azionari (indici di prezzo, MSCI)

var.% annualizzate	pre-crisi	crisi	post-crisi
Uem	18.0	-37.4	18.1
emergenti (U\$)	33.4	-33.0	37.3
Asia ex Jap (U\$)	29.7	-32.8	36.4
America Latina (U\$)	47.0	-28.5	38.3
Est Europa (U\$)	37.1	-48.0	46.3
BRIC (U\$)	48.1	-31.8	33.4

Fonte: Thomson Reuters, JP Morgan, Msci, elaborazioni Prometeia; dati disponibili al 30/5/11

\* Pre-crisi: 31/1/05-31/7/07; crisi: 31/7/07-31/3/09; post-crisi: 31/3/09-30/5/11.

## paesi emergenti: performance macroeconomica

- Accelerazione degli investimenti nei ME prima della crisi...
- ... guidata dal miglioramento delle politiche di gestione dell'economia...
- ...e dalla riduzione del rischio di credito



## Cosa spiega la dinamica dei rendimenti?

- Molto rilevanti una serie di fattori globali ("push")...
- ... ma significativo anche il contributo di fattori domestici ("pull")
- Le elasticità dei diversi paesi ai fattori "push" e "pull": una mappa per gli investitori

## Proprietà di diversificazione

- Contagio vs. co-movimento e implicazioni

# Paesi emergenti: il nostro campione

		Next Eleven (N-11)	Global Growth Generators (GGG)	Advanced Emerging Economies	Other Well- Managed
BRIC	Brasile			X	
	Russia				
	India		X		X
	Cina		X	X	
MIST (Jim O'Neil, GS)	Messico	X			X
	Indonesia	X	X		X
	Corea del sud	X		X	
	Turchia	X			X
	Polonia			X	
	Ungheria				
					
		Goldman Sachs	Citigroup	Barclays	

## **identificazione dei fattori “push” e “pull”**

Quali sono i fattori che spiegano i rendimenti delle attività finanziarie dei ME?

## **relazione tra fattori e rendimenti...**

Quale è il grado di sensitività dei rendimenti ai fattori individuati nei diversi paesi?

## **... prima e dopo la crisi**

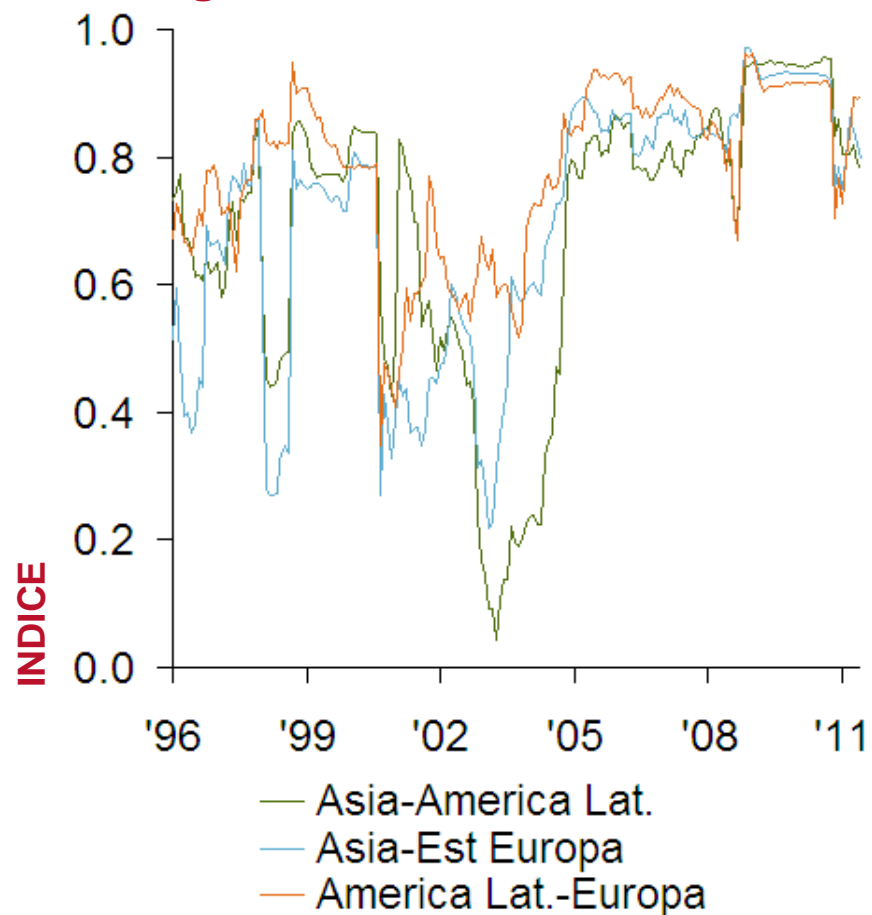
Il grado di sensitività è cambiato con la fine della crisi / recessione?

