

## **Investire nei Paesi di Frontiera**

Sintesi di Lawrence Speidell, CFA al suo libro "Frontier Market Equity Investing: Finding the Winners of the Future"

### **Febbraio 2012**

I Paesi di Frontiera, presentano una varietà di culture affascinanti ognuna con i suoi tratti caratteristici. Sebbene interessanti, talvolta è difficile coglierne i tratti distintivi delle culture di questi Paesi. Tale difficoltà è accentuata dalle notizie diffuse dai mezzi di comunicazione che evidenziano situazioni critiche come la siccità, le inondazioni, i regimi dittatoriali, i conflitti militari, o i problemi sanitari. A dispetto di quanto diffuso dai media, lo sviluppo economico è politico dei Paesi di Frontiera non è molto diverso dai loro fratelli maggiori, i Paesi Emergenti, e non sono necessariamente più rischiosi né di qualità inferiore. Sono solo più piccoli, quindi meno liquidi, e si trovano in una fase di sviluppo precedente. Tuttavia, i Paesi di Frontiera rappresentano pur sempre un bacino di più di 1,2 miliardi di consumatori che meritano l'attenzione degli investitori.

Questa monografia definisce i Paesi di Frontiera e tratta della storia, dell'economia, della politica e delle opportunità dell'investimento in questi Paesi. La monografia si basa su più di 80 visite dell'autore e dei suoi colleghi in 42 Paesi di Frontiera e sull'esperienza acquisita nei paesi in via di sviluppo fin dagli anni 80.

### **Cosa sono i Mercati di Frontiera?**

Trecento anni fa, tutto ciò che era al di là dell'Europa era considerato mercato di frontiera. Non più tardi di trent'anni fa, i Paesi Emergenti di oggi erano i Paesi di Frontiera. Oggigiorno, si potrebbe argomentare che ogni Paese che non fa parte dell'indice All Country MSCI World Index è un mercato di frontiera, almeno

per gli investitori dei Paesi Sviluppati. Ovvero, ogni Paese in via di sviluppo che non faccia parte dell'MSCI Emerging Market Index è un mercato di frontiera. La Banca Mondiale cura la costruzione dell'Indicatore di Sviluppo Mondiale (World Development Indicators-WDI) e ne raccoglie i dati su un universo di 211 Paesi. Di questi, 117 Paesi hanno mercati finanziari indipendenti per i quali sono disponibili le capitalizzazioni dal 2008 (fonte: World Bank 2010).

MSCI classifica come "sviluppati" 24 Paesi (tra cui Hong Kong che pur essendo politicamente parte della Cina ha un sistema economico separato), mentre 21 Paesi sono classificati come "Emergenti" ed appartengono all'indice MSCI Emerging Markets.

La popolazione del Mondo (fonte Banca Mondiale) è distribuita per il 63% nei mercati emergenti, per il 22% nei mercati di frontiera, per il 5% negli Stati Uniti e per il 10% negli altri Paesi Sviluppati. La distribuzione del PIL è molto diversa con il 7% del PIL nei Paesi di Frontiera, il 26% nei Paesi Emergenti, il 25% negli Stati Uniti e il 42% negli altri Paesi Sviluppati. Infine, la capitalizzazione dei mercati di frontiera è di poco superiore ai 1400 miliardi di dollari; pari al 2,6% della capitalizzazione mondiale ed al 10% della capitalizzazione dei mercati emergenti. Per vostro confronto, i Paesi Emergenti sono il 26% della capitalizzazione mondiale, gli Stati Uniti il 31% mentre gli altri Paesi Sviluppati rappresentano il 40%.

Il termine "mercato di frontiera" è stato utilizzato a partire dal 1996 dalla International Finance Corporation (IFC) per identificare i mercati azionari di piccola dimensione raccolti nel suo indice di frontiera che accoglie 21 paesi. Standard & Poor's ha rilevato il data base e si occupa da allora dell'elaborazione e dell'aggiornamento dell'indice. Da quel periodo, MSCI e Russell hanno introdotto i loro indici di frontiera.

Tutti e tre questi indici presentano anche una versione che non include i Paesi del Golfo (Gulf Cooperation Council - GCC). Essendo ricchi produttori di petrolio, questi Paesi hanno poco in comune con i Paesi di Frontiera che sono tipicamente più poveri e presentano più bassi livelli di sviluppo. Per queste ragioni, la maggior parte degli investitori preferisce investire negli Indici dei Paesi di Frontiera "ex-GCC".

