



Cinque motivi per investire adesso nel reddito fisso dei mercati emergenti

4

**Cinque motivi per investire adesso
nel reddito fisso dei mercati emergenti**

9

**I principali timori degli investitori
e perché sono gestibili**

13

Non è più tempo di rimanere a guardare?



—
Sergey Goncharov
Portfolio Manager



—
Carlos de Sousa
Emerging Markets Strategist,
Portfolio Manager



—
Adrian Bender
Client Portfolio Manager

Sintesi

Ora che il ciclo di rialzi dei tassi di interesse della Federal Reserve statunitense ha raggiunto una fase avanzata, la discesa dell'inflazione è già iniziata e il mercato sconta un tasso sui Fed Funds al 5 per cento tra pochi mesi, gli investitori si chiedono se sia giunto il momento di ridurre la liquidità e aumentare l'allocazione ai mercati emergenti.

Da un nostro sondaggio condotto su oltre 300 investitori istituzionali globali è emerso che due terzi sono propensi ad aumentare la loro esposizione alle obbligazioni dei mercati emergenti nei prossimi due anni.

Se guardiamo oltre la forte ondata di vendite che ha colpito i mercati emergenti, possiamo trovare valide argomentazioni a sostegno di questa asset class. In questo momento i rendimenti sono assolutamente interessanti. Il Fondo Monetario Internazionale ha formulato previsioni di crescita migliori per i mercati emergenti rispetto ai mercati sviluppati. Gli elevati livelli di diversificazione possono ridurre sensibilmente i rischi specifici.

Le argomentazioni più comuni contro l'investimento nel reddito fisso dei mercati emergenti comprendono: un dollaro forte a fronte di una stretta monetaria aggressiva da parte della Fed, rischio di recessione globale e maggiore rischio di default nei mercati emergenti. Vi sveleremo perché riteniamo che questi rischi siano gestibili.

Rimanere a bordocampo potrebbe non essere la strategia di investimento migliore per il 2023.

Cinque motivi per investire adesso nel reddito fisso dei mercati emergenti

Nel 2022 i mercati finanziari hanno vissuto uno degli anni peggiori degli ultimi decenni, in tutte le asset class. Gli asset rischiosi, investimenti nei mercati emergenti compresi, sono stati particolarmente penalizzati. Di conseguenza, i mercati emergenti sono percepiti come ad alto rischio e sono pertanto sottorappresentati nei portafogli degli investitori.

Abbiamo commissionato un sondaggio su oltre 300 investitori istituzionali in Europa, Americhe e Asia-Pacifico, pubblicato lo scorso mese di maggio. Abbiamo scoperto che due terzi degli intervistati avrebbero probabilmente aumentato la loro esposizione alle obbligazioni dei mercati emergenti nell'arco di due anni per i seguenti motivi:

- Il 64 per cento degli intervistati investe in asset obbligazionari dei mercati emergenti per ottenere diversificazione, performance ESG e rendimento.
- Più di tre investitori su quattro sostengono l'adozione di strategie attive per le obbligazioni dei mercati emergenti, individuando opportunità di alfa nelle valutazioni non corrette e nelle inefficienze dei mercati emergenti.
- Diversificazione, reddito e allineamento ESG spingono gli investitori verso le obbligazioni corporate dei mercati emergenti.

Com'era prevedibile, i partecipanti al sondaggio hanno anche espresso timori sull'investimento nel reddito fisso dei mercati emergenti.

In questo articolo sveleremo i cinque motivi per cui preferiamo questa asset class ad altre e perché riteniamo che gli attuali timori degli investitori costituiscano rischi gestibili.



1. Un'ondata di vendite massiccia e prolungata ha creato opportunità per gli investitori a lungo termine

Le perdite registrate nel 2022 sono imputabili principalmente al brusco passaggio da più di un decennio di inflazione molto bassa a un periodo incerto di inflazione elevata a livello globale. Gli asset dei mercati emergenti sono stati tra i più penalizzati quest'anno. Il rialzo dei tassi di interesse è stato incredibilmente negativo per gli asset rischiosi in generale e, come si poteva prevedere, il sentiment nei confronti dei mercati emergenti è diventato fortemente negativo.

L'ondata di vendite, durata 14 mesi, è stata estenuante per gli investitori. Il JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index (CEMBI), l'indice di riferimento per le obbligazioni corporate dei mercati emergenti, ha generato soltanto tre mesi di rendimenti moderatamente positivi nel periodo compreso tra settembre 2021, quando l'ondata di vendite è iniziata, e ottobre 2022.

Tale risultato è paragonabile all'ondata di vendite durata due mesi registrata nel 2020 al momento dello scoppio della pandemia di Covid e a quella durata cinque mesi registrata nel 2018, all'inizio della retorica anticommerciale del Presidente americano Donald Trump, la più lunga dal sell-off della Grande Crisi Finanziaria Globale, durato soltanto due mesi.

Tassi spread e azioni sono stati penalizzati, e la guerra in Ucraina ha aggravato il problema dell'inflazione a livello mondiale, minando la fiducia. Tuttavia, il sentiment nei confronti dei mercati emergenti sembra nettamente migliorato dal 10 novembre, quando gli Stati Uniti hanno pubblicato dati sull'inflazione inferiori alle attese.

Normalmente non è una buona idea attribuire un significato eccessivo a un solo punto di dati, ma questo conferma un'effettiva disinflazione in atto, con l'inflazione primaria annua in calo per il quarto mese consecutivo. Ciò conferma inoltre l'opinione secondo cui la Fed si sta avvicinando alla conclusione del ciclo di rialzi e probabilmente rallenterà il ritmo fino a raggiungere una pausa nel primo o nel secondo trimestre del 2023.

A fronte di uno scenario difficile, gli investitori hanno votato con i piedi. Da inizio anno hanno riscattato asset obbligazionari dei mercati emergenti per importi significativi, stimati in oltre 80 miliardi di USD in base ai dati di EPFR a metà novembre, e apparentemente mantengono una forte liquidità che dovrebbero cercare di investire quando la situazione sarà tornata stabile.