## **una mappa per gli investitori**

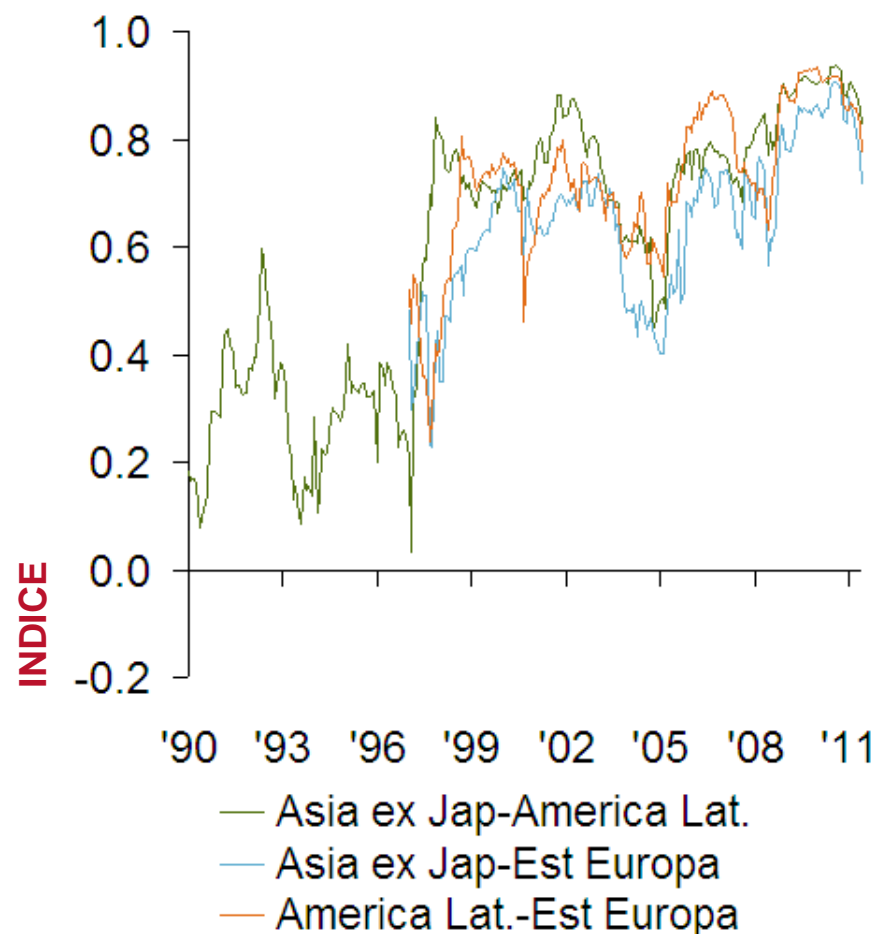
Quali paesi potranno essere maggiormente penalizzati da cambiamenti nei fattori globali?



## Obbligazioni di Stato



## Indici azionari



Fonte: Thomson Reuters, JPM, elaborazioni Prometeia; dati al 30/5/11.