Un tratto tipico dei Paesi di Frontiera che li distingue dai Paesi Emergenti è la minore liquidità dei mercati azionari. Per questa ragione, sembra ragionevole escludere che i Paesi di Frontiera saranno presto elevati a rango di "emergenti", e questo nonostante il Vietnam e la Nigeria possano essere buoni candidati.

### **Opportunità economiche**

Per molti anni, i mercati di frontiera sono stati costretti in un circolo vizioso fatto di povertà e di scarsa capacità di generare risparmi per investire nella crescita futura. Per molto tempo, gli investimenti fatti nei Paesi di Frontiera sono stati il risultato delle politiche coloniali che erano orientate più allo sfruttamento che allo sviluppo. Oggigiorno, tuttavia, questi Paesi offrono opportunità paragonabili a quelle che c'erano venti anni fa nei mercati emergenti.

I paesi di frontiera stanno facendo importanti passi avanti nel progresso economico. Mediamente hanno bassi redditi, con il PIL media pro capite escluso il Medio Oriente che, nel 2009, si attestava a 4.200 dollari contro i 7.000 dollari dei Paesi Emergenti a parità di potere d'acquisto (PPP). Questi Paesi hanno tuttavia visto il loro PIL crescere mediamente del 4,4% nel periodo 2000-2009, rispetto al 2,2% dei Paesi Sviluppati e il 4,5% dei Paesi Emergenti. I mercati di frontiera, in termini di crescita media annua del PIL dal 2000 al 2009,

hanno avuto 17 delle 20 economie a più rapida crescita. Gli investitori conoscono bene la forte crescita della Cina (tasso medio del 10,3%), ma pochi sanno che il Qatar ha visto nello stesso periodo una crescita ancora più forte con un tasso di crescita medio del 12.2%. Tra gli altri Paesi che hanno avuto un'ottima crescita nel periodo 2000-2009 c'è il Kazakistan (8,6%), il Vietnam (7,3%) e l'Uganda (7,2%). Le previsioni di crescita da qui al 2015 del Fondo Monetario Internazionale (FMI) mostrano una crescita del 7,2% per la Tanzania, del 7% per il Ghana e del 6,8% per la Nigeria.

La forte crescita dei Paesi di Frontiera è sostenuta dalle dinamiche demografiche caratterizzate, con l'eccezione dell'Europa Orientale, da una popolazione giovane in una fase in cui la popolazione dei Paesi Sviluppati sta invece invecchiando rapidamente. Solo il 14% della popolazione in Giappone e in Italia ha meno di 15 anni, mentre in Zambia, Tanzania, e Bangladesh questa percentuale è molto più elevata (46%, 43% e 36%, rispettivamente). I giovani lavoratori possono produrre beni di consumo per i consumatori meno giovani dei paesi sviluppati, e man mano che la loro produttività cresce, aumenteranno loro stessi i livelli di consumo. Inoltre, con l'aumento del costo del lavoro in Cina, si creeranno nuove opportunità di crescita in Vietnam, Bangladesh e persino in Africa. grazie ai più bassi costi di produzione

Il capitale è un altro fattore importante. Il rapporto tra investimenti lordi e PIL ha raggiunto in Cina il 45%, un livello senza precedenti. Ma anche i Paesi di Frontiera stanno facendo molto bene. In Vietnam, per esempio, questo rapporto è stato del 38% nel 2009. Il livello di questo indicatore è elevato per i Paesi di Frontiera nel loro insieme ed ha toccato nel periodo 2000-2009 il 20,9% del PIL, rispetto al 20,6% dei Paesi Emergenti. Nello stesso periodo, lo stesso indicatore

è sceso del 4% attestandosi al 18% per i Paesi dell'Europa, dell'Asia e dell'Estremo Oriente, ed è del 14% negli Stati Uniti.

L'innovazione tecnologica sta sostenendo la crescita dei Paesi di Frontiera più di quanto non abbia favorito vent'anni fa quella dei Paesi Emergenti. Il telefono cellulare, per esempio, ha portato a profondi cambiamenti in questi Paesi dove le inaffidabili linee telefoniche fisse hanno offerto bassi livelli di servizio. I Paesi di Frontiera hanno investito direttamente nella tecnologia cellulare risparmiandosi i più costosi investimenti nella rete fissa

La disponibilità di materie prime è un altro fattore a fondamento della crescita dei mercati di frontiera. Man mano che la classe media diventa più numerosa aumenta la domanda di alloggi, di trasporti e di arredamento che a loro volta creano maggiore domanda di materie prime che a loro volta stimolano la crescita della classe media in un circolo virtuoso. Molti Paesi di Frontiera hanno le risorse necessarie per sviluppare le infrastrutture ed hanno un'offerta di prodotti idonea a soddisfare la crescente domanda di consumo della classe media.