Insieme a livelli di emissioni primarie estremamente bassi nel 2022, ciò dovrebbe fornire dati tecnici positivi nel 2023. Nel quarto trimestre 2022 abbiamo assistito a una piccola ripresa delle emissioni sui mercati emergenti, indicativa di una view dei partecipanti al mercato più equilibrata.

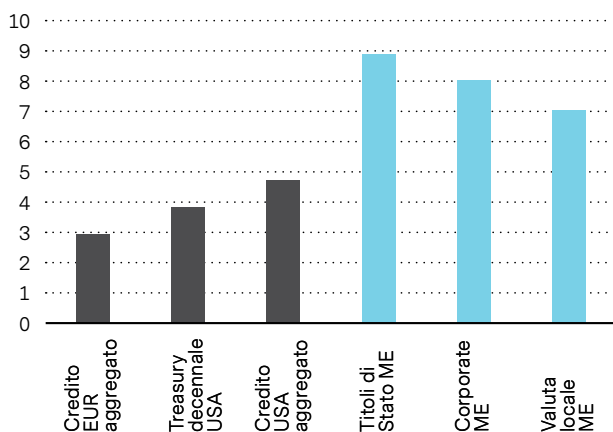
Tale attività primaria ha riguardato poche emissioni che hanno offerto un differenziale di premio significativo rispetto alla curva degli emittenti esistenti. I mercati primari rappresentano un altro terreno fertile per gli asset manager attivi, che tendenzialmente pagano i premi sulle nuove emissioni e sostengono la liquidità di mercati e portafogli.

2. Le obbligazioni dei mercati emergenti offrono maggiori rendimenti e una minore duration rispetto a quelle dei mercati sviluppati

La volatilità nei mercati crea opportunità. A seguito di aumento dei tassi, ampliamento degli spread e rendimenti complessivi più elevati, l'opinione precedentemente diffusa secondo cui le azioni (soprattutto le azioni statunitensi) sono l'asset class di crescita preferita è stata messa fortemente in discussione. In altre parole, l'acronimo «TINA» (*there is no alternative*, non c'è alternativa (alle azioni)) non esiste più. Il reddito fisso, di cui i mercati emergenti rappresentano un'area in crescita e sempre più popolare, si ripropone come investimento redditizio. Alcuni investitori potrebbero chiedere: perché impelagarsi con i mercati emergenti quando i rendimenti delle obbligazioni corporate statunitensi superano il 5,5 per cento?

Le obbligazioni dei mercati emergenti generano rendimenti più elevati

Rendimento in percentuale



Le performance passate non sono indicative dei rendimenti correnti o futuri.
 Fonte: Bloomberg, Vontobel Asset Management, al 21 novembre 2022.

I segmenti del reddito fisso dei mercati emergenti offrono un rendimento significativamente più elevato rispetto alle controparti dei mercati sviluppati, per non parlare del fatto che il 5,5 per cento è ancora di gran lunga inferiore all'inflazione. Ad esempio, le obbligazioni corporate e in valuta locale dei mercati emergenti generano un rendimento rispettivamente dell'8 per cento e del 7 per cento, mentre il debito sovrano in valuta forte dei mercati emergenti offre un rendimento vicino al 9 per cento. A titolo di confronto, il rendimento dei Treasury USA a 5 e 10 anni è inferiore al 4 per cento e quello dei bund tedeschi al 2 per cento.

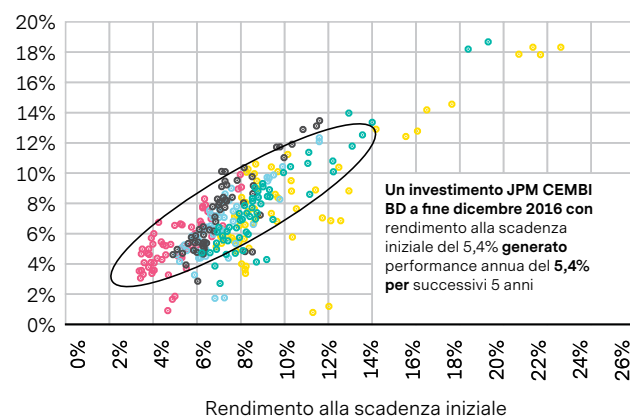
Storicamente, un rendimento iniziale maggiore ha prodotto un rendimento annualizzato maggiore rispetto all'indice di riferimento nell'arco di un periodo di cinque anni.

Anche gli spread high yield dei mercati emergenti offrono prospettive più favorevoli rispetto a quelli dei mercati sviluppati. Il grafico a sinistra confronta spread e duration, ed evidenzia che i mercati emergenti (verde) offrono spread più elevati rispetto ai titoli high yield (rosa) o corporate (blu) dei mercati sviluppati. Il raffronto tra segmenti dimostra che i titoli corporate high yield dei mercati emergenti hanno rating migliori e un rischio di duration minore e, tuttavia, continuano a evidenziare una ripresa degli spread rispetto ai titoli high yield statunitensi. I titoli di Stato high yield dei mercati emergenti hanno gli stessi rating e una duration leggermente più elevata, ma offrono spread più ampi di quasi il 100 per cento.

Per questo motivo, le obbligazioni corporate dei mercati emergenti potrebbero rappresentare un'alternativa per gli investitori in cerca di rendimenti e spread più elevati, nonché di una duration più breve a fronte dei timori di recessione e degli aumenti dei tassi nei mercati sviluppati. Nel contempo, a fronte della disinflazione già in atto negli

Nei titoli di Stato dei mercati emergenti, i rendimenti totali sono altamente correlati ai rendimenti iniziali

Rendimento totale annualizzato (orizzonte temporale superiore a 5 anni)



- Sov ME
- Corp ME
- Corp HY ME
- IG Corp USA
- Corp HY USA

Nota: ogni punto rappresenta un rendimento annuo continuativo a 5 anni rispetto al rendimento (alla scadenza) iniziale originale dell'indice. Inoltre, per Sov ME si intende il JPM EMBI GD, per Corp ME si intende il JPM CEMBI BD, per HY Corp ME si intende il sottoindice HY del JPM CEMBI BD, per IG Corp IG USA si intende l'indice ICE BofA US Corporate e per l'HY USA si intende l'indice ICE BofA US High Yield.