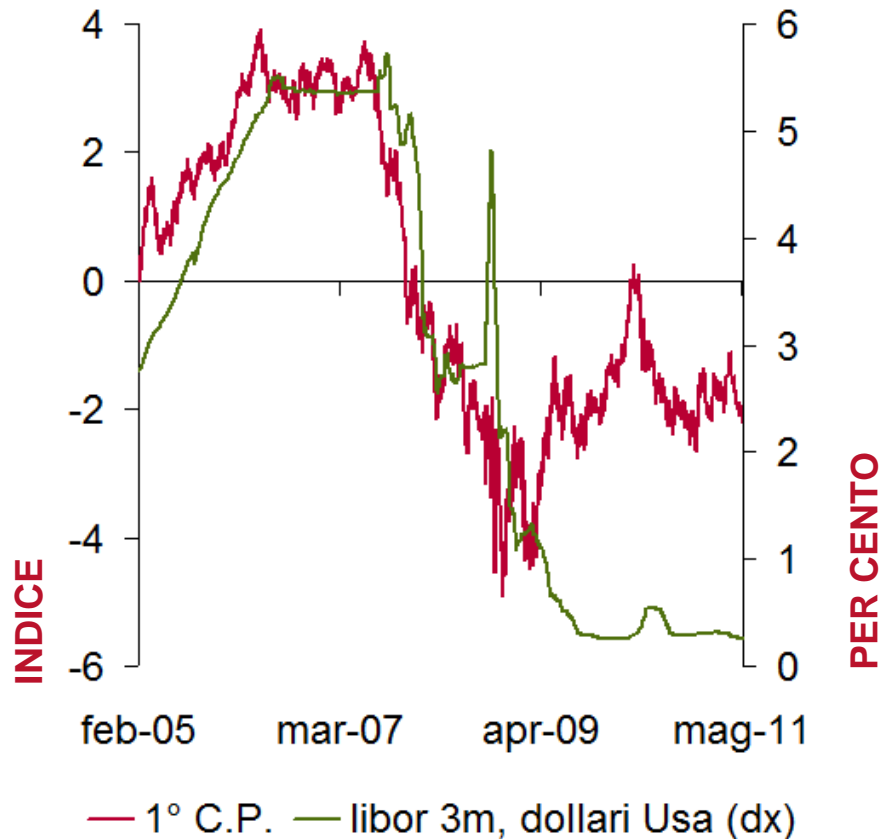
Nota: correlazioni calcolate tra le variazioni mensili dei prezzi, su un orizzonte rolling di 24 mesi rolling, indici JPM total return e indici di prezzo MSCI. Germania pre-1995.



prometeia  
advisor sim

## Fattori comuni alla base degli spread dei ME

### La liquidità è il principale fattore comune agli spread dei ME



- La **liquidità** è il principale fattore comune agli spread dei ME sull'intero periodo considerato
- Nel periodo **pre-crisi**, la liquidità si conferma il fattore più importante
- **Durante la crisi** diventa rilevante anche la correlazione anche con l'indice HY Usa e S&P500
- **In uscita dalla crisi** tutti i ME sembrano trainati dall'appetito per il rischio (Vix e H.Y. Usa)
- Altri fattori comuni rilevanti sono i prezzi delle commodity e il cambio del dollaro

Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 30/5/11.  
Nota: 1° C.P. rappresenta la prima componente principale dell'analisi

# Elasticità degli spread rispetto ai fattori "push" e "pull"

Growth effect



Avversione al rischio Effetto sostituzione

Fattori "pull"

