

AGGIORNAMENTO SUL MERCATO DEL CREDITO DEI PAESI EMERGENTI

Anche i mercati emergenti sono stati travolti dall'epidemia di Covid 19 e la recessione economica che ne è conseguita avrà un forte impatto sulle loro economie sia sul lato esterno che sul lato interno. Sul lato esterno colpirà maggiormente tutti quei Paesi che fanno affidamento sul turismo e sulla vendita di materie prime per i loro ricavi in valuta forte (ovvero in dollari) mentre sul lato interno colpirà sia i Paesi che non hanno tentato con convinzione di fermare il virus sia quelli che hanno imposto restrizioni molto severe. Le Autorità emergenti hanno reagito attivamente con un forte stimolo fiscale e tagli dei tassi. Questo tipo di risposta è inusuale per i Paesi emergenti che solitamente durante le crisi conducono un rialzo dei tassi d'interesse per difendere le proprie divise, limitare le fughe di capitali ed evitare un aumento dell'inflazione. Una buona parte dei Paesi emergenti è cambiata negli ultimi anni: anzitutto il bisogno di afflusso di capitali dall'estero si è ridotto parallelamente al loro deficit nel bilancio delle partite correnti, secondariamente le pressioni inflazionistiche a livello globale ma anche a livello domestico si sono rilevate particolarmente deboli.

Quali sono le nostre attese sui fondamentali dei Paesi emergenti e come le prendiamo in considerazione nel nostro processo d'investimento ?

Un indebolimento delle valute e un deficit pubblico più elevato porteranno a un incremento del rapporto tra debito e PIL e in questo scenario la selezione dei titoli dovrà focalizzarsi sugli emittenti con bilanci più solidi. Noi preferiamo focalizzarci su quattro indicatori per scegliere i Paesi da sovrappesare nel portafoglio: debito su PIL, percentuale del debito denominata in valuta estera, quota di debito dovuta a istituzioni finanziarie internazionali quali l'IMF o dovuta a Paesi "partner commerciali" e in ultimo sul rapporto tra debito estero in scadenza e liquidità in dollari a disposizione del Paese.

La metà dei Paesi emergenti ha un debito inferiore al 45%, molto basso per gli standard internazionali e sebbene molti di questi Paesi godano di un rating investment grade altri appartengono alla parte di mercato più speculativa e a rendimento più alto tra cui l'Azerbaigian, l'Honduras e il Paraguay tra i titoli a rating BB e il Benin tra i titoli a rating singola B.

Una elevata percentuale di debito denominato in valuta locale è positiva per il merito creditizio di un Paese: anzitutto è molto raro che un Paese faccia bancarotta sul debito denominato in una valuta che può stampare secondariamente un crollo della valuta non va in questo caso ad impattare il rapporto tra debito e PIL. Paesi come l'Egitto, il Marocco e il Messico che hanno appena il 20% del proprio debito denominato in dollari o euro soffriranno meno qualora le loro divise debbano continuare ad indebolirsi.

Un altro elemento positivo per il merito creditizio di un Paese è l'aver un'elevata percentuale di debito dovuta a istituzioni finanziarie internazionali o a Paesi partner commerciali. Questo tipo di creditori solitamente chiedono un tasso di interesse più basso e in caso di problemi finanziari sono più disponibili a rifinanziare il debito. La Bielorussia, il Cameroon e la Georgia sono esempi di Paesi che devono più del 50% del proprio debito a questa tipologia di enti.

In ultimo Paesi con un basso fabbisogno di rifinanziamento esterno a breve comparato con la liquidità disponibile in valuta estera avranno una bassa probabilità di dover ristrutturare il proprio debito. Il Messico, la Russia, l'India, la Colombia e le Filippine sono tra i Paesi più virtuosi secondo questa misura mentre il Mozambico, l'Ecuador, il Senegal e il Gabon hanno una bassa disponibilità di liquidità rispetto al debito in scadenza a breve.

La tabella sottostante raggruppa i Paesi in base a due delle misure discusse sopra.

Quali rischi derivano dal piano del G20 per una ristrutturazione del debito dei Paesi emergenti ?

Le venti economie industrializzate più grandi del mondo hanno portato avanti un piano per la ristrutturazione del debito dei Paesi meno sviluppati. Il piano iniziale prevedeva anche il coinvolgimento degli investitori privati e questo ha messo pressione ai prezzi delle obbligazioni emesse da Paesi in via di sviluppo. Dopo qualche settimana tuttavia il piano è stato respinto sia da parte dei creditori che da parte degli stessi Paesi emittenti che hanno temuto di perder accesso al mercato dei capitali se avessero imposto perdite agli obbligazionisti. Qualche Paese non ha ancora annunciato cosa farà ma, anche se qualcuno dovesse decidere di partecipare al piano, al momento le trattative si stanno focalizzando esclusivamente su una posticipazione delle cedole dovute durante il 2020 e non è stato mai messo in discussione il ripagamento del debito.

Assisteremo ad un incremento nel tasso di default?

Dall'inizio dell'anno tre Paesi hanno annunciato una ristrutturazione del debito: Argentina, Libano e Zambia. Nei prossimi mesi è probabile che vedremo ulteriori operazioni straordinarie soprattutto in quel gruppo di Paesi che sono arrivati alla crisi attuale con bilanci iperlevereggiati. La buona notizia è che il mercato in buona parte già prezza questo rischio: il differenziale pagato in media dalle obbligazioni sovrane emergente rispetto ai Treasury americani si colloca tra i 500 e i 600 punti base e può fare da cuscinetto a un incremento nel tasso di fallimento sino al 10% all'anno. Ciò significa che anche se il 10% degli emittenti dovesse fare bancarotta la performance di un portafoglio obbligazionario emergente sarebbe positiva nel medio termine. Al di là di questo nei nostri fondi puntiamo a evitare del tutto il rischio di default grazie al nostro processo d'investimento consolidato.

Su quali Paesi stiamo sovrappesando i nostri investimenti ?

Abbiamo preso in considerazione tutte le variabili discusse in precedenza e abbiamo suddiviso i Paesi in virtuosi e vulnerabili. Alcuni Paesi caraibici come l'