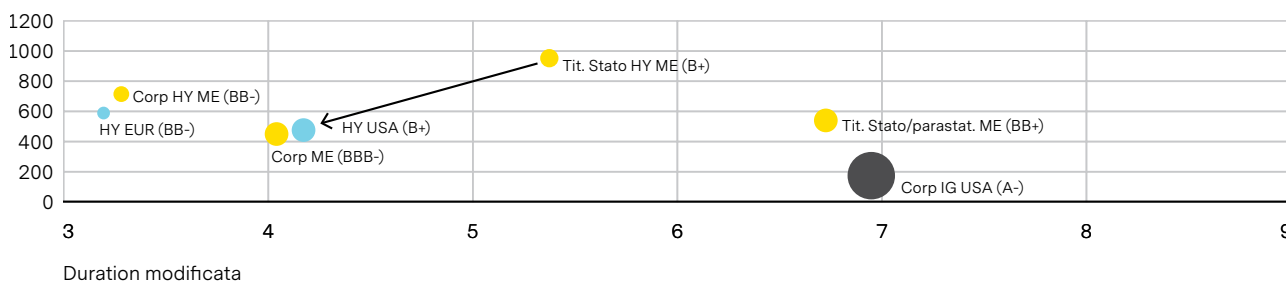
Fonte: Vontobel Asset Management, Bloomberg, dal 31 dicembre 2001 al 31 dicembre 2021.

Stati Uniti e in alcuni mercati emergenti, i titoli di Stato in valuta forte dei mercati emergenti con duration più lunga e spread molto più elevati potrebbero essere la sotto-classe ideale per gli investitori più ottimisti sulla duration.

Anche gli spread high yield dei mercati emergenti offrono prospettive più favorevoli rispetto a quelli dei mercati sviluppati. Il grafico a sinistra confronta spread e duration, ed evidenzia che i mercati emergenti (verde) offrono

Spread più elevati e duration più breve rispetto all'HY USA con un rating migliore

Spread (in pb)



Fonte: Indice ICE BofA Merrill Lynch US Corporate, indice ICE BofA Merrill Lynch Euro Corporate, J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified, J.P. Morgan EMBI Global Diversified, indice ICE BofA Merrill Lynch US High Yield, indice ICE BofA Merrill Lynch Euro High Yield, al 31.10.2022, Bloomberg. Rating degli indici medi indicati tra parentesi. L'entità della bolla rappresenta il valore di mercato in miliardi di USD.

spread più elevati rispetto ai titoli high yield (rosa) o corporate (blu) dei mercati sviluppati. Il raffronto tra segmenti dimostra che i titoli corporate high yield dei mercati emergenti hanno rating migliori e un rischio di duration minore e, tuttavia, continuano a evidenziare una ripresa degli spread rispetto ai titoli high yield statunitensi. I titoli di Stato high yield dei mercati emergenti hanno gli stessi rating e una duration leggermente più elevata, ma offrono spread più ampi di quasi il 100 per cento.

Per questo motivo, le obbligazioni corporate dei mercati emergenti potrebbero rappresentare un'alternativa per gli investitori in cerca di rendimenti e spread più elevati, nonché di una duration più breve a fronte dei timori di recessione e degli aumenti dei tassi nei mercati sviluppati. Nel contempo, a fronte della disinflazione già in atto negli Stati Uniti e in alcuni mercati emergenti, i titoli di Stato in valuta forte dei mercati emergenti con duration più lunga e spread molto più elevati potrebbero essere la sotto-classe ideale per gli investitori più ottimisti sulla duration.

3. Il FMI ha formulato previsioni di crescita migliori per i mercati emergenti rispetto ai mercati sviluppati

A ottobre il FMI ha rivisto al ribasso le stime di crescita del PIL mondiale e ha sottolineato la maggiore probabilità di una recessione globale. Tuttavia, la revisione è stata molto più netta per Europa e Stati Uniti rispetto ai mercati emergenti.

Ciò significa che, dopo il periodo piuttosto eccezionale del rimbalzo pandemico, quando i mercati sviluppati crescevano quasi allo stesso ritmo dei mercati emergenti, i differenziali di crescita del PIL probabilmente torneranno a livelli normali e i mercati emergenti riprenderanno il loro precedente ritmo di crescita.

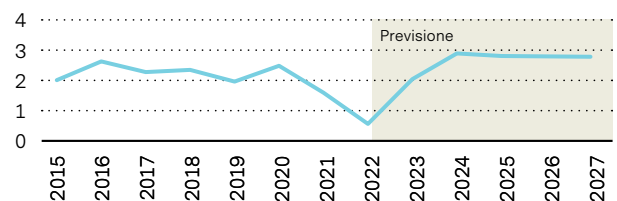
E questo accade nonostante le previsioni di un forte rallentamento della crescita in Cina: probabilmente l'allentamento della politica Zero-Covid sarà graduale e gli stimoli fiscali rimarranno modesti, con un netto potenziale di rialzo se lo scenario dovesse cambiare.

La crescita del PIL non è una variabile significativa per la determinazione degli spread dei mercati emergenti relativi. È indubbiamente utile come indicatore per le azioni, ma non per gli spread obbligazionari dei mercati emergenti. In breve, a volte una crescita rapida può essere insostenibile, mentre una crescita lenta può essere la conseguenza di misure di austerità che ripristinano la sostenibilità del debito.

Tuttavia, così come la forza del dollaro americano penalizza il sentiment, normalmente una crescita del PIL più

rapida nei mercati emergenti rispetto ai mercati sviluppati determina un miglioramento del sentiment degli investitori (il famoso principio «la liquidità dà la caccia alla crescita»).

Il differenziale di crescita tra ME e MS è previsto in aumento, favorendo un rinnovato interesse per il mercato



Le performance passate non sono indicative dei rendimenti correnti o futuri.
 Fonte: WEO del FMI. Le previsioni sono opinioni, non sono garantite e i risultati effettivi potrebbero differire in maniera sostanziale. ME: mercati emergenti; MS: mercati sviluppati, al 31 agosto 2022.

