

Reddito fisso dei mercati emergenti

Analisi 2021 e prospettive 2022

Claudia Calich, responsabile del debito EM

- Dopo un 2021 difficile per il **debito dei mercati emergenti (EM)**, analizziamo alcuni dei fattori che potrebbero determinare **prospettive migliori** per l'asset class nel 2022.
- Anche se persistono alcuni degli elementi all'origine dei risultati più deludenti per gli investimenti in debito nel 2021 (come ad esempio un aumento delle pressioni inflazionistiche globali, un dollaro USA forte e rischi specifici per alcuni Paesi, in particolare la Cina), una **sana ripresa economica** sottesa sembra permanere a livello globale, nonostante le attuali incertezze dovute alla variante Omicron del COVID-19.

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 non sono indicative dei risultati futuri.

Nel 2021 il debito sovrano dei Paesi emergenti ha generato risultati negativi, in particolare i mercati locali, stretti fra la morsa del **deprezzamento valutario e tassi più elevati** (Grafico 1). Le **obbligazioni societarie** hanno dato prova di migliore tenuta in quanto la qualità media del credito dell'indice corporate è più elevata, nonostante i problemi specifici di settore (ovvero il rischio immobiliare della Cina).

Grafico 1 | Ripartizione della performance del reddito fisso dei Paesi emergenti (in dollari statunitensi) per il 2021 (%)

P. = performance / R. = rendimento / D. S. = debito sovrano

	P. totale	R. da interessi	R. da prezzo	R. da spread	R. da Treasury	R. da cambi
D. S. EM in valuta forte	-1,8	4,9	-6,4	1,6	-3,3	n/a
D. S. EM in valuta locale	-8,7	5,2	-7,8	n/a	n/a	-6,0
D. S. EM in valuta forte	0,9	4,7	-3,6	2,8	-1,8	n/a

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

Fonte: M&G, JP Morgan, dicembre 2021. Benchmark utilizzati: Debito sovrano dei mercati emergenti in valuta forte (Indice JP Morgan EMBI Global Diversified); Debito societario dei mercati emergenti in valuta forte (Indice JP Morgan CEMBI Global Diversified); Debito sovrano dei mercati emergenti in valuta locale (Indice JP Morgan GBI EM Global Diversified).

Alcune delle situazioni che hanno determinato la performance deludente del 2021 potrebbero non verificarsi nel 2022, ma ci sono ancora **diversi fattori** cui prestare attenzione:

1) Inflazione

Una grossa sorpresa per il 2021. Una combinazione di recupero dal lato della domanda e stimolo fiscale, strozzature dal lato delle forniture, la carenza di manodopera, il **deprezzamento valutario** in alcuni casi e politiche delle banche centrali molto accomodanti nella prima parte dell'anno hanno determinato le **pressioni inflazionistiche** più sostenute in decenni. Nell'ambito dei mercati emergenti, l'**Asia** ha generato **risultati migliori** delle altre regioni, ma quasi tutti gli altri Paesi hanno avuto a che fare con persistenti pressioni sui prezzi. Anche se nel **mondo sviluppato** imperversa il dibattito su quanto possa essere permanente questo shock, crediamo che nello spazio EM i suoi effetti saranno più temporanei per le seguenti ragioni:

- a) La **risposta politica** di molti paesi emergenti è stata molto più **preventiva**. Molte banche centrali hanno iniziato a inasprire le loro politiche monetarie a metà 2021 e in molti casi i tassi reali non si trovano più in territorio accomodante.
- b) A differenza di alcuni mercati sviluppati (DM), la **prospettiva di stimoli fiscali** è ben più **limitata** in quanto i livelli di debito sono aumentati rapidamente dal 2020, in molti casi. Meno stimoli fiscali evitano interventi massicci da un punto di vista monetario.
- c) A differenza di alcuni mercati sviluppati, in particolare gli Stati Uniti, molte economie non si sono completamente riprese dalla recessione del 2020 e presentano ancora un **divario di produzione negativo**.

