

Obbligazionario emergente: sette temi per il 2021

Gregory Smith, Senior Emerging Markets Strategist

Dicembre 2020

- Nel 2020 le economie dei mercati emergenti hanno resistito meglio rispetto a quelle dei mercati sviluppati, trainate da Cina e Asia orientale.
- Pensiamo che temi come un eventuale ritiro graduale delle misure di stimolo, le politiche monetarie globali e il contesto geopolitico svolgeranno un ruolo centrale nelle prospettive globali per il 2021.
- Le valutazioni delle obbligazioni globali hanno recuperato gran parte del terreno perso nel 2020, tuttavia siamo convinti che gli spread in alcune aree dell'obbligazionario emergente rimangano interessanti in questa parte finale dell'anno, e che alcune valute emergenti siano sottovalutate.

Il valore degli investimenti nel fondo è destinato ad oscillare. Questo determina il movimento al rialzo o al ribasso degli investimenti e la possibilità che non si riesca a recuperare l'ammontare inizialmente investito. L'investimento nei mercati emergenti comporta un maggiore rischio di perdite a causa, tra gli altri fattori, di rischi politici, fiscali, economici, valutari, di liquidità e normativi più elevati. In tali paesi possono esserci difficoltà nell'acquistare, vendere, custodire o valutare gli investimenti.

I mercati hanno chiuso il 2020 all'insegna dell'ottimismo, con il restringimento degli spread dei mercati emergenti nell'ultimo trimestre in un contesto in cui l'esito delle elezioni statunitensi e le notizie positive sui vaccini hanno rafforzato la fiducia degli investitori. Dalla recessione globale i riflettori si sono spostati sulle aspettative di una ripresa economica.

C'è stata una sensazione di sollievo generale nel lasciarsi il 2020 alle spalle. È stato un anno movimentato e difficile, ma con molte lezioni da analizzare e da cui imparare. Il nuovo anno sarà probabilmente caratterizzato da un numero inferiore di eventi "senza precedenti" - un'espressione frequentemente usata negli ultimi 12 mesi - e sembra poter offrire buone opportunità per gli investitori. Ecco sette temi che riteniamo avranno un impatto sull'obbligazionario emergente nel 2021.

Tema 1 | Virus e vaccini: una ripresa economica a più velocità

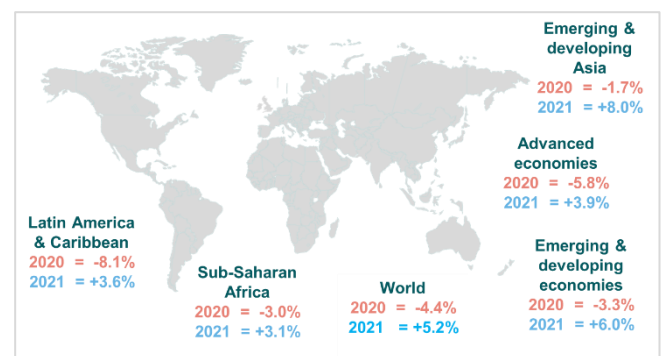
I drastici ma necessari interventi messi in atto dalle autorità di tutto il mondo in risposta alla pandemia hanno mandato in recessione le economie mondiali tra marzo e aprile. L'entità dei contagi da Covid-19 è variata significativamente tra i singoli paesi, di conseguenza anche le ricadute economiche e le conseguenti riprese differiscono.

Nel 2020 le economie dell'Est Asiatico, soprattutto la Cina, si sono dimostrate più resilienti, in particolare rispetto all'Europa e agli Stati Uniti. Se la produzione mondiale è crollata nel corso dell'anno, quella della Cina è cresciuta.

Questo ha sostenuto le economie emergenti, che hanno registrato una contrazione inferiore rispetto a quelle avanzate. Anche le previsioni di ripresa per il 2021 sono più ottimistiche per i mercati emergenti rispetto a quelli avanzati, come indicano le recenti proiezioni sulla crescita dell'FMI ([Grafico 1](#)).