Infine, anche il settore bancario sta sviluppandosi. In questi anni si è assistito ad un'enorme crescita della "microfinanza". L'idea si perde nella notte dei tempi, ma la Grameen Bank in Bangladesh l'ha formalizzata. Il successo della loro attività dimostra che ci sono molti debitori affidabili alla base della piramide sociale. Tuttavia, i tassi sui prestiti sono elevati essendo l'offerta di credito non sufficiente a soddisfare la domanda di credito. Infatti, anche le organizzazioni senza fine di lucro che operano nella microfinanza applicano tassi di interesse annualizzati del 45% circa sui piccoli prestiti. In genere, le banche raccolgono il denaro dei risparmiatori e concedono prestiti

commerciali con margini di interesse netto del 5-10%. Ma stanno imparando come fare microfinanza e stanno iniziando a offrire crediti non garantiti ai dipendenti dei loro clienti aziendali, e sebbene il percorso sia lungo, ci sono tutte le condizioni perché il microcredito si continui a sviluppare.

## **Politica e Geopolitica**

Dopo i risultati deludenti di molti anni di programmi di aiuto, si cerca ora di incoraggiare lo sviluppo delle istituzioni che è la premessa per favorire la crescita nei Paesi di Frontiera. Diversi personaggi politici che hanno fatto la loro storia in questi Paesi e se ne sono andati (Mugabe in Zimbabwe è forse l'eccezione), e sono stati sostituiti da democrazie giovani che hanno permesso una transizione politica pacifica in paesi come il Ghana o il Botswana. La Costa d'Avorio, dopo le travagliate elezioni presidenziali nel 2010, sta ora procedendo sulla buona strada sotto la guida dei nuovi vertici politici.

La Mo Ibrahim Foundation promuove il premio Achievement in African Leadership che offre 5 milioni di dollari in 10 anni seguito da 200.000 dollari all'anno per tutta la vita ai leader africani che lasciano il potere pacificamente e che incoraggiano la democrazia. In Medio Oriente, si spera che la primavera araba partorisca economie guidate da governi meglio organizzati con una più ampia base.

Sta cambiando anche il tipo di supporto che i Paesi di Frontiera ricevono dagli Organismi Internazionali, come la Banca Mondiale e il Fondo Monetario Internazionale. In passato, queste istituzioni avevano esortato i governi dei Paesi in via di Sviluppo a tagliare la spesa durante la recessione per proteggere il credit rating e per stabilizzare la valuta. Gli economisti ritengono che queste politiche accentuino

la ciclicità economica rendendo più profonde e prolungate le fasi negative del ciclo economico dei Paesi in via di Sviluppo. Pertanto, oggi, le Istituzioni Internazionali tendono a proporre politiche anticicliche più illuminate.

La Heritage Foundation compila periodicamente una graduatoria che misura la libertà economica e che è utile per confrontare le caratteristiche qualitative fra nazioni. La graduatoria si basa su dieci fattori: facilità ad iniziare e concludere un'attività economica, barriere commerciali, pressione fiscale, dimensione economica dello stato, libertà di investimento, indipendenza della banca centrale e libertà del mercato dei capitali, diritti di proprietà e loro tutela, corruzione, flessibilità del mercato del lavoro.

Ciascuno di questi fattori è a sua volta basato su diverse sottocomponenti. Le fonti utilizzate dalla Heritage Foundation: la Banca Mondiale, l'Economist Intelligence Unit, il Dipartimento per il Commercio Americano, la World Trade Organization, l'Organizzazione per la Cooperazione Economica e lo Sviluppo (OCSE), l'Eurostat, e il Fondo Monetario Internazionale. I Paesi di Frontiera ed i Paesi Emergenti sono distribuiti lungo tutta la graduatoria, e non vi è differenza significativa tra la media dei paesi di frontiera e la media dei paesi emergenti. Sulla base dei dati 2012, la Nigeria si colloca al di sopra di Grecia, India, Cina e Russia, mentre Romania, Uganda e Mongolia superano Brasile e Italia. Vicino alla parte superiore, troviamo le Mauritius che occupano una posizione superiore a quella degli Stati Uniti.