- d) A nostro avviso, la rimozione degli effetti di base ridurrà probabilmente le cifre di inflazione su base annua. È improbabile che i **prezzi delle materie prime**, come il petrolio e alcuni alimenti, **continuino a salire** allo stesso ritmo del 2021. Queste voci hanno un grande peso sul paniere dell'inflazione dei prezzi al consumo delle economie dei mercati emergenti.
- e) Pensiamo che le **valute EM** potrebbero registrare un **andamento migliore** nel 2022 (approfondiremo questo punto nel paragrafo seguente).

2) Dollaro statunitense forte in un contesto di contrazioni della Fed

Nel 2021, le aspettative di un **inasprimento della politica della Fed** hanno contribuito alla **sovrapformance del dollaro USA** rispetto alle valute EM e alle altre principali valute. Il migliore differenziale di crescita dei Paesi sviluppati rispetto a molti paesi emergenti e i modesti flussi di capitale nel reddito fisso EM più in generale hanno anch'essi avuto un impatto in questo senso. Effettivamente, molte **valute EM** si sono **deprezzate** rispetto al dollaro USA nonostante le loro banche centrali abbiano perseguito politiche di inasprimento e nonostante il miglioramento delle entrate delle partite correnti (dovuto in parte ai prezzi delle materie prime più elevati).

Una situazione analoga si era già verificata, durante precedenti cicli di contrazione. Le valute locali EM hanno registrato **rendimenti negativi per tre anni** (2013-2015) durante un precedente periodo di **tapering**, per esempio, ma hanno effettivamente generato un rendimento positivo nel 2016, quando la Fed ha iniziato ad aumentare i tassi di interesse ([Grafico 2](#)). È errore comune credere che le valute EM arranchino a causa delle contrazioni da parte della Fed. In realtà, tendono a **deprezzarsi in anticipo**, in modo che per quando la Fed inizia ad attuare i suoi movimenti, le valute in questione possano generare **performance relativamente soddisfacenti**.

Dato che quasi tutte le **valute EM** sono fondamentalmente **più economiche** adesso rispetto ad allora (molte erano sopravvalutate) e che gli **squilibri** delle partite correnti sono ben **più ridotti** (in molti casi, ci sono dei surplus), crediamo che, a meno che la Fed non debba aumentare i tassi di interesse oltre quanto riflesso nelle recenti stime del grafico *dot plot* (3 aumenti per il 2022, proseguendo fino al 2024), i **mercati locali EM** dovrebbero mettere a segno **performance migliori nel 2022**. A nostro avviso, questo risultato dovrebbe essere determinato dall'aspetto valutario piuttosto che dai tassi, in quanto la probabilità di tagli è ancora molto limitata vista la politica di inasprimento della Fed.

Grafico 2 | Performance storica reddito fisso EM, 2013-2021

	Debito sovrano EM in valuta forte (%)	Debito sovrano EM in valuta locale (%)	Debito corporate EM in valuta forte (%)
2021	-1,80	-8,75	0,91
2020	5,26	2,69	7,13
2019	15,04	13,47	13,09
2018	-4,26	-6,21	-1,65
2017	10,26	15,21	7,97
2016	10,15	9,94	9,65
2015	1,18	-14,92	1,30
2014	7,43	-5,72	4,96
2013	-5,25	-8,98	-0,60

