

Reddito fisso dei mercati emergenti: ragioni di ottimismo

Claudia Calich | Gestore del fondo e responsabile del debito EM

Agosto 2021

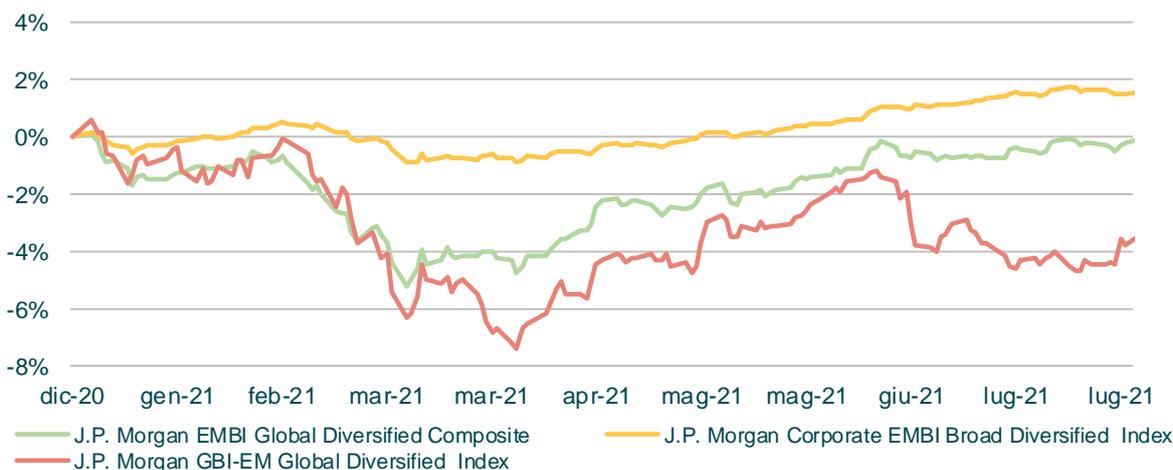
- Dopo aver messo a segno uno straordinario recupero nella seconda metà del 2020, il **debito dei mercati emergenti (EM)** ha segnato una **battuta d'arresto** fino ad oggi nel corso del 2021.
- Nonostante le incertezze residue relative a ulteriori focolai di COVID-19 e nuove varianti, e con cautela rispetto alle valutazioni obbligazionarie, cerchiamo di stabilire se potrebbe essere ora giunto il momento per un **recupero delle performance del debito EM** rispetto ai buoni risultati registrati in altre asset class di rischio.
- Se da una parte gli spread di credito EM hanno continuato complessivamente a contrarsi, ci sono a nostro avviso **aree di valore** ancora inesplorate. Riteniamo che le **valutazioni del debito EM** presentino **vantaggi** rispetto a buona parte degli altri mercati del reddito fisso e siano attualmente sostenute da un ambiente economico globale in fase di **recupero** e da numerosi **indicatori macroeconomici** che sembrerebbero muoversi nella **giusta direzione** per il debito dei Paesi emergenti.

Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbe diminuire così come aumentare, determinando movimenti al rialzo o al ribasso del valore dell'investimento. Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo del fondo verrà realizzato ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo iniziale investito. Le performance passate eventualmente citate non sono indicative dei risultati futuri.

Dopo uno straordinario recupero nella seconda metà del 2020, le performance degli asset obbligazionari dei **mercati emergenti (EM)** hanno segnato una battuta d'arresto nei primi sei mesi del 2021, in quanto il secondo trimestre piuttosto solido non è stato sufficiente a compensare un più debole trimestre di apertura. Un dollaro statunitense più forte e un aumento dei costi di prestito (fissati dai rendimenti del Tesoro USA) hanno pesato sui risultati dell'asset class ([Grafico 1](#)). La **duration** inferiore delle

obbligazioni corporate EM ha aiutato questo segmento del mercato a **sovraperformare** durante la prima metà dell'anno, mentre i **titoli di Stato**, in particolare quelli in valuta locale, hanno registrato l'andamento peggiore. Gli asset in **valuta locale** sono balzati in avanti nei mesi di aprile e maggio, ma i toni aggressivi dell'incontro di giugno della Federal Reserve statunitense hanno determinato rinnovate pressioni di vendita, con il rafforzamento del biglietto verde.

Grafico 1 | Performance del debito EM nel 2021 ad oggi (% performance totale)



Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: M&G, JP Morgan, 30 luglio 2021 Rendimenti in dollari statunitensi.

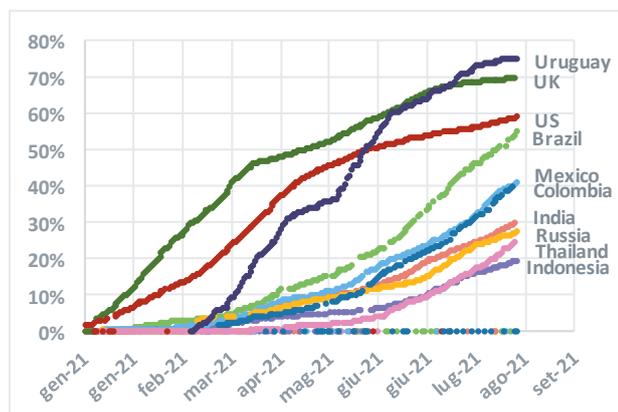
Le **performance** nei mesi di luglio e agosto ad oggi (18 agosto, data di redazione) sono finora state miste per il debito EM, con una performance deludente degli asset in valuta locale per via dell'ampio **indebolimento** delle **valute** dei **mercati emergenti** rispetto al dollaro USA, mentre gli asset in valuta forte hanno registrato un risultato leggermente positivo, sostenuti dall'appiattimento della curva dei rendimenti dei Treasury.

Dati lo stato di salute dell'economia globale in continuo miglioramento, e la minaccia COVID-19 apparentemente in ritirata in numerose nazioni con percentuali di vaccinati molto elevate (con un po' di strada ovviamente ancora da fare in alcuni mercati emergenti) potremmo trovarci a un **punto di svolta** per l'asset class? Non vogliamo sminuire i rischi derivanti dalla lentezza della campagna vaccinale nei mercati emergenti finora (rispetto alla maggior parte dei mercati sviluppati), ma individuiamo diversi motivi di ottimismo per l'asset class in futuro.

Ragioni per essere costruttivi sul debito EM per il resto del 2021

La **crescita economica** nei mercati emergenti è balzata in avanti e resta molto solida. Le ultime proiezioni del **Fondo Monetario Internazionale (FMI)** prevedono una crescita del **6,3%** quest'anno e del **5,2%** nel 2022 per le economie EM.¹ È interessante notare che il FMI prevede anche una prospettiva di **crescita** leggermente più equilibrata; le proiezioni di crescita per l'Asia sono state leggermente riviste al ribasso nell'outlook di luglio del FMI rispetto a una base molto elevata nel mese di aprile (in gran parte a causa delle ripercussioni della recente grave situazione di COVID-19 in India) e al rialzo in altre regioni, specialmente in America Latina.

Grafico 2 | Quota di popolazione che ha ricevuto almeno una dose di vaccino COVID-19

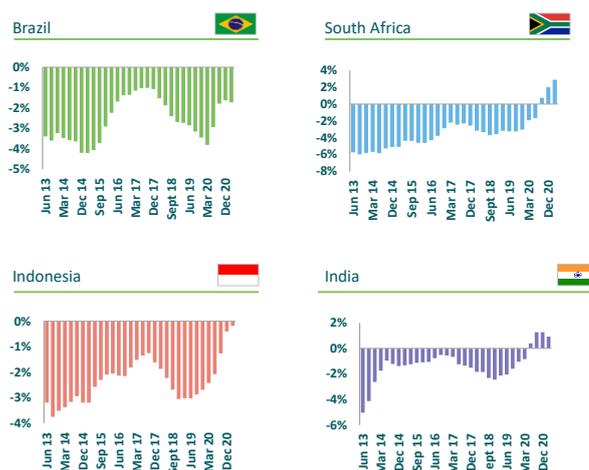


Fonte: Ourworldindata.org

Queste prospettive sembrano essere supportate dagli ultimi dati sulle vaccinazioni (**Grafico 2**) che mostrano tassi di vaccinazione in rapido miglioramento in gran parte dell'America Latina rispetto a parti dell'Asia.² Con un aumento nell'adozione dei **vaccini** e man mano che le nazioni imparano ad adattarsi al virus, le possibilità di ulteriori **shock di crescita** indotti dal virus dovrebbero a nostro avviso **diminuire** sostanzialmente.

Gli squilibri di domanda e offerta a livello globale durante la crisi COVID-19 hanno in realtà avuto l'effetto di migliorare i **saldi delle partite correnti** per molte nazioni emergenti, con alcune che hanno toccato i livelli più alti in molti anni (**Grafico 3**).

Grafico 3 | Dinamiche saldi partite correnti in selezionati Paesi EM



Fonte: M&G, Bloomberg, marzo 2021 (ultimi dati disponibili).

Saldi delle partite correnti più sani rendono le nazioni dei mercati emergenti meno dipendenti dagli afflussi di capitali esteri e meno soggette a ulteriori attacchi di volatilità di mercato, il che pensiamo dovrebbe aiutare a **sostenere** le valute EM.

Le **valute EM** (misurate dalla componente valutaria dell'indice JP Morgan's GBI EM Global Diversified) sono in calo di oltre il **3%** da inizio anno (al 18 agosto) e ci sembrano sottovalutate.

Dopo la crisi finanziaria globale del **2007-2009**, i forti e persistenti afflussi nel debito dei mercati emergenti hanno fatto sì che molte valute EM si apprezzassero e che il dollaro USA scendesse ai minimi storici. Questa volta, tuttavia, i flussi verso le valute locali EM sono stati più contenuti e, pur essendosi deprezzato rispetto alle sue massime pandemiche, il **dollaro USA** rimane decisamente più oneroso di quanto fosse durante il periodo **2011-2014**.

¹ Prospettive economiche mondiali FMI (aggiornamento di luglio 2021).

² Fonte: ourworldindata.org.

A nostro avviso, le valute EM potrebbero offrire agli investitori **opportunità** d'investimento nel medio termine.

Anche se si inizia a parlare di tapering della **politica monetaria** negli Stati Uniti, ci aspettiamo che la Federal Reserve (Fed) rimanga accomodante per i tempi a venire, soprattutto dato che le autorità monetarie si sono impegnate in un quadro di "obiettivo di inflazione media." Molte banche centrali EM hanno preventivamente aumentato i **tassi di interesse** prima della Fed.

Tra le 15 banche centrali maggiori dei Paesi emergenti, sei hanno già innalzato i tassi almeno una volta quest'anno. Solo giugno ha visto il maggior numero di aumenti dei tassi dal 2011 (Brasile, Repubblica Ceca, Ungheria, Messico e Russia hanno tutti aumentato i tassi di interesse), contribuendo a ridurre il rischio di inflazione e rendendo le loro valute più allettanti per gli investitori esteri.

L'**inflazione EM** ha subito un'accelerazione negli ultimi trimestri con la riapertura delle economie e il rimbalzo dei mercati delle materie prime. Tuttavia, riteniamo che l'**inflazione EM dovrebbe restare piuttosto contenuta**. Numerose nazioni emergenti hanno ancora molta capacità inutilizzata nelle loro economie e dovrebbero disporre della flessibilità di chiudere divari di produzione, anche fino al 2022, a nostro avviso.

Le **banche centrali EM** hanno guadagnato maggiore credibilità nell'ultimo decennio circa e molte hanno già dimostrato la loro volontà di aumentare i tassi, a sostegno della nostra opinione. Gran parte della **pressione sui prezzi** che abbiamo visto recentemente nei mercati emergenti sembra essere temporanea, guidata da quelli che riteniamo essere fattori transitori, **strozzature dell'offerta** ed effetti base nei dati.

Crediamo che a lungo termine questa pressione si dovrebbe **appianare**. Di fatto, gli ultimi dati sui prezzi provenienti da JP Morgan hanno indicato che l'inflazione dei prezzi alimentari ha iniziato a stabilizzarsi di recente.

Nonostante lo shock all'economia globale degli ultimi 18 mesi, le società EM offrono attualmente **indicatori di credito relativamente soddisfacenti**, a nostro avviso. Una recente analisi ha messo in luce che la leva finanziaria netta tra le società EM si è deteriorata solo leggermente nel corso del 2020 ed è ancora decisamente inferiore a quella delle società dei mercati sviluppati.³

Inoltre, secondo la stessa fonte, tra le società EM a rendimento più elevato, l'**indice di copertura** (una misura di quanto facilmente una società possa utilizzare il proprio flusso di cassa per corrispondere gli interessi sul proprio

debito in essere) è ora superiore a quello dei loro pari high yield negli Stati Uniti per la prima volta dal 2013.

In questo contesto, ci aspettiamo **tassi di insolvenza relativamente bassi** (circa il 2% - 3%) nel segmento **high yield** del mercato delle obbligazioni societarie EM nel 2021. Una prospettiva più solida per le **società EM** dovrebbe a nostro avviso attrarre gli investitori preoccupati della potenziale volatilità del mercato obbligazionario EM e della sensibilità ai tassi d'interesse. Il debito EM ha visto una ripresa molto robusta in termini di **spread di credito**, con la categoria investment grade (sia obbligazioni sovrane che societarie) quasi tornata ai livelli pre-pandemici.

Tuttavia, i **titoli sovrani investment grade** sono probabilmente ora crediti complessivamente più deboli di quanto non fossero prima della pandemia, dato l'aumento dell'onere del debito che la maggior parte dei paesi ha subito.

A nostro avviso, questo non si riflette più negli spread dei titoli investment grade ([Grafico 4, lato sinistro](#)). Tuttavia, riteniamo che il mercato delle **obbligazioni sovrane ad alto rendimento** offra ancora un valore interessante su base selettiva ([Grafico 4, lato destro](#)).

Nel mese di luglio, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha approvato un'assegnazione di **Diritti Speciali di Prelievo (DSP)** di un valore equivalente a **650 miliardi di dollari USA**, con l'obiettivo di dare impulso alle economie colpite dalla pandemia. I paesi emergenti dovrebbero ricevere **275 miliardi di dollari** in totale.

Si tratta della **più grande assegnazione di diritti speciali di prelievo nella storia del FMI**, con la precedente avvenuta durante la crisi finanziaria globale nel 2009.

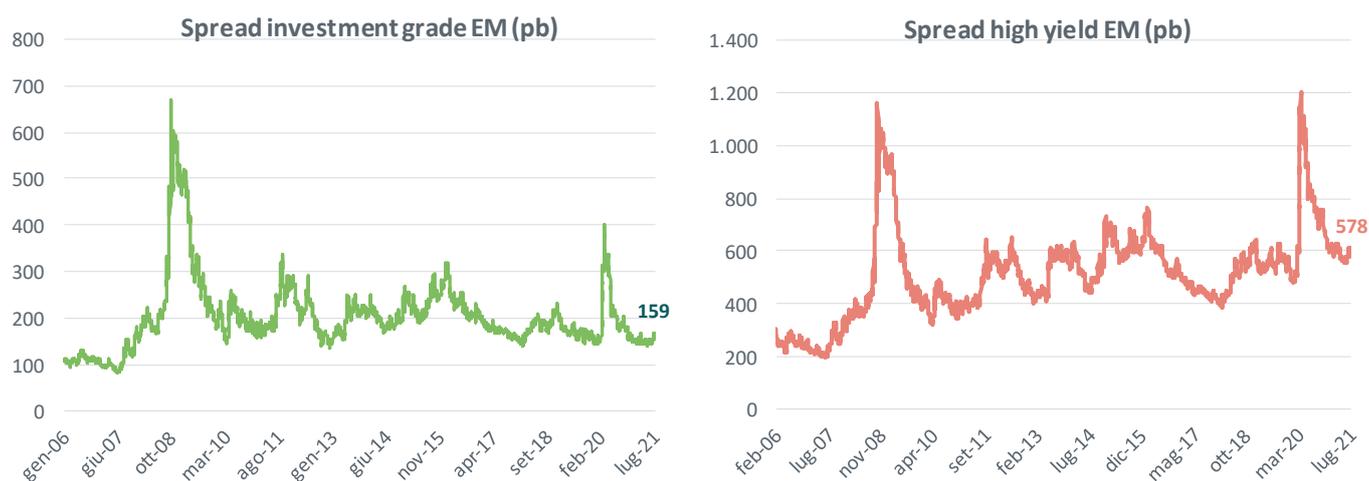
Pensiamo che sia una mossa positiva e che fornirà uno stimolo molto gradito alle finanze di alcuni paesi, sostenendo la tesi di investimento a favore del debito sovrano dei mercati emergenti e di frontiera in particolare.

Riepilogo

In sintesi, crediamo che la **crescita economica tra i Paesi EM continuerà** a guadagnare terreno, sostenuta da **programmi di vaccinazione** in espansione che dovrebbero contribuire a migliorare i **fondamentali** sia di emittenti sovrani che societari.

³ Analisi dalle Prospettive di metà anno 2021 di JP Morgan's EM Corporate.

Grafico 4 | Spread di credito dei titoli sovrani EM in valuta forte: investment grade e high yield a confronto



Fonte: indici JP Morgan, 31 luglio 2021

Al contempo, i **divari di produzione** in molte nazioni EM dovrebbero riuscire a **contenere l'inflazione**, e **solide posizioni** sulle **partite correnti** dovrebbero poter mitigare i potenziali effetti del tapering statunitense, a nostro avviso.

Pur non sminuendo i rischi posti dalla battaglia in corso contro il COVID-19, compresi i rischi legati a varianti non ancora scoperte, i fattori di cui sopra ci danno ragioni di **ottimismo** verso l'asset class per il resto del 2021. Tuttavia, date le differenze nelle velocità relative in termini di disponibilità e adozione della vaccinazione e nella velocità di riapertura, potremmo vedere un **quadro macroeconomico sempre più differenziato** tra i paesi dei mercati emergenti. Riteniamo pertanto fondamentale che gli investitori continuino ad adottare un **approccio flessibile** e gestito attivamente nell'asset class.

Si ricorda che gli investimenti in obbligazioni sono influenzati dai tassi d'interesse, dall'inflazione e dai rating del credito. Può capitare che gli emittenti obbligazionari non siano in grado di corrispondere gli interessi o di rimborsare il capitale. Tutti questi eventi possono ridurre il valore delle obbligazioni detenute da un fondo.

Investire nei mercati emergenti comporta un rischio di perdita maggiore a causa di diversi fattori, inclusi i più elevati rischi politici, fiscali, economici, normativi, di cambio e di liquidità. Potrebbe essere difficile acquistare, vendere, custodire o valutare investimenti in tali Paesi.



Il presente documento è concepito a uso esclusivo di investitori qualificati. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute. Queste informazioni non costituiscono un'offerta o una sollecitazione di offerta per l'acquisto di azioni di investimento di uno dei Fondi qui citati. Gli acquisti relativi a un Fondo devono basarsi sul Prospetto Informativo corrente. Copie gratuite degli Atti Costitutivi, dei Prospetti Informativi, dei Documenti di Informazione Chiave per gli Investitori (KIID) e delle Relazioni annuali e semestrali sono disponibili presso M&G International Investments S.A. Tali documenti sono disponibili anche sul sito: www.mandigitalia.it. **Prima della sottoscrizione gli investitori devono leggere il Prospetto informativo**, che illustra i rischi di investimento associati a questi fondi. Questa attività di promozione finanziaria è pubblicata da M&G International Investments S.A. Sede legale: 16, boulevard Royal, L 2449, Luxembourg.