Le previsioni per il 2021 si fondano sull'ipotesi che eventuali ulteriori ondate pandemiche potranno essere evitate, o quanto meno contenute, grazie al lancio dei vaccini. È evidente che rimangano ancora delle incertezze riguardanti la traiettoria del virus e che diversi paesi debbano muoversi con prudenza nel valutare quale livello di stimoli o di politiche di sostegno sarà necessario per alimentare la ripresa. Un brusco ritiro degli stimoli o un affrettato ritorno alla normalizzazione delle politiche potrebbe soffocare la ripresa sul nascere.

Grafico 1 | Previsioni di crescita FMI (PIL) per regione



Fonte: IMF World Economic Outlook, ottobre 2020.

Tema 2 | Effervescenza degli stimoli e tassi di interesse bassi a livello globale

A marzo 2020, le politiche monetarie fortemente accomodanti delle principali economie sviluppate hanno salvato i mercati dal tracollo. Quando le acque si sono calmate, la ripresa tra i mercati ha finito per alimentare la domanda di obbligazioni emergenti. Da maggio 2020, i bassi tassi di interesse e il rinnovato ottimismo tra gli investitori hanno alimentato la ricerca di rendimento, riportando gli spread delle obbligazioni emergenti ai livelli di inizio anno.

L'ottimismo nei confronti del 2021 si fonda in larga parte sulla convinzione che i tassi di interesse globali rimarranno più bassi più a lungo e che le politiche accomodanti delle banche centrali proseguiranno, in tandem con ulteriori stimoli fiscali. Uno scenario di questo tipo crea un contesto positivo per i mercati emergenti, ma eventuali segnali di un affievolirsi dell'effervescenza degli stimoli potrebbero mettere alla prova il sentiment degli investitori nel 2021.

Tema 3 | Le obbligazioni emergenti high yield recupereranno in parte terreno

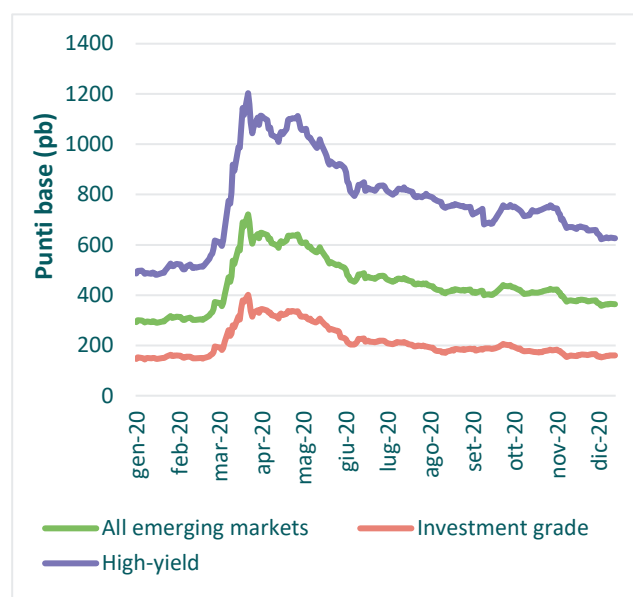
Gli spread delle obbligazioni emergenti investment grade si sono ridotti dai massimi di marzo e aprile 2020, tornando rapidamente ai livelli pre-pandemia.

Anche il segmento emergente high yield ha beneficiato di una ripresa a maggio, ma gli spread sono rimasti lontani dai livelli di inizio anno (**Grafico 2**), non riuscendo a tenere il passo dell'investment grade per via delle incertezze su eventuali effetti tardivi del virus sulle economie di frontiera. Per gran parte dell'anno è stato difficile valutare con precisione le conseguenze sulla sostenibilità del debito.

Pertanto, per tutto il 2020 gli spread delle obbligazioni emergenti high yield sono rimasti elevati. L'esito delle elezioni statunitensi e l'ottimismo rispetto ai vaccini hanno contribuito a ridurre il divario con un rally di fine anno, ma i titoli di frontiera sono rimasti indietro al volgere del 2021.

Pensiamo che nel 2021 il segmento high yield emergente recupererà probabilmente una parte di questo ritardo, registrando una performance migliore rispetto al 2020. Ma la selezione a livello di paese e di titoli sarà cruciale, in quanto gran parte dei paesi registra un incremento dei livelli di debito.