Ciclo economico domestico

Libor 3m

Vix

H.Y. Usa

Commodity

S&P 500

BRIC

Brasile  
Russia  
India  
Cina

MIST

Messico  
Indonesia  
Sud Corea  
Turchia  
Polonia  
Ungheria

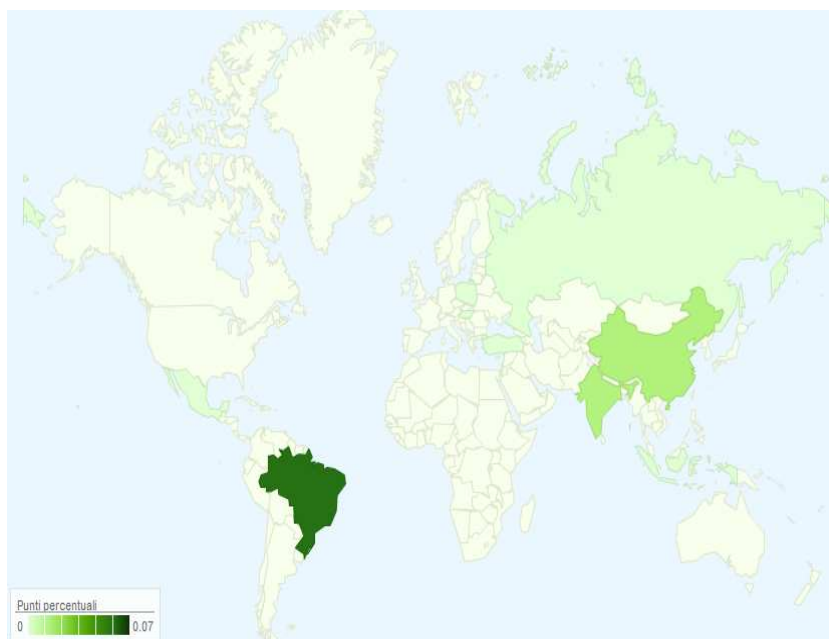
	Libor 3m	Vix	H.Y. Usa	Commodity	S&P 500	Fattori "pull"
Brasile	Negativo	Positivo	Positivo	Non significativo	Positivo	Ciclo economico domestico
Russia	Negativo	Non significativo	Non significativo	Non significativo	Non significativo	Ciclo economico domestico
India	Negativo	Positivo	Non significativo	Positivo	Positivo	Ciclo economico domestico
Cina	Negativo	Positivo	Non significativo	Positivo	Positivo	Ciclo economico domestico
Messico	Positivo	Non significativo	Positivo	Positivo	Non significativo	Ciclo economico domestico
Indonesia	Positivo	Non significativo	Positivo	Non significativo	Non significativo	Ciclo economico domestico
Sud Corea	Positivo	Non significativo	Non significativo	Positivo	Non significativo	Ciclo economico domestico
Turchia	Positivo	Non significativo	Non significativo	Positivo	Non significativo	Ciclo economico domestico
Polonia	Non significativo	Non significativo	Positivo	Positivo	Non significativo	Ciclo economico domestico
Ungheria	Non significativo	Non significativo	Positivo	Non significativo	Non significativo	Ciclo economico domestico

■ Negativo □ Non significativo  
■ Positivo

Search for yield / Costo del debito

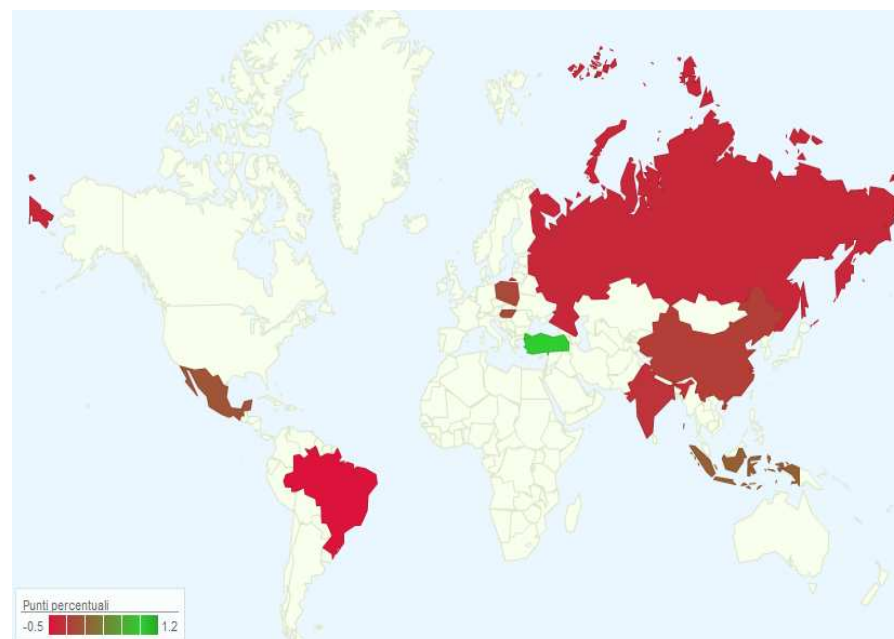
Fonte: elaborazioni Prometeia; dati al 30/5/11.