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

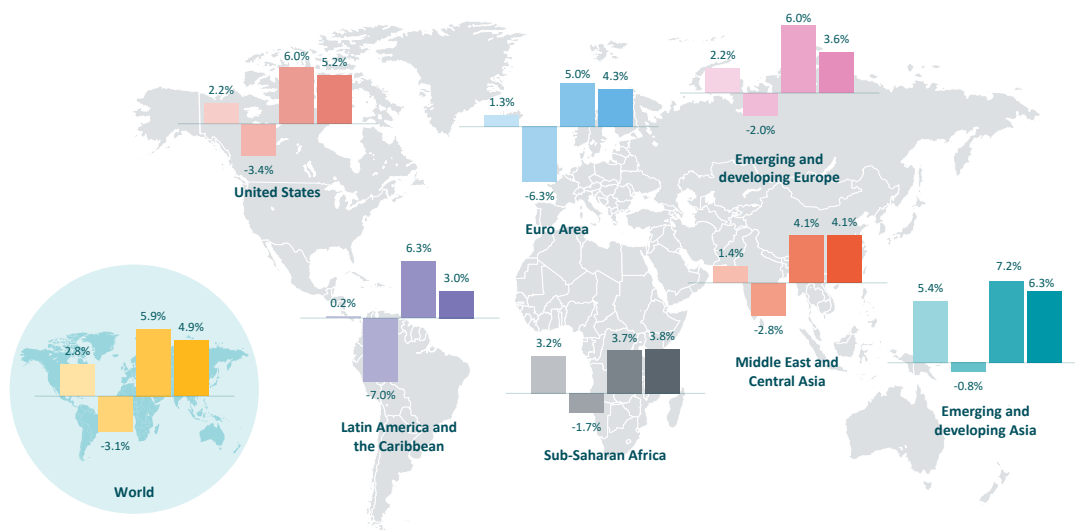
Fonte: M&G, JP Morgan, dicembre 2021. Benchmark utilizzati: Debito sovrano dei mercati emergenti in valuta forte (Indice JP Morgan EMBI Global Diversified); Debito societario dei mercati emergenti in valuta forte (Indice JP Morgan CEMBI Global Diversified); Debito sovrano dei mercati emergenti in valuta locale (Indice JP Morgan GBI EM Global Diversified).

3) Crescita globale

Con stimoli monetari e fiscali più modesti, un potere d'acquisto eroso dall'**inflazione** e il mondo ancora alle prese con la lotta al **COVID-19** (attualmente il ceppo Omicron, e in seguito forse altre varianti), la **crescita globale** è destinata a **rallentare** nel 2022. Anzi, le proiezioni mostrate nel [Grafico 3](#) saranno probabilmente riviste al ribasso nei prossimi mesi, una volta che avremo più informazioni sull'impatto di Omicron. Pur rappresentando questo un elemento in parte frenante, **siamo lontani da una recessione in stile 2020**.

È molto probabile che la **Cina** veda un **calo della crescita**, a nostro avviso, ma ha iniziato ad allentare la sua politica attraverso tagli al **coefficiente di riserva obbligatoria (RRR)** e, se dovesse decidere di farlo, avrebbe la possibilità di fornire un **sostegno selettivo** al suo tormentato **settore immobiliare**. L'RRR rappresenta la quantità di denaro che le banche devono detenere in proporzione ai loro depositi totali: diminuire l'importo richiesto aumenterà ciò che le banche possono prestare alle aziende e agli individui.

Grafico 3 | Ultime previsioni di crescita globale FMI (a/a) 2019-2022



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

Fonte: M&G, Prospettive economiche mondiali FMI, ottobre 2021 (ultimi dati disponibili) Nota: l'ordine delle barre per ogni gruppo indica (da sinistra a destra): dato effettivo 2019 e 2020, proiezioni 2021 e 2022.