Grafico 2 | Spread delle obbligazioni governative emergenti per rating



Le performance passate non sono indicativi di risultati futuri.

Fonte: Bloomberg, 15 dicembre 2020. "Tutti i mercati emergenti" rappresentati dall'indice JP Morgan EMBI Diversified. "Investment grade" e "High yield" sono le componenti dell'indice con i rispettivi rating creditizi.

Tema 4 | Profonde cicatrici sul debito pubblico

Nel 2020 abbiamo assistito a un'impennata dell'indebitamento pubblico a livello globale e i mercati emergenti non hanno fatto eccezione, anche se gran parte dei debiti sono stati contratti a livello nazionale e in valuta locale.

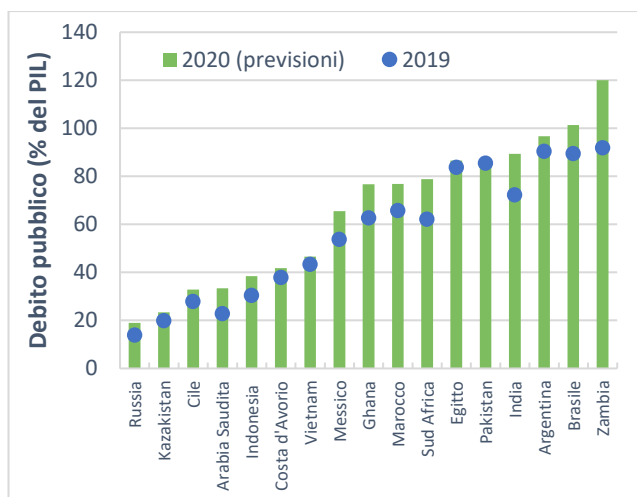
Si tratta di una situazione diversa dalle classiche crisi dei mercati emergenti poiché i governi hanno potuto tagliare i tassi di interesse e contrarre prestiti a costi inferiori. In molti paesi emergenti, alcuni dei quali si sono persino avvicinati allo zero bound in termini di tassi, i mandati delle banche centrali sono stati ampliati con politiche simili al quantitative easing per preservare la liquidità nei mercati o per finanziare a fondo perduto le spese legate alla pandemia. I paesi di frontiera con un'inflazione più elevata o impossibilitati ad accedere a tutti i finanziamenti necessari a livello nazionale hanno potuto ricorrere a crediti di emergenza. L'FMI e altre istituzioni finanziarie internazionali hanno concesso, su richiesta dei paesi, prestiti in valuta forte, senza esigere il solito rispetto di condizioni politiche, poiché era importante che i fondi venissero erogati rapidamente.

Verso la fine dell'anno è stato possibile individuare le aree che presentavano le cicatrici più profonde in termini di debito pubblico. Nel 2020, sei Stati sovrani hanno subito un declassamento del rating, tra cui diversi paesi che erano già

andati incontro a seri rischi di solvibilità nel 2019 (Argentina, Libano e Zambia) e molti paesi le cui economie sono state particolarmente colpite dalla pandemia (Ecuador, Belize e Suriname). Gli investitori si chiedono adesso se c'è il rischio che altri paesi li seguano nel 2021.

Se è vero che i rischi legati al debito sono aumentati (**Grafico 3**), questi non indicano, a nostro avviso, un'imminente crisi sistemica del debito nei mercati emergenti. I rischi variano notevolmente da paese a paese. Ad esempio, sia il Brasile che il Messico hanno registrato ampi deficit di bilancio nel 2020, ma le pressioni sul debito sono molto diverse. Il Brasile dovrebbe stabilizzare il suo debito pubblico a circa il 103% del PIL, mentre il Messico può farlo al 65%.

Grafico 3 | Le cicatrici della crisi sul debito pubblico



Fonte: IMF World Economic Outlook, ottobre 2020.