### **Andamento del mercato azionario**

Per un aggiornamento di questa sezione a Settembre 2012, vi invitiamo a leggere l'articolo "[Il Numero Magico è 1,2 Miliardi](#)" pubblicato su Morningstar Investor, Novembre/Dicembre 2012.

Durante il periodo 2001-2011, i mercati di frontiera rappresentati dall'indice S&P

Frontier ex-GCC Index sono saliti del 262% rispetto al 277% del MSCI Emerging Markets, il 66% del MSCI EAFE (Europa, Australia, Asia ed Estremo Oriente sviluppati) ed il 33% del S&P500. Nello stesso periodo la deviazione standard annualizzata dei rendimenti mensili è stata del 18,2% nei mercati di frontiera, del 20,8% nei mercati emergenti, del 18,3% nell'EAFE e del 15,8% per l'S&P500. Perciò, sulla base del rapporto rischio-rendimento, si può affermare che i mercati di frontiera meritano di entrare a far parte di un portafoglio ben diversificato.

Uno dei motivi della bassa deviazione standard dell'indice di frontiera è la bassa correlazione tra i singoli mercati di frontiera. Agli investitori del Bangladesh poco interessa dove si trova la Bulgaria o il Botswana, ed ancor meno di quanto sta succedendo in quei mercati. Questa evidenza contrasta con i BRIC, dove le correlazioni tra Brasile, Russia, India e Cina sono aumentate in coerenza con la tendenza degli operatori di investire in quei paesi considerandoli un gruppo unico dove investire quando si cerca più beta in un contesto di minore avversione al rischio.

Un altro vantaggio dei Paesi di Frontiera è che sono poco correlati con gli altri indici. Nel dicembre 2011, la correlazione a 36 mesi dell'indice S&P Frontier Markets ex-GCC con l'indice S&P500 è stata 0,68 rispetto allo 0,86 dell'indice MSCI Emerging Markets e lo 0,92 dell'indice MSCI EAFE. La correlazione fra mercati di frontiera e mercati emergenti è stata anch'essa moderata, con una media di 0,40 dal 2006.

Inoltre, sebbene molte delle economie dei Paesi di Frontiera siano correlate all'andamento dei prezzi delle materie prime (petrolio, rame, oro, ecc), i loro mercati azionari hanno bassa correlazione con i prezzi delle materie prime e che non sono molto diverse da

quelle dei mercati emergenti e sviluppati. Infatti, nei listini dei mercati azionari di frontiera il settore minerario è sottorappresentato, questo in quanto molte delle aziende dei Paesi di Frontiera che producono materie prime sono o multinazionali globali o entità governative. Gli indici presentano tipicamente una percentuale del 40-50% della capitalizzazione in titoli finanziari con un altro 20% legata ai beni di consumo.

Forse la metrica più interessante a favore dei mercati di frontiera è la valutazione. Infatti, se a dispetto degli alti tassi di crescita del PIL, le valutazioni sono troppo alte, il rendimento dell'investimento nei Paesi di Frontiera potrebbe essere deludente. A dicembre 2011, tuttavia, l'indice MSCI Frontier ex-GCC trattava a 8x il P/E rispetto a 10,7x per l'Indice MSCI Emerging Markets, 12.3x e 13.9x per l'indice EAFE e l'indice Americano rispettivamente. La valutazione dei mercati di frontiera rispetto ai mercati emergenti è a sconto del 26% rispetto alla media storica dal 1996 del 19%. Inoltre, guardando la tendenza storica, l'attuale sconto di mercato dovrebbe essere più stretto della media di lungo periodo. Perciò, questo potrebbe essere un buon momento per investire nei paesi di frontiera.

### **Criticità**

Da un punto di vista pratico, vanno evidenziate alcune criticità dell'investimento nei Paesi di Frontiera.

Il professionista che investe nei Paesi di Frontiera deve considerare i rischi operativi (custodia, negoziazione e regolamento delle operazioni) fra i quali si comprendono il rischio di liquidità, la mancanza di trasparenza, il rischio di cambio e il rischio di controparte.