4) Rischio geopolitico e politico

Il perenne jolly. I potenziali “focolai” includono la **Russia contro l'Occidente** e l'**Ucraina**, e potenzialmente più tensioni **USA-Cina**. Riteniamo che si tratti di **eventi a bassa probabilità**, ma **ad alto impatto**, non completamente prezzati dal mercato. In termini di elezioni o eventi programmati, il **quarto trimestre** sarà probabilmente particolarmente degno di nota. Il **congresso del partito cinese** si svolge nel quarto trimestre, così come le **elezioni americane** di metà mandato. Le **elezioni EM più importanti** dal punto di vista del mercato avranno luogo in **Brasile** anch'esse durante il quarto trimestre, e c'è la possibilità di soddisfare un vasto elettorato centrista non soddisfatto dei candidati principali (Bolsonaro in carica contro l'ex leader di sinistra Lula). L'**America Latina** rimane profondamente divisa in molti paesi. Le amministrazioni in **Cile e Perù**, in particolare, dovranno affrontare un delicato gioco di equilibrio. In **Turchia**, non è chiaro se il presidente Erdogan chiederà elezioni anticipate prima del 2023. Il continuo allontanamento del paese da politiche ortodosse rimane preoccupante, ma fortunatamente non sta causando un contagio significativo sui prezzi degli asset al di fuori della Turchia stessa.

5) Valutazioni e sentiment

Se da una parte il **sentiment** nei confronti del debito EM era stato troppo rialzista un anno fa, ora è passato a essere a nostro avviso **ribassista**, e il che potrebbe essere un

segnale rialzista di per sé. Le **valutazioni sono migliorate**, in particolare nel debito locale EM (cambi e, in misura minore, tassi) e in alcune emissioni ad alto rendimento. Gli **spread dell'investment grade**, d'altra parte, rimangono **costosi** e offrono **poca protezione** contro l'aumento dei rendimenti statunitensi.

Escludendo gli emittenti cinesi ad alto rendimento, si prevede che i **default societari** restino prossimi ai **modesti livelli attuali**, dato il verificarsi nel 2021 di un certo deleveraging e/o una gestione delle passività. Inoltre, i **prezzi delle materie prime** sono **più elevati** ed è poco probabile a nostro avviso che la crescita, pur se deludente, provochi una recessione nel 2022.

Anche all'interno del **settore immobiliare cinese**, che ha già visto alcuni default e con altri in arrivo, il **rischio di contagio** è stato piuttosto ridotto. Semmai, i mercati locali cinesi sono stati tra i più performanti nel 2021 (lo yuan si è persino apprezzato rispetto al dollaro USA) in risposta a una forte restrizione delle partite correnti e del conto capitale.

I **titoli di Stato locali** si sono comportati come **asset sicuri**, dato che il grosso dei detentori è ancora composto da investitori interni e, in un contesto di bassa inflazione, sono riusciti anche a mettere a segno una **sovrapformance**. È inoltre degno di nota il fatto che, nonostante il forte sell-off nel settore, l'**indice CEMBI** abbia registrato un **risultato positivo** nel 2021 riflettendo, a nostro avviso, la composizione ben diversificata dell'universo di

investimento in termini di paesi e settori, nonché la qualità media investment grade a livello di indice.

Le **ristrutturazioni del debito** sovrano potrebbero includere Sri Lanka, El Salvador ed Etiopia, ma nessuna è abbastanza sistemica da causare un contagio, a nostro avviso.

Conclusioni

Nel complesso, siamo **meno preoccupati per l'inflazione EM** nel 2022, e **favoriamo** selettivamente **le valute EM con forti saldi** dei conti esteri o dove l'inflazione potrebbe presto raggiungere il picco. Pur essendo più cauti sulla crescita, **favoriamo l'high yield rispetto al debito investment grade**, ma riconosciamo le "code larghe" all'interno di questo segmento (che indicano una maggiore probabilità di eventi rari): come sempre, **differenziare sarà fondamentale**.

Nel 2021, per esempio, abbiamo visto rendimenti del -30% per El Salvador ed Etiopia e rendimenti ancora peggiori nello spazio immobiliare cinese, ma i crediti distressed possono anche sorprendere al rialzo, come lo Zambia (+50%). Siamo orientati verso **l'aumento di esposizione locale** e la **gestione tattica della componente ad alto rendimento** con un **approccio attivo** nella selezione bottom-up dei paesi e dei crediti e il dimensionamento delle posizioni.