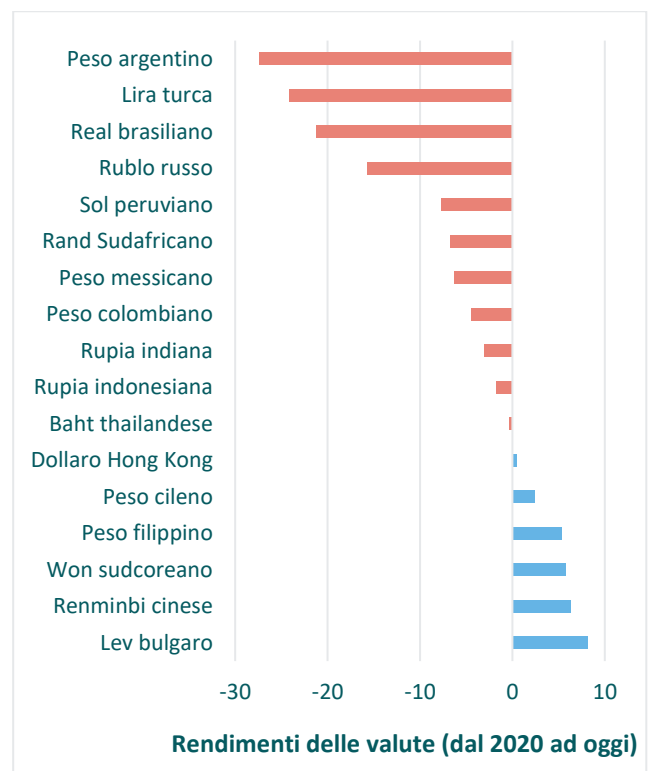
I principali mercati emergenti si sono indebitati soprattutto nei mercati nazionali, spesso con flussi esteri, suggerendo che una crisi valutaria o la necessità di generare un certo livello di inflazione saranno più probabili di un default del debito estero di tipo argentino. Ma per i paesi, per la gran parte di frontiera, che si sono fortemente indebitati con l'estero, i rischi valutari persistono. In un'ottica di costruzione del portafoglio, la scelta del paese è quindi fondamentale, in quanto la situazione tra i paesi è notevolmente eterogenea. Alcuni presentano rischi minori, un accesso al mercato e possono risolvere rapidamente le difficoltà di liquidità nel corso di una ripresa, mentre per altri è probabile che emergano problemi di solvibilità.

Tema 5 | Un leggero indebolimento del dollaro USA

Le obbligazioni dei mercati emergenti hanno registrato forti deflussi nel marzo 2020. I flussi si sono poi ripresi, per chiudere l'anno in territorio positivo. Tuttavia, il ritmo degli afflussi verso i fondi obbligazionari locali è stato in un

primo momento lento e si è ripreso con convinzione solo quando le previsioni sull'esito delle elezioni statunitensi si sono fatte più nette. Questa tendenza è stata poi rafforzata dalle notizie positive sui vaccini. Il miglioramento dei dati economici nel terzo trimestre e il posizionamento degli investitori hanno permesso anche ad alcune delle valute emergenti più colpite di riprendersi nel quarto trimestre. Le valute emergenti hanno sopportato gran parte del peso della correzione di inizio crisi, ma nel corso dell'anno hanno tendenzialmente recuperato (**Grafico 4**).

Grafico 4 | Valute delle economie emergenti nel 2020



Le performance passate non sono indicativi di risultati futuri.

Fonte: Bloomberg, 15 dicembre 2020 (per una selezione di paesi).

Malgrado il contesto di pandemia il 2020 ha visto un afflusso record di capitali esteri verso le obbligazioni cinesi in valuta locale, dopo la loro inclusione negli indici obbligazionari globali. Riteniamo che questa tendenza continuerà e che probabilmente creerà una nuova domanda da parte degli investitori, proveniente dal dirottamento dei flussi dei mercati sviluppati piuttosto che da quello di altri mercati emergenti.

Ci aspettiamo che nel 2021 il dollaro USA continuerà a indebolirsi. Riteniamo che ciò darebbe una spinta alle valute emergenti e sosterrrebbe i rendimenti del debito emergente in valuta locale. Tuttavia, un eventuale rallentamento inatteso dell'economia globale

provocherebbe una diminuzione dell'interesse degli investitori.