## Elasticità rispetto al VIX



Una variazione dell'avversione al rischio dovrebbe avere un impatto maggiore su Brasile, Cina e India

## Elasticità rispetto alla "liquidità"



Un aumento del tasso libor statunitense potrebbe favorire i BRIC e avere un impatto negativo sulla Turchia

paesi emergenti:  
performance  
macroeconomica

- Accelerazione degli investimenti nei ME prima della crisi...
- ... guidata dal miglioramento delle politiche di gestione dell'economia...
- ...e dalla riduzione del rischio di credito

Cosa spiega la  
dinamica dei  
rendimenti?

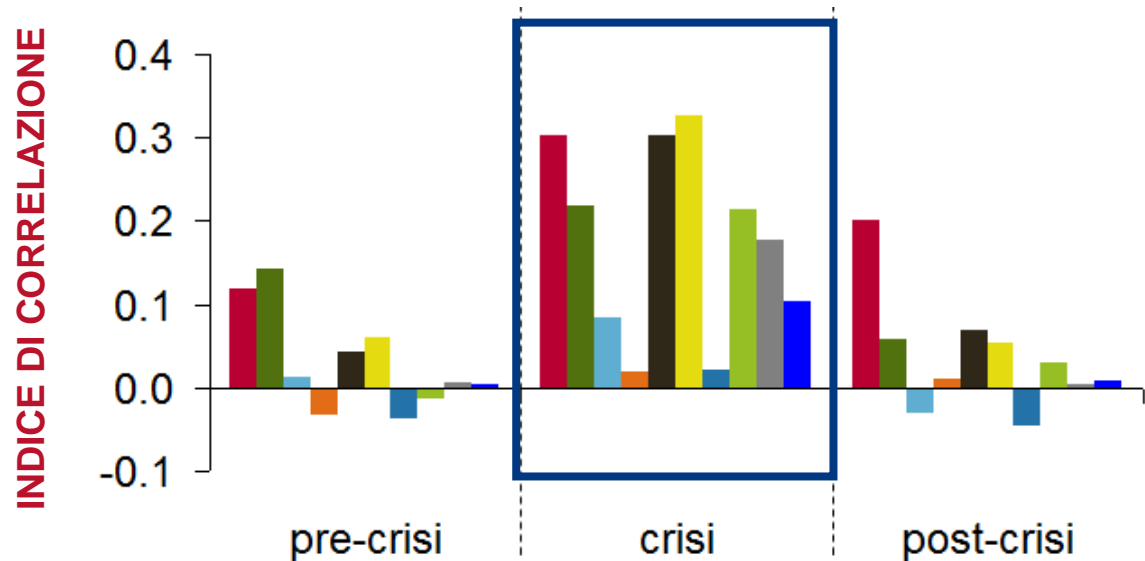
- Molto rilevanti una serie di fattori globali ("push")...
- ... ma significativo anche il contributo di fattori domestici ("pull")
- Le elasticità dei diversi paesi ai fattori "push" e "pull": una mappa per gli investitori

Proprietà di  
diversificazione

- Contagio vs. co-movimento e implicazioni

## Co-movimento dei mercati obbligazionari ME

Durante la crisi finanziaria si è ridotto l'effetto di puro "contagio" nello spiegare il co-movimento tra i ME



- Brasile
- Cina
- Corea del Sud
- Ungheria
- Russia
- Messico
- Turchia
- India
- Indonesia
- Polonia

Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia, dati al 30/5/11.

