

Frontier Markets – L'inflazione è così negativa?

Ottobre 2021

Il tasso di ripresa economica globale post pandemia è stato estremamente eterogeneo, ma con l'aumento delle vaccinazioni e l'impennata nei consumi, è lecito attendersi che sia i Mercati di Frontiera che quelli Emergenti continueranno il loro percorso di risalita.

Tuttavia, man mano che i lockdown diventano meno frequenti e le economie riaprono, emergono pressioni inflazionistiche. Nell'attesa che i banchieri centrali decidano come e se arginarle, questo breve articolo analizzerà l'ampia letteratura riguardante l'impatto dell'inflazione sui mercati azionari e perché potrebbe rappresentare un buon segno per i Mercati di Frontiera mentre un indicatore preoccupante per i paesi più sviluppati.

L'inflazione nel breve e nel lungo periodo

La relazione tra inflazione e mercato azionario ha da sempre avuto un'importanza cruciale per gli investitori. Per tale motivo gli è stata data ampio spazio in letteratura.

I titoli azionari possono fungere da copertura contro l'inflazione nel lungo periodo. In altre parole, il valore monetario di un'azione o di un portafoglio può apprezzarsi durante un periodo inflazionistico in modo che la ricchezza "reale" che rappresenta - i beni o i servizi con cui può essere scambiato - rimanga costante nonostante i prezzi più alti. Nel caso in cui l'inflazione derivi da un aumento dei costi di input (nota come "inflazione da costi"), ad esempio, una volta che le imprese hanno avuto abbastanza tempo per adattarsi alle pressioni inflazionistiche e per adeguare i propri prezzi, i ricavi aumenteranno in modo da ristabilirne i profitti. I maggiori costi di input vengono semplicemente trasferiti ai consumatori dopo un periodo di adattamento dei prezzi.

D'altro canto, la dinamica di breve termine è meno favorevole dal momento in cui le imprese non hanno tempo sufficiente per adeguarsi all'aumento dei prezzi. In questo caso, l'inflazione tende spesso ad avere un effetto negativo sul valore azionario delle società.

Considerato quanto appena detto, una strategia di investimento di lungo termine potrebbe essere di per sé un buon modo per ammorbidire le conseguenze legate a periodi di elevata inflazione. Un investitore di lungo termine, rispetto ad uno di breve, consente alle aziende nel proprio portafoglio di trasferire nel tempo i maggiori costi di produzione ai consumatori finali, non intaccandone il valore.

L'impatto sui titoli value e growth

Gli effetti determinati da un aumento dell'indice al consumo dei prezzi possono variare significativamente da settore a settore. I titoli azionari sono comunemente suddivisi in due sottocategorie: value e growth.

Tendenzialmente, un aumento dell'inflazione è più dannoso per i titoli growth rispetto a quelli value. Uno dei metodi più utilizzati per definire il valore di un titolo consiste nel calcolo del valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi applicandovi un "tasso di sconto" (Discounted Cash Flow, metodo DCF). Il tasso di sconto dipende dai tassi di interesse: maggiore è il tasso, minore è il valore attuale dei flussi di cassa futuri e quindi minore è la valutazione attribuita all'investimento. Inoltre, tanto più lontano nel futuro si verificherà un flusso di cassa, tanto più basso sarà il suo valore attuale. Da un punto di vista algebrico, la formula del "valore attuale" è la seguente:

$$PV = \sum_{k=1}^n \frac{C_k}{(1+i)^k}$$

dove, PV è il valore attuale, C_k è l'importo del flusso di cassa futuro, i è il tasso di interesse (definito "tasso di sconto") e n è il numero di periodi.

I titoli growth hanno solitamente flussi di cassa attuali bassi, che si prevede diventeranno invece significativi in futuro; di contro, un titolo value ha dei flussi di cassa importanti nel presente, ma è caratterizzato da un ritmo di crescita più lento.

Poiché i tassi di interesse vengono in genere aumentati per combattere l'inflazione, l'assunto è che in tempi di inflazione elevata, i titoli growth subiranno un impatto più negativo rispetto ai titoli value, poiché i flussi di cassa futuri su cui si basano le loro valutazioni saranno maggiormente scontati. Ciò supporta la tesi secondo cui l'inflazione avrebbe una correlazione positiva col rendimento di titoli value e negativa con le azioni growth.

L'inflazione nei Mercati di Frontiera

Considerando quanto detto nel paragrafo precedente, un mercato azionario in cui la componente growth prevale su quella value, tende a risentire maggiormente di periodi di elevata inflazione, sia nel breve che nel lungo periodo.

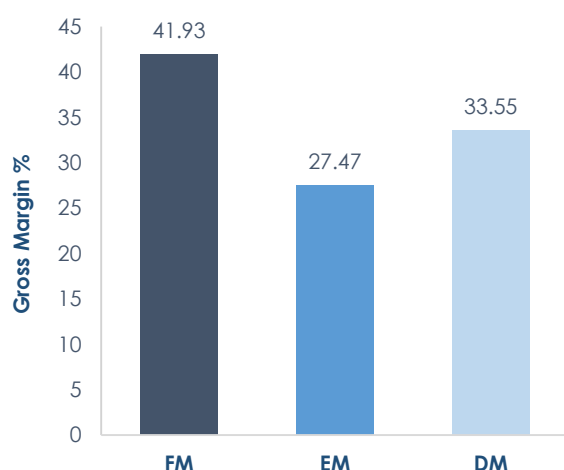
Frontier Markets – L'inflazione è così negativa?

Ottobre 2021

In base alle definizioni dell'MSCI, metà dell'indice MSCI World è considerato growth, mentre per l'MSCI Emerging Markets la componente growth è ancor più rilevante, attestandosi a quasi il 65% dell'indice. I Mercati di Frontiera, invece, non sono divisi in titoli value e growth, essendo quest'ultima una componente molto piccola. Questo potrebbe essere uno dei motivi per cui in letteratura è quasi sempre stata riscontrata una lieve ma positiva correlazione tra azionariato di frontiera ed inflazione. È il caso di Nigeria, Kenya, Marocco, Zimbabwe, Vietnam, Pakistan, Bangladesh, Giordania, Arabia Saudita e Kuwait, paesi in cui diversi studiosi hanno constatato come pressioni inflazionistiche hanno un effetto positivo sui rendimenti azionari soprattutto nel lungo periodo - contrariamente a quanto invece la letteratura riporta per i paesi più sviluppati.

In un contesto inflazionistico ad aumentare sono sia i costi di input che i prezzi al consumo, ma se un'elevata percentuale dei costi è tenuta fissa, l'azienda in questione gode di un margine di profitto più elevato. Il grafico sottostante indica che i Mercati di Frontiera godono in media di questo vantaggio rispetto ai Mercati emergenti e Sviluppati.

Exhibit 1: Margine di profitto % per MSCI Frontier Markets Index, MSCI Emerging Markets Index e MSCI World Index.



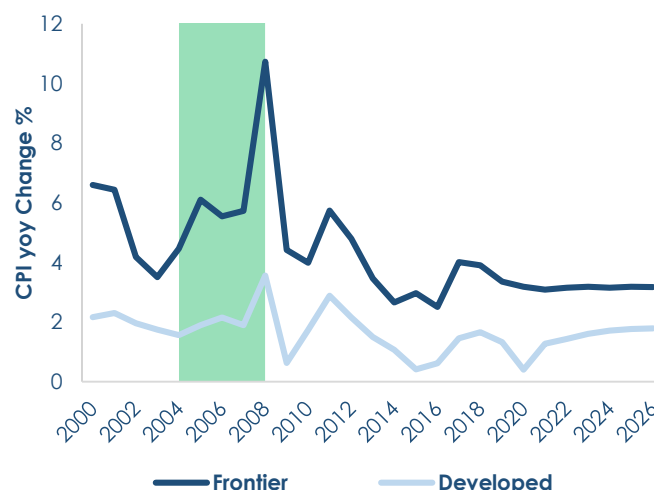
Fonte: MSCI, Bloomberg
Dati al 30 Settembre

Uno sguardo alla storia recente

Nonostante siano ritenuti paesi più instabili, dopo un periodo di aggiustamento - fisiologico per le economie in crescita - l'inflazione nei Mercati di Frontiera si è stabilizzata allo stesso livello dei Mercati Emergenti e, secondo gli ultimi

dati del Fondo Monetario Internazionale, si stima che mantenga tali valori anche nei prossimi anni.

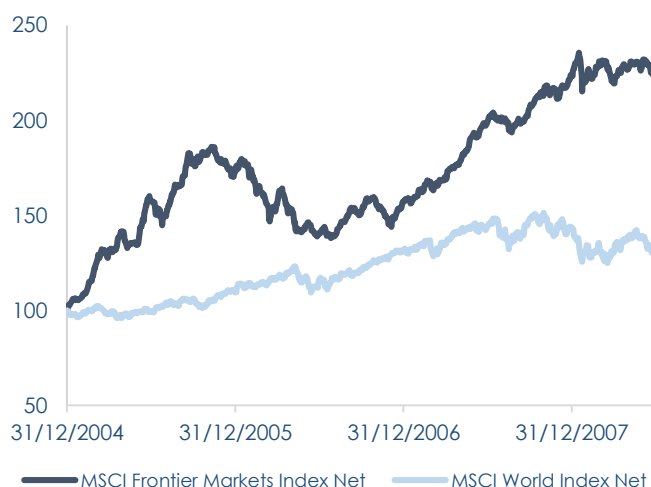
Exhibit 2: Storico delle variazioni annuali del CPI in % dal 2000 ad oggi.



Fonte: FMI, Kallisto Partners
Dati al 30 Settembre

Anche se con qualche differenza, la storia tende spesso a ripetersi, e, a ben guardare, aumenti dell'inflazione negli ultimi 20 anni (il periodo evidenziato in verde in Exhibit 2) hanno portato a performance relativamente migliori per i Mercati di Frontiera rispetto a agli Sviluppati.

Exhibit 3: Rendimento degli indici Net MSCI Frontier Markets Index e MSCI World Index dal 31/12/2004 al 30/06/2008



Fonte: MSCI, Bloomberg, Kallisto Partners

Frontier Markets – L'inflazione è così negativa?

Ottobre 2021

Conclusioni

Investitori ed aziende tengono costantemente sotto controllo il livello dell'inflazione, i cui incrementi sono solitamente considerati motivo di preoccupazione. Le pressioni inflazionistiche post pandemia ed i potenziali effetti sono stati e sono tuttora uno degli argomenti più discussi dalla comunità finanziaria.

Al momento riteniamo che sia ancora prematuro esprimere un parere sugli effetti che avrà quest'ondata inflazionistica sui mercati, soprattutto considerando che i tassi di inflazione su base annuale confrontano il livello dei prezzi di oggi con quello dell'anno scorso in piena pandemia, quando i consumi erano ai minimi storici. Tuttavia, è utile avere una panoramica di come l'inflazione ha storicamente influenzato i mercati azionari globali.

La letteratura attuale ci dice che l'inflazione è più dannosa in contesti di breve periodo, avendo un impatto negativo molto più significativo sui titoli growth piuttosto che sui titoli value. Questo potrebbe spiegare perché i Mercati azionari di Frontiera, composti principalmente da titoli value, tendenzialmente mostrano una correlazione positiva con l'inflazione, soprattutto in un'ottica di lungo termine.

Bibliografia

Al-Sharkas, A., & Al-Zoubi, M., (2014). Stock Prices and Inflation: Evidence from Jordan, Saudi Arabia, Kuwait, and Morocco. "Economic Research Forum", Working Paper n° 653.

Belcaid, K., & El Ghini, A., (2021). Macro-finance determinants and the stock market development: evidence from Morocco. "Middle East Development Journal", Vol. 13, Issue 1, pp. 99-127.

Eldomiaty, T., Saeed, Y., Hammam, R., & AboulSoud, S., (2018). The associations between stock prices, inflation rates, interest rates are still persistent: empirical evidence from stock duration model. "Journal of Economics, Finance and Administrative Science", Vol. 25, Issue 49.

Mahonye, N., & Mandishara, L., (2014). Stock market returns and hyperinflation in Zimbabwe. "Investment Management and Financial Innovations", Vol. 11, Issue 4.

Mahzabeen, S., (2016). Impact of money, interest rate and inflation on Dhaka Stock Exchange (DSE) of Bangladesh. "Journal of Business and Technology", Vol. 11, Issue 1.

Mogire, G., (2016). The effect of inflation on stock market returns at the Nairobi Securities Exchange. Working Paper, University of Nairobi, School of Business.

Ngoc Bui, T., (2019). Inflation and Stock Index: evidence from Vietnam. "Journal of Management Information and Decision Sciences", Vol. 22, Issue 4.

Ramzan, I., (2016). Impact of Inflation on Stock Market Performance in Pakistan. CBIBM Pakistan Conference 2016.