Tema 6 | Petrolio e accordi dell'OPEC

La Russia, i paesi del Golfo e gli altri paesi esportatori di petrolio dei mercati emergenti sono andati incontro a incertezze e volatilità elevate, con i prezzi del petrolio che sono passati dal picco di inizio anno di quasi 69 dollari al barile a un minimo di circa 20 dollari al barile. La riapertura delle economie e un'adeguata coesione tra i membri dell'OPEC e dell'OPEC+ nell'onorare i tagli di produzione previsti hanno permesso al petrolio di stabilizzarsi intorno ai 50 dollari al barile. I governi hanno dovuto abbandonare e rielaborare i programmi di bilancio per il 2020 in un contesto in cui aumentava il fabbisogno di spesa per via della pandemia e i proventi petroliferi crollavano.

Nel 2021 le prospettive dei corsi petroliferi rimangono incerte. Riteniamo che la rapidità con cui l'economia globale si riprenderà, le tensioni tra l'Occidente e l'Iran e il successo nel mantenere l'armonia tra i membri dell'OPEC+ saranno tutti fattori determinanti.

Per gli esportatori di petrolio che non dispongono di grandi riserve finanziarie, le riforme a breve termine saranno cruciali per ripristinare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Molti paesi non si sono mai adeguati completamente a un prezzo del petrolio inferiore ai 100 dollari al barile, né hanno fatto progressi con piani di diversificazione delle loro economie. Tra questi ci sono l'Oman e il Bahrein, la Nigeria, il Gabon e l'Angola.

I paesi del Golfo con ampie basi di attività finanziarie hanno scelto di indebitarsi anziché lasciare che le loro attività si riducessero troppo velocemente. Per questi paesi le riforme e la diversificazione sono altrettanto importanti ma con tempistiche meno pressanti. Dalla loro inclusione negli indici, i paesi del Golfo sono cresciuti rapidamente in termini di dimensioni tra gli emittenti e rappresentano ora una quota ampia e crescente degli indici obbligazionari dei mercati emergenti. Alla luce degli attuali piani di collocamento questa tendenza sembra destinata a perdurare nel 2021.

Tema 7 | Le tensioni geopolitiche più acute difficilmente si attenueranno

Negli Stati Uniti è prevedibile un allontanamento dalla politica estera di stampo trumpiano. Tuttavia, il panorama politico globale è cambiato e difficilmente si tornerà alle politiche a cui eravamo abituati sotto la presidenza Obama. Possiamo comunque aspettarci una politica più assennata, in opposizione alle reazioni impulsive e ai post su Twitter a tarda notte. Questo contesto potrebbe rivelarsi più complesso per nazioni come l'Arabia Saudita, la Turchia e la Russia, mentre potrebbero essere favoriti il Messico e il multilateralismo. Se cambiamenti nella politica estera sono probabili nel 2021, a nostro avviso alcuni di essi richiederanno più tempo per svilupparsi e si manifesteranno più in là sotto la presidenza Biden.

Gli aspetti geopolitici sembrano destinati a svolgere un ruolo importante nei mercati emergenti, con alcuni venti contrari che influenzeranno l'asset class, mentre altri venti trasversali potrebbero giustificare un approccio specifico per regione o per paese. Le relazioni Stati Uniti-Cina dovrebbero rimanere un tema centrale ed è improbabile che le tensioni si attenuino con la crescita della Cina e il rafforzarsi della sua minaccia per l'egemonia globale degli Stati Uniti. Nel frattempo, sarà necessario monitorare la politica mediorientale, oltre alle elezioni, in particolare in Perù, Cile ed Ecuador.

Prospettive

Siamo impazienti di vedere cosa porterà il 2021, dopo un 2020 difficile e imprevedibile. Con i tre quarti delle obbligazioni dei mercati sviluppati che scambiano a rendimenti negativi, corretti per l'inflazione, l'investimento nelle obbligazioni dei mercati emergenti è tanto più interessante.

Benché si possa affermare che il segmento delle obbligazioni investment grade dei mercati emergenti comincerà ad apparire meno appetibile in ragione delle valutazioni, riteniamo che gli spread nel segmento delle obbligazioni high yield rimangano a livelli interessanti e che alcune valute dei mercati emergenti siano sottovalutate.