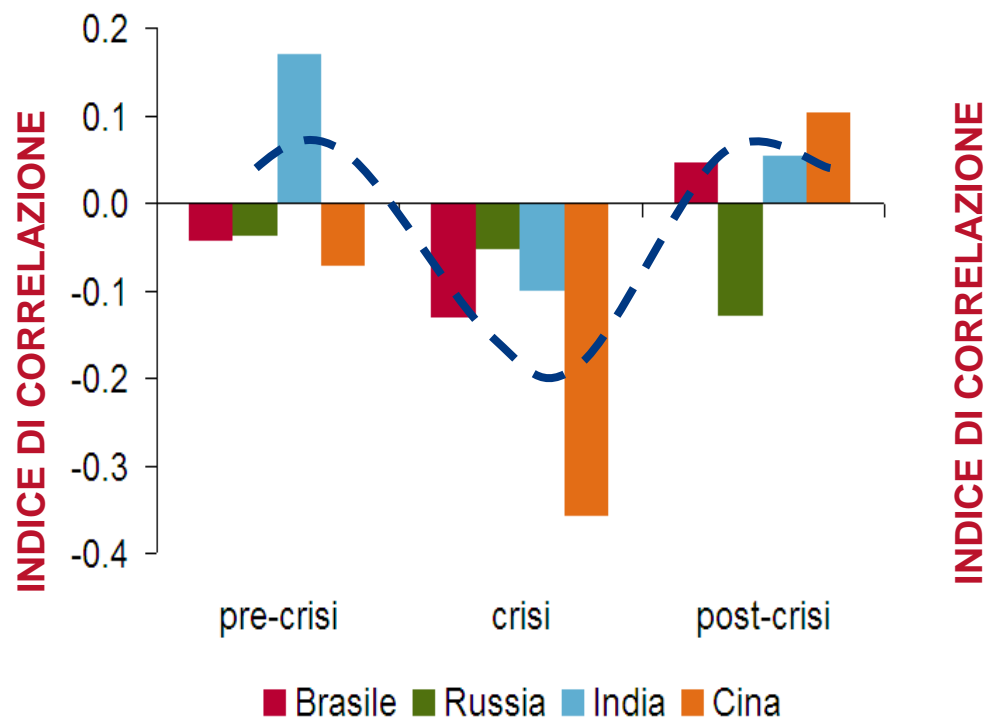
Nota: gli istogrammi riportano la differenza tra la correlazione non corretta e la correlazione corretta, media nei diversi intervalli temporali (correlazioni rolling 2 mesi su dati settimanali).

Questo indicatore studia il legame tra rendimenti obbligazionari medi dei paesi emergenti.