4. I tassi di default rimangono bassi e i bilanci stabili

Mediamente, le obbligazioni corporate dei mercati emergenti hanno bilanci più solidi rispetto alle obbligazioni equivalenti dei mercati sviluppati. Ciò spiega perché questi titoli hanno un rating medio migliore (nonostante il cap sovrano, che fa sì che in diversi Paesi le obbligazioni corporate hanno un rating inferiore ai titoli di Stato nonostante fondamentali solidi) e hanno registrato un tasso di default medio a lungo termine del 3,7 per cento solamente.

Tuttavia, quest'anno è stato diverso. La crisi immobiliare in Cina e le sanzioni russe seguite all'invasione dell'Ucraina, che hanno portato le obbligazioni corporate russe al default, hanno spinto il tasso di default dei titoli high yield dei mercati emergenti all'11,3 per cento nei primi dieci mesi dell'anno. Stando alle previsioni, il tasso di default dovrebbe mantenersi su livelli simili nel 2023, o scendere al 7,3 per cento se la Russia, attualmente fuori dall'indice, viene esclusa (fonte: JP Morgan).

Escludendo il settore immobiliare cinese e i titoli corporate di Russia e Ucraina, il tasso di default dei titoli corporate high yield dei mercati emergenti si attesta solamente all'1 per cento nel 2022; pertanto, i tassi di default dei titoli corporate dei mercati emergenti sono tutt'altro che allarmanti: alcuni default possono addirittura offrire opportunità interessanti per gli investitori attivi. Inoltre, mentre il tasso di default resterà probabilmente elevato nel settore immobiliare, i prezzi delle obbligazioni riflettono questa previsione. Il prezzo medio delle obbligazioni immobiliari high yield cinesi presenti nell'indice CEMBI si attesta a 28,5 centesimi sul dollaro alla data del presente documento, limitando il potenziale di ribasso futuro per gli investitori.



Recentemente anche i titoli sovrani hanno registrato alcuni default, creando l'assurda percezione che i mercati emergenti siano mercati «in emergenza». Mentre i fatti dimostrano il contrario:

1. escludendo Russia e Ucraina, la capitalizzazione di mercato dei default è molto modesta;
2. in caso di default di un Paese emergente, l'effetto contagio sui vicini è pressoché nullo. Gli investitori sono diventati molto più sofisticati negli ultimi anni e oggi, dopo l'ondata di default registrata durante il Covid, sono in grado di distinguere tra «casi disperati» e «storie normali».

5. Il reddito fisso dei mercati emergenti è ben diversificato

La diversificazione è spesso sottovalutata. In effetti, si sono verificati alcuni fallimenti concentrati nel segmento delle obbligazioni corporate dei mercati emergenti, come Russia e Ucraina, titoli high yield cinesi e finanziari non bancari messicani. Ma al di fuori di queste sacche, i tassi di default appaiono sotto controllo, considerando i motivi specifici che hanno determinato queste battute d'arresto.

Gli investitori sembrano sottovalutare il basso livello di contagio di questi mercati. I problemi macro della Turchia non hanno causato conseguenze particolarmente negative nei Paesi vicini, l'ondata di Covid in Cina penalizza lo scenario macro a livello mondiale, ma non un settore specifico nel Paese A o B. Questo ci riporta al tema principale della diversificazione all'interno dei mercati emergenti.

«Gli investitori sembrano sottovalutare il basso livello di contagio di questi mercati.»

Con oltre 80 Paesi classificati come mercati emergenti, un investitore può ottenere una diversificazione molto più ampia che non investendo in alcune regioni dei mercati sviluppati, dove singoli eventi influiscono su una quota nettamente maggiore dell'universo investibile.

I principali timori degli investitori e perché sono gestibili

Il sentiment nei confronti degli asset dei mercati emergenti è stato particolarmente negativo, poiché la Fed ha alzato i tassi più velocemente rispetto ad altre banche centrali sviluppate, con un conseguente rapido apprezzamento del dollaro.

Inoltre, la fine imminente di un'era ricca di liquidità a livello globale ha fatto crescere i timori di numerosi default nei mercati di frontiera che hanno emesso Eurobond per la prima volta nell'ultimo decennio e oggi si ritrovano senza un accesso al mercato.

Tra le principali argomentazioni contro l'investimento nel reddito fisso dei mercati emergenti includono:

1. un dollaro forte a fronte di una stretta monetaria aggressiva da parte della Fed
2. Rischio di una recessione globale
3. Maggiore rischio di default nei mercati emergenti

Esaminiamoli.

1. Il dollaro si è rafforzato molto di più rispetto ad altre valute dei mercati sviluppati che alle valute dei mercati emergenti.

In base all'indice DXY, nei primi nove mesi del 2022 il dollaro americano ha guadagnato il 16,67 per cento nei confronti delle principali valute dei mercati sviluppati. Normalmente, ci si aspetterebbe un peggioramento delle valute dei mercati emergenti durante i cicli di rialzi della Fed – come accaduto, ad esempio, nel 2018.

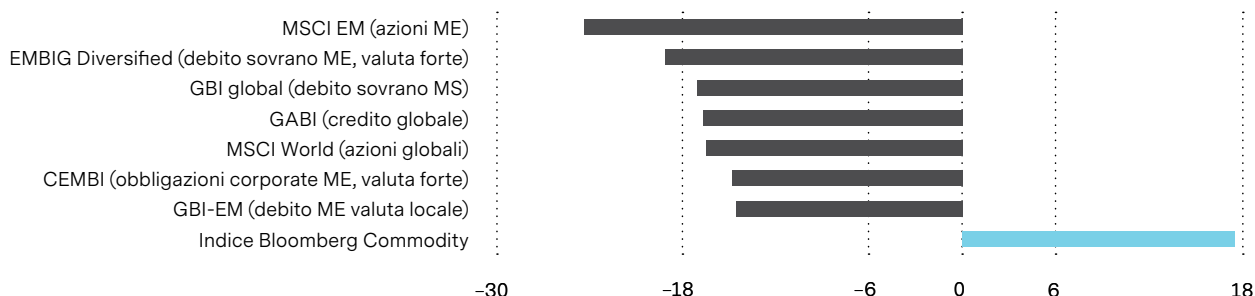
Tuttavia, il rendimento forex puro dell'indice JP Morgan Government Bond-Emerging Markets si è attestato a -10,87 per cento nello stesso periodo. In altre parole, diverse valute dei mercati emergenti stanno registrando un andamento nettamente migliore rispetto alle valute dei mercati sviluppati diverse dal dollaro. Infatti, real brasiliano, peso messicano e sol peruviano hanno segnato un rialzo nei confronti del biglietto verde da inizio anno.