Le lungaggini burocratiche per l'apertura dei conti locali possono mettere a dura prova la pazienza degli investitori con

regole bizantine e, in alcuni casi, limiti agli investimenti esteri in titoli locali. La gestione degli ordini può presentare diverse criticità ed è necessaria molta attenzione per evitare che gli ordini "si perdano" o che vengano erroneamente eseguiti sul titolo sbagliato. Un altro problema si presenta con le offerte pubbliche di vendita che spesso privilegiano gli investitori locali e talvolta escludono del tutto gli stranieri. Infine, le commissioni di transazione per una sola operazione possono incidere da un minimo di 1% ad un massimo di 5%, con la maggior parte delle compravendite in un intervallo del 2-3%.

Il rischio di cambio deve essere attentamente considerato in quanto alcune divise dei Paesi di Frontiera sono particolarmente volatili. Inoltre, gli investitori possono essere soggetti a controlli e limiti sui movimenti di capitale (come la Malesia dal 1997), che sono, di fatto, una forma estrema di rischio di cambio. Nel dicembre 2008 in Nigeria, l'esecuzione degli ordini in valuta estera è stata ritardata a causa dei vincoli imposti dalle autorità di controllo sul mercato dei cambi come risposta al crollo della Naira nigeriana. Un altro problema sono le banche depositarie che spesso richiedono che la conversione delle divise dei mercati di frontiera passi attraverso i loro desks con il risultato che sono talvolta applicate commissioni di cambio elevate che vanno dal 0,5% al 2,5% o più.

La liquidità è un altro rischio, infatti, molte aziende quotate in questi mercati hanno scambi sottili. Per gestire i vincoli di liquidità dei loro portafogli, alcuni portfolio manager che investono in questi Paesi ampliano il loro universo includendo alcuni piccoli mercati emergenti. Altri acquistano Fondi attivi o passivi (ETF) che investono in quei paesi. Per quanto riguarda invece i clienti che investono i loro risparmi nei fondi sui paesi di frontiera, le società di gestione talvolta vincolano la durata minima

dell'investimento (lock-up period), limitano la frequenza dei riscatti, o chiedono di comunicare anticipatamente i riscatti. I fondi che investono nei paesi di frontiera hanno una dimensione fra 200 milioni e 1 miliardo di dollari a seconda della strategia di investimento, mentre il tipico investimento di un investitore istituzione si aggira fra 100 mila ed il milione di dollari.

### **Finanza Comportamentale nei Paesi di Frontiera**

I paesi di frontiera presentano opportunità e rischi che sono il risultato dei pregiudizi degli investitori e delle differenze comportamentali e culturali di quei Paesi.

Come nel caso di Robert Mugabe, presidente dello Zimbabwe. Gli investitori esteri hanno estrapolato facili generalizzazioni sviluppando così un pregiudizio generale verso tutti i governi in Africa. Tuttavia, ogni Paese è a sé. Un altro problema è rappresentato dagli organi di informazione che spesso amplificano le notizie relative a guerre, violenze, siccità, inondazioni, e le altre sofferenze umane. Come per i Paesi Sviluppati, così anche per questi Paesi, il pregiudizio si toglie visitando di persona quei Paesi, e probabilmente saremo positivamente sorpresi.

Contrastando i pregiudizi gli investitori stranieri acquistano un notevole vantaggio: essi portano strumenti avanzati di analisi finanziaria in mercati locali dove gli investitori tendono a inseguire i rumors, reagendo in modo irrazionale agli stock splits ed addirittura a non calcolare nemmeno l'indicatore prezzo su utili (PE). Le inefficienze dei mercati finanziari dei paesi di frontiera, ricordano quanto Graham e Dodd hanno descritto [del mercato americano] quando pubblicarono per la prima volta il libro Security Analysis nel 1934.

### **Sviluppi futuri e prospettive**

E' difficile prevedere oggi quello che ci riserverà il domani, ma la globalizzazione è una tendenza difficilmente contrastabile. Le economie del mondo si stanno adoperando per comprendere i requisiti per raggiungere il successo economico: lo Stato di Diritto, gli incentivi da offrire agli imprenditori per generare posti di lavoro e fare profitti. Via via che le economie si muovono in questa direzione, le maggiori soddisfazioni proverranno da quelle economie che hanno maggiore spazio di miglioramento. Oggi, molti di questi Paesi sono considerati "mercati di frontiera", perché sono piccoli, impopolari, e illiquidi; non fanno ancora parte del mercato dei capitali globali, anche se sono già parte dell'economia globale. Questo è un buon momento per guardare con attenzione ai Paesi di Frontiera.