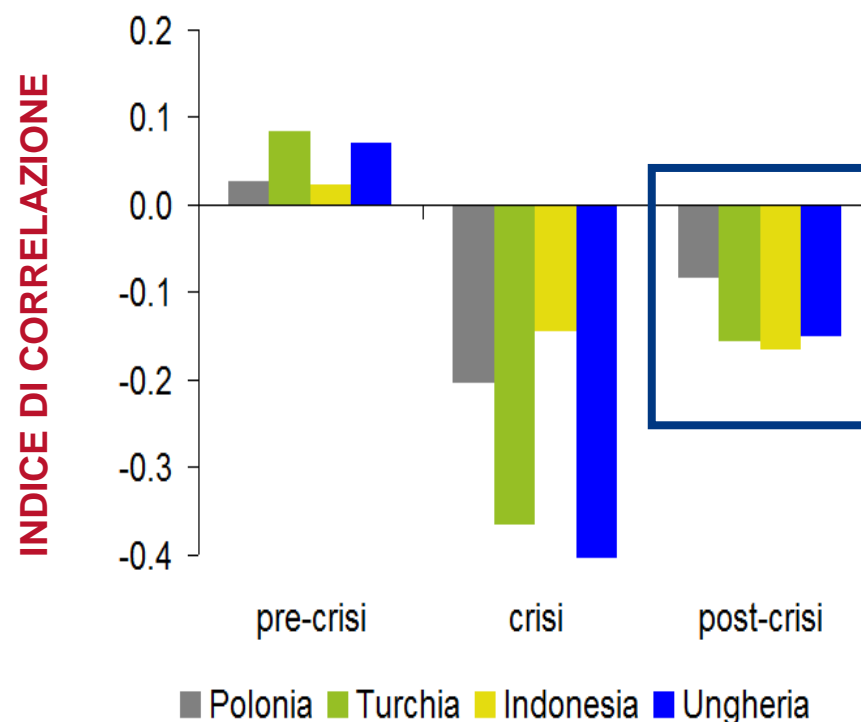
# Co-movimento tra ME e mercati maturi

La crisi finanziaria ha determinato un aumento del “contagio” tra rendimenti obbligazionari tra ME e mercati maturi.

Dopo la crisi questo effetto si è riassorbito in Brasile, India e Cina....



....mentre non è avvenuto ancora in Turchia Indonesia Polonia ed Ungheria



Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia, dati al 30/5/11.

Nota: gli istogrammi riportano la differenza tra la correlazione non corretta e la correlazione corretta, media nei diversi intervalli temporali (correlazioni rolling 2 mesi su dati settimanali).

Questo indicatore studia il legame tra rendimento obbligazionario del paese emergente e rendimento obbligazionario Usa.

- La performance del mercato azionario Usa (S&P 500) è il principale fattore comune alla base dei rendimenti azionari dei paesi ME lungo tutto il periodo di analisi;
- Nel periodo **pre-crisi** i rendimenti azionari ME sembrerebbero guidati anche dalla liquidità globale, **durante la crisi** dall'HY Usa, mentre nel **post-crisi** aumenta la rilevanza del cambio effettivo del dollaro;
- La crisi finanziaria ha determinato un minore effetto di puro “contagio” nei comovimenti tra ME e mercati sviluppati e tra ME.

## Elasticità rispetto al VIX



Una variazione dell'avversione al rischio impatterà in modo omogeneo i diversi ME azionari

## Elasticità rispetto alla "liquidità"



Una variazione della liquidità farà sentire il suo maggiore impatto sul mercato azionario cinese.

- **Buona performance macroeconomica**
- **Riduzione dei rischi**
- **Liquidità e avversione al rischio come driver comuni**
  - Una riduzione della liquidità globale non dovrebbe penalizzare i mercati **obbligazionari** dei BRIC, mentre potrebbe avere un impatto negativo per altri paesi, soprattutto Turchia
  - Una riduzione della liquidità farà sentire il suo maggiore impatto (negativo) sul mercato **azionario** cinese
  - Una riduzione della volatilità sui mercati maturi (“avversione al rischio”) avrebbe un effetto positivo sui mercati **obbligazionari** dei BRIC e sui mercati **azionari** di tutti i ME

### ▪ Diversificazione

- Per gli indici **obbligazionari** si è ridotto l'effetto di puro "contagio" fra i mercati emergenti
- Dopo la crisi i BRIC si confermano i paesi più "autonomi" dai paesi maturi: uno shock di un fattore idiosincratco nei paesi maturi si ripercuote con minor intensità sui rendimenti **obbligazionari** di questi paesi
- L'investimento negli indici **azionari** dei paesi emergenti ha consentito "diversificazione" (si è ridotto il "contagio") tra ME e tra ME e paesi avanzati, soprattutto durante la crisi

Questo documento è la base per una presentazione orale, senza la quale ha quindi limitata significatività e può dar luogo a fraintendimenti. Sono proibite riproduzioni, anche parziali, del contenuto di questo documento senza la previa autorizzazione scritta di Prometeia.

copyright © 2011 prometeia