Le valute dei mercati emergenti tendono a indebolirsi quando il carry è eroso dai rialzi della Fed. Quest'anno, tuttavia, il carry dei mercati emergenti non si è deteriorato, anzi è andato rafforzandosi malgrado i rialzi della banca centrale americana ed è ora ai massimi livelli da metà 2017.

Ciò dipende dal fatto che le banche centrali dei ME, specialmente in America Latina, hanno iniziato a incrementare i tassi molto prima e in modo più aggressivo rispetto a quanto fatto dalla Fed, tanto che un terzo dei 15 maggiori Paesi dell'indice GBI-EM ha ormai tassi di riferimento a doppia cifra. Per ulteriori dettagli su questo punto si rimanda al nostro articolo precedente, disponibile [qui](#).

Nonostante il rafforzamento del dollaro americano, le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale hanno registrato performance molto migliori di quelle in valuta forte, mentre grazie alla loro minore duration sia le obbligazioni corporate che sovrane in valuta locale dei mercati emergenti sono andate molto meglio dei titoli di Stato dei mercati sviluppati.

Nonostante il rafforzamento del dollaro americano, le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale hanno registrato performance molto migliori di quelle in valuta forte.



Fonte: Bloomberg e Vontobel AM, rendimenti da inizio anno al 23 novembre 2022.

Se il dollaro è forte il debito esterno dei mercati emergenti pesa di più. Ma questi non sono tempi normali.

Secondo logica, il rafforzamento del dollaro rende il fardello del debito estero nei ME meno sostenibile: quando si prende denaro in prestito in valuta estera e la propria valuta si deprezza, infatti, l'ammontare delle proprie passività risulterà più elevato se espresso nella moneta locale. Il reddito, invece, resta invariato dato che viene in gran parte percepito nella valuta nazionale sotto forma di imposte.

Questo può essere vero in tempi normali, ma questi non sono tempi normali. In primo luogo, la maggior parte dei mercati emergenti si finanzia attraverso un mix di valute locali ed estere. Se il debito domestico rappresenta la metà del debito pubblico di un Paese, l'effetto del dollaro forte è già ridotto del 50 per cento.

«... nel 2022 molti mercati emergenti hanno registrato una crescita più rapida dei ricavi rispetto al PIL e alcuni Paesi hanno conseguito un aumento dei ricavi in percentuale del PIL rispetto all'era pre-Covid.»

La composizione del debito è estremamente eterogenea e si passa da Paesi che generalmente contraggono prestiti in valuta estera a causa di un'inflazione cronicamente elevata, come l'Argentina, a Paesi come il Brasile, dove il 97 per cento del debito pubblico è denominato in valuta locale e, di conseguenza, dovrebbe essere pressoché immune al dollaro forte dal punto di vista della sostenibilità del dollaro.

In secondo luogo, anche i mercati emergenti attraversano una fase di inflazione elevata globale. Se un Paese ha un'inflazione al 10 per cento quest'anno, il suo PIL nominale registrerà un aumento del 10 per cento anche in assenza di crescita, compensando ampiamente l'equivalente forza del dollaro.

Inoltre, molti mercati emergenti hanno sistemi di tassazione fortemente regressivi, soprattutto in Paesi in via di sviluppo, nei quali IVA e dazi doganali sono più importanti delle imposte sul reddito. In un contesto di inflazione elevata, i ricavi generati da IVA e dazi doganali aumentano immediatamente, mentre le imposte sul reddito registrano un calo. Pertanto, molti mercati emergenti hanno registrato una crescita più rapida dei ricavi rispetto al PIL e alcuni Paesi hanno conseguito un aumento dei ricavi in percentuale del PIL rispetto all'era pre-Covid.



2. Normalmente gli spread high yield registrano forti ampliamenti durante le recessioni. Questo non è forse un motivo per evitare i mercati emergenti durante l'attuale rallentamento globale?

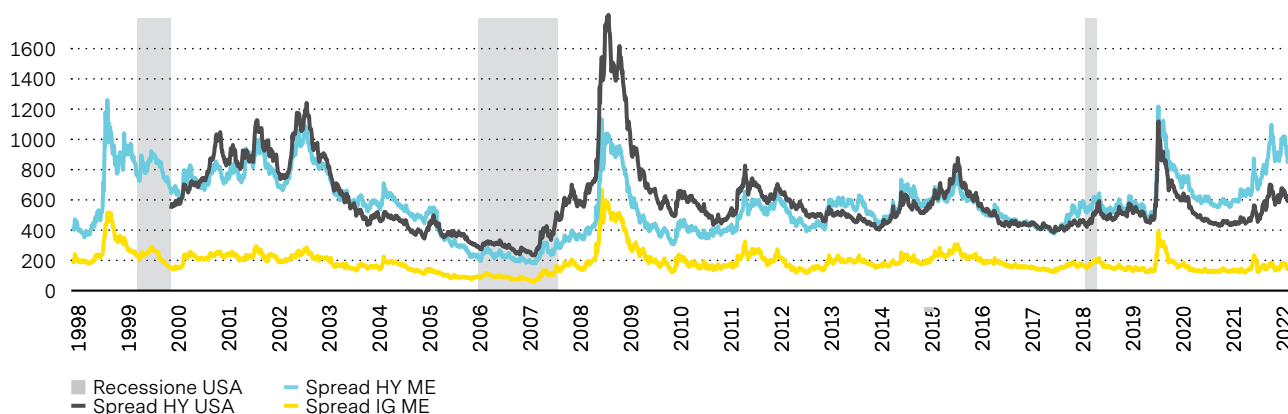
In linea di principio sì. Tuttavia, recentemente gli spread high yield dei mercati emergenti scambiavano intorno a 1.000 punti base, un livello vicino a quello registrato a dicembre 2008, quando la GCFs era in pieno corso, e più alto di quello della recessione statunitense del 2001. Gli spread sono diminuiti a novembre (sotto i 900 pb) quando i dati sull'inflazione USA hanno confermato che la disinflazione è già in atto; tuttavia, si tratta di un livello ancora molto elevato, poiché secondo quanto suggerito dai dati sull'attività l'economia è ancora resiliente e la recessione non è ancora imminente.

Inoltre, in precedenza abbiamo affermato che la recessione in arrivo difficilmente sarà altrettanto grave di quella registrata durante la GCF. Per contro, gli spread high yield statunitensi non appaiono particolarmente ampi rispetto al dato storico, il livello assoluto dei rendimenti è elevato semplicemente perché i Treasury USA sono cresciuti molto.

Al momento gli spread dei titoli di Stato high yield in valuta forte dei mercati emergenti sono vicini ai livelli osservati durante la GCF e più alti che nel corso della recessione del 2001, mentre quelli dell'high yield statunitense non sono troppo lontani dalla media storica.

«Paesi selezionati possono rimanere fuori dai mercati per un certo periodo di tempo senza dover ristrutturare il debito, creando opportunità per gli investitori.»

Spread sovrani HY in valuta forte dei mercati emergenti vs spread HY statunitensi



Spread HY USA: serie da spread creditizio J.P. Morgan Global Aggregate US HY credit spread. Spread IG e HY ME: serie da sottoindici diversificati J.P. Morgan EMBIG.
Recessione USA: serie macrobond basata su datazione ciclo economico NBER.
Fonte: Bloomberg, Macrobond, Vontobel AM. Dati al 23 novembre 2022.

3. Ma se gli spread high yield rimangono così elevati, non si verificherà un'ondata di default su mercati emergenti?

Si potrebbe sostenere che gli spread high yield dei mercati emergenti sono così elevati proprio perché il rischio di default è elevato. Oppure, al contrario, che con spread così elevati ci sono addirittura Paesi con un debito sostenibile che potrebbero non avere accesso al mercato.

Durante le riunioni del FMI tenutesi a ottobre a Washington, DC, alcuni investitori hanno espresso il timore che se l'attuale situazione dovesse rimanere invariata a lungo, diventerebbe impossibile evitare un'ondata di default sui mercati emergenti.

In effetti, se gli spread rimanessero per sempre agli elevati livelli di ottobre, anche i Paesi con fondamentali solidi alla fine si troverebbero in difficoltà. Tuttavia, difficilmente a fine 2024 l'inflazione globale sarà ancora vicina al 10 per cento e il tasso sui Fed Funds ancora, diciamo, al 5 per cento. Il dato sull'inflazione statunitense di ottobre, che evidenzia un'inflazione primaria in calo per il quarto mese consecutivo, conferma che l'attuale situazione probabilmente non sarà permanente.

Alcuni analisti sono balzati alla conclusione che se in questo momento un Paese non ha accesso al mercato, presto esaurirà la sua liquidità e sarà costretto a ristrutturare il debito. Tuttavia, questa conclusione apparentemente logica presuppone che i Paesi in via di sviluppo debbano costantemente prorogare le scadenze del proprio debito, come i Paesi sviluppati.

Ma non è così per la maggior parte dei Paesi in via di sviluppo, che normalmente emettono eurobond (ovvero debito estero) in modo piuttosto opportunistico e con scarsa frequenza. In effetti, la maggior parte degli emittenti di eurobond africani non presenta scadenze del debito significative fino al 2024 o al 2025 e pertanto possono permettersi di rimanere fuori dai mercati dei capitali globali fino a quando le condizioni finanziarie a livello mondiale saranno migliorate.

Inoltre, tendenzialmente gli Stati sovrani hanno alcuni prestatori di ultima istanza, sui quali possono fare affidamento quando non hanno la possibilità di accedere al mercato. Il FMI e altre istituzioni multilaterali, come la Banca Mondiale e le banche di sviluppo regionale, agiscono da prestatori di ultima istanza. In più, alcuni Paesi godono dei favori di partner bilaterali che possono agire come prestatori di riserva. L'Egitto, ad esempio, beneficia del supporto dei Paesi del Golfo, ricchi di petrodollari.

Ci sono alcune mele marce e probabilmente assisteremo a maggiori default in termini di numero di Paesi che ristrutturano il debito nei prossimi due anni, ma poiché le obbligazioni dei Paesi in dissesto scambiano a livelli pari o inferiori a 40 centesimi sul dollaro rispetto a un valore di recupero medio delle ristrutturazioni dei mercati emergenti di 52-53 centesimi sul dollaro, le ristrutturazioni appaiono già scontate.

In breve, l'attuale scenario macroeconomico è molto difficile e di fatto probabilmente assisteremo a qualche altra ristrutturazione del debito sovrano nei prossimi due o tre anni, poiché non tutti i Paesi hanno fondamentali solidi.

Tuttavia, l'esistenza di vari prestatori di ultima istanza e il fatto che la maggior parte dei Paesi in via di sviluppo emetta raramente eurobond, implica che Paesi selezionati possono rimanere fuori dai mercati per un certo periodo senza dover ristrutturare il debito, creando opportunità per gli investitori.



Non è più tempo di rimanere a guardare?

Complessivamente, secondo un nostro sondaggio con a maggio 2022, due terzi degli intervistati probabilmente aumenteranno la loro esposizione alle obbligazioni dei mercati emergenti nei prossimi due anni.

Il contesto macroeconomico globale rimane molto complesso, ma gran parte del sell off nei mercati obbligazionari sembra essere ormai alle nostre spalle. Sebbene la Fed non abbia ancora smesso di aumentare i tassi, sembra oggi molto meno probabile che nel prossimo futuro possa varare mosse inaspettatamente aggressive; di fatto, sono già emersi segnali di disinflazione e il mercato non è più in attesa di una svolta della Fed. I mercati hanno già scontato l'intenzione chiaramente comunicata dalla banca centrale americana di mantenere tassi elevati fino a quando l'inflazione si avvicinerà al target.

Prevedere il momento esatto in cui l'inflazione scenderà in maniera più significativa, la Fed smetterà di alzare i tassi, il dollaro si indebolirà e il sentiment nei confronti degli asset rischiosi registrerà un netto miglioramento è pressoché impossibile. Tuttavia, è ragionevole attendersi

che questi eventi si verificheranno nel corso del 2023. Quando accadrà, un leggero posizionamento nell'asset class, unito a valutazioni interessanti, ottime previsioni di crescita e scarsissime emissioni da parte dei debitori dei mercati emergenti consentiranno alle obbligazioni dei mercati emergenti di registrare un buon andamento.

È importante osservare che la valuta locale sta evidenziando una performance di gran lunga migliore rispetto alla valuta forte. I principali motivi sono stati analizzati in precedenza (politica sui tassi più agile, miglioramento del differenziale di crescita e delle partite correnti). È interessante sottolineare che ciò non corrisponde alle tendenze di asset allocation. All'alba del 2023, le obbligazioni in valuta locale dei mercati emergenti offriranno a nostro avviso una solida nicchia come ulteriore segmento di diversificazione all'interno dei mercati emergenti.

Rimanere a guardare potrebbe essere stata la cosa più intelligente da fare nel 2022, ma presto potrebbe non essere più la scelta ottimale.



- 14 Cinque motivi per investire adesso nel reddito fisso dei mercati emergenti
Riservato agli investitori istituzionali / non destinato alla distribuzione o a uso pubblico

Informazioni legali

Il presente documento di marketing è stato realizzato da una o più società del gruppo Vontobel (nell'insieme «Vontobel») per i clienti istituzionali, per la distribuzione in AT, CH, DE, LI, LU, ES, FI, FR, GB, IT, NL, NO, SE, AU, HK (investitori professionali), SG (solo per gli investitori professionali), US (investitori istituzionali), CA (investitori istituzionali) e per i territori USA offshore e alcuni paesi dell'America Latina (soggetti a restrizioni).

Il presente documento è stato redatto e approvato da una società del Gruppo Vontobel («Vontobel») a scopo puramente informativo. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono né una consulenza di investimento, né una raccomandazione, offerta o sollecitazione ad acquistare o vendere titoli a una qualsiasi persona in una qualsiasi giurisdizione la cui legislazione in materia di titoli vieta tale offerta, sollecitazione, acquisto o vendita. Nulla garantisce che i titoli, i prodotti o i servizi presentati nel presente documento siano adatti a un particolare investitore. Le opinioni espresse si riferiscono a ottobre 2022 e sono soggette a modifica senza preavviso. Il lettore fa affidamento sulle informazioni contenute nel presente documento esclusivamente a sua discrezione.

Alcune delle informazioni fornite nel presente documento possono contenere proiezioni o altre dichiarazioni previsionali riguardanti eventi futuri o performance finanziarie future di paesi, mercati e/o investimenti. Tali dichiarazioni sono solo un'opinione e gli eventi o i risultati effettivi possono differire in maniera sostanziale. Il lettore deve valutare autonomamente la pertinenza, l'accuratezza e l'adeguatezza di tali informazioni e svolgere le indagini indipendenti che ritiene necessarie o opportune ai fini di tale valutazione. Le informazioni contenute nel presente documento si basano sulle migliori informazioni disponibili alla data nello stesso indicata. Pur ritenendo che le informazioni provengano da fonti attendibili, non possiamo assumerci alcuna responsabilità in merito alla qualità, correttezza, attualità o completezza dei dati in questione, compresi quelli ottenuti da o basati su servizi statistici e di negoziazione o altre fonti di terzi.

Gli investimenti eventualmente menzionati sono discussi a scopo esclusivamente illustrativo e non vi è alcuna garanzia che il consulente effettui investimenti con caratteristiche uguali o simili a quelle degli investimenti presentati. Gli investimenti sono presentati solo a titolo informativo e non rappresentano un indicatore affidabile della performance o del profilo di investimento di alcun aggregato di strumenti finanziari o conto dei clienti. Inoltre, il lettore non deve presupporre che gli investimenti identificati siano stati o saranno remunerativi o che lo saranno le raccomandazioni o le decisioni di investimento elaborate in futuro.

Il presente documento non è il risultato di un'analisi finanziaria e quindi non vi si applicano le «Direttive sull'indipendenza della ricerca finanziaria» dell'Associazione svizzera dei banchieri. Vontobel e/o il relativo consiglio di amministrazione, management esecutivo e i relativi dipendenti possono avere o avere avuto in passato interessi o posizioni nei titoli in oggetto, oppure avere effettuato negoziazioni o avuto il ruolo di market maker rispetto a tali titoli. Inoltre, tali persone fisiche o giuridiche potrebbero aver effettuato per conto di clienti operazioni in tali strumenti o prestare o aver prestato in passato servizi in ambito di corporate finance o di altra natura a tali società.

Gli investimenti che tengono conto di fattori ambientali, sociali e di governance («ESG») e i criteri utilizzati possono essere di natura soggettiva. Le considerazioni di cui si tiene conto nei processi ESG possono variare a seconda dei tipi di investimento e degli emittenti e non è possibile individuare e tenere conto di ogni singolo fattore per tutti gli investimenti. Le informazioni utilizzate per valutare le componenti ESG possono variare a seconda dei fornitori e degli emittenti, dato che la definizione di ESG non è totalmente uniforme. Gli investimenti ESG potrebbero perdere opportunità di mercato altrimenti disponibili per strategie che non utilizzano tali criteri. Non vi è alcuna garanzia che i criteri e le tecniche impiegati abbiano successo. Se non diversamente specificato nei documenti o nell'obiettivo d'investimento del Fondo, le informazioni contenute in questo documento non implicano che il Fondo abbia un obiettivo d'investimento in linea con gli ESG, ma spiegano piuttosto come i criteri e i fattori ESG vengano considerati nell'ambito del processo di investimento generale.

Pur nella convinzione che le informazioni riportate nel presente documento si basino su fonti attendibili, Vontobel declina ogni responsabilità circa la qualità, la correttezza, l'esattezza o la completezza delle informazioni ivi contenute. Fatta eccezione per i casi previsti dalla legislazione vigente in materia di diritto d'autore, sono vietati la riproduzione, l'adattamento, l'upload su un sito terzo, il collegamento, l'invio, l'utilizzo in pubblico, la distribuzione o la trasmissione in qualsiasi forma delle presenti informazioni con qualsiasi procedimento senza l'esplicito consenso scritto di Vontobel. Nella misura massima consentita dalla legge, Vontobel non sarà responsabile di qualsiasi perdita o danno subito a seguito dell'utilizzo o dell'accesso alle presenti informazioni ovvero della mancata fornitura delle presenti informazioni da parte di Vontobel. La responsabilità di Vontobel per omissioni, inadempimenti contrattuali o violazioni di qualsiasi legge come conseguenza di un errore nel fornire queste informazioni o parte di esse, ovvero per qualsiasi problema connesso a queste informazioni, che non sia possibile escludere legittimamente, è limitata, a nostra discrezione e nella misura massima consentita dalla legge, alla sostituzione delle presenti informazioni o di parte di esse o al pagamento per la sostituzione di tali informazioni o di parte di esse. È vietata la distribuzione del presente documento o di copie dello stesso in giurisdizioni che non ne consentano legalmente la distribuzione. Le persone che ricevono il presente documento dovrebbero essere consapevoli di tali limitazioni e rispettarle.

Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati attuali o futuri. Né l'asset allocation né la diversificazione garantiscono un profitto o la protezione contro eventuali perdite nelle fasi ribassiste del mercato. Gli indici non sono gestiti, non sono indicate commissioni o spese e non è possibile investire direttamente in un indice.

Nel Regno Unito: Vontobel Asset Management SA, filiale di Londra, con sede legale in Third Floor, 22 Sackville Street, London W1S 3DN. Vontobel Asset Management SA, filiale di Londra, è autorizzata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e soggetta a vigilanza limitata da parte della Financial Conduct Authority (FCA). I dettagli relativi all'estensione della vigilanza della FCA possono essere ottenuti presentando richiesta presso Vontobel Asset Management SA, filiale di Londra.

In Germania: Vontobel Asset Management SA, filiale di Monaco di Baviera, con sede legale in Leopoldstrasse 8 – 10, 80802 Monaco di Baviera, autorizzata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), e soggetta a vigilanza limitata da parte dell'Autorità di vigilanza sul settore finanziario tedesca (BaFin). I dettagli relativi all'estensione della vigilanza possono essere ottenuti presentando richiesta presso Vontobel Asset Management SA, filiale di Monaco di Baviera.

In Italia: Vontobel Asset Management SA, filiale di Milano, con sede legale in Piazza degli Affari 3, I-20123 Milano, Italia (telefono: 026 367 344). Vontobel Asset Management SA, filiale di Milano, è autorizzata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ed è soggetta a vigilanza limitata da parte della Banca d'Italia e della CONSOB. I dettagli relativi all'estensione della vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB possono essere ottenuti presentando richiesta presso Vontobel Asset Management SA, filiale di Milano.

Negli Stati Uniti: Vontobel Asset Management, Inc. è registrata presso la SEC statunitense in qualità di consulente degli investimenti ai sensi dell'Investment Advisers Act del 1940, e successive modifiche, negli USA. La registrazione come consulente degli investimenti presso la SEC statunitense non implica un determinato livello di competenza o esperienza. I servizi di consulenza relativi alla strategia analizzata nel presente documento sono offerti tramite una struttura «Participating Affiliate» creata tra Vontobel Asset Management, Inc., Vontobel Asset Management AG e Vontobel Asset Management Asia Pacific Ltd. Laddove applicabile, alcuni addetti agli investimenti possono essere considerati come Persone Associate e, di conseguenza, sono soggette ai requisiti della SEC nell'ambito della struttura «Participating Affiliate».

In Canada: Con riferimento all'attività di investimento e business, Vontobel opera come segue: Vontobel Asset Management Inc. gode dell'International Adviser Exemption nelle province di Alberta, Columbia Britannica, Saskatchewan, Ontario e Quebec, e dell'Investment Fund Manager Exemption in Ontario e Quebec. Vontobel Asset Management AG gode dell'Investment Fund Manager Exemption nelle province di Ontario e Quebec.

Informativa supplementare per i territori USA offshore e l'America Latina: Il presente documento di marketing è stato prodotto da Vontobel esclusivamente per gli investitori istituzionali/professionali ed è approvato per l'uso solo in determinate giurisdizioni. Vontobel offre una serie di prodotti e servizi destinati esclusivamente a investitori qualificati di determinati paesi o regioni. Il paese di residenza legale dell'investitore determina i prodotti o i servizi disponibili. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate una sollecitazione o un'offerta alla vendita di prodotti o servizi di investimento a soggetti in giurisdizioni in cui tale sollecitazione o offerta sarebbe illegale o vietata. Inoltre, queste informazioni non sono destinate all'uso in qualsiasi giurisdizione in cui Vontobel sarebbe soggetta a obblighi di registrazione, licenza o altra autorizzazione in tale giurisdizione o paese. È responsabilità del destinatario informarsi e osservare i regolamenti e le restrizioni applicabili nella propria giurisdizione. Le informazioni contenute nel presente documento non sono destinate a investitori retail e/o alla distribuzione al pubblico generale in qualsiasi giurisdizione.

Il presente documento è riservato a consulenti finanziari/professionisti degli investimenti e investitori istituzionali e il suo utilizzo è approvato soltanto in alcune giurisdizioni. Vontobel offre una serie di prodotti e servizi destinati esclusivamente a investitori qualificati di determinati paesi o regioni. Il paese di residenza legale dell'investitore determina i prodotti o i servizi disponibili. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate una sollecitazione o un'offerta alla vendita di prodotti o servizi di investimento a soggetti in giurisdizioni in cui tale sollecitazione o offerta sarebbe illegale o vietata. Inoltre, queste informazioni non sono destinate all'uso in qualsiasi giurisdizione in cui Vontobel sarebbe soggetta a obblighi di registrazione, licenza o altra autorizzazione in tale giurisdizione o paese. È responsabilità del destinatario informarsi e osservare i regolamenti e le restrizioni applicabili nella propria giurisdizione. Le informazioni contenute nel presente documento non sono destinate a investitori retail e/o alla distribuzione al pubblico generale in qualsiasi giurisdizione.

Vontobel si riserva il diritto di apportare modifiche e correzioni alle informazioni contenute in qualsiasi momento e senza preavviso. È vietato qualsiasi utilizzo, divulgazione o diffusione totale o parziale del presente documento, così come la sua riproduzione, copia o trasmissione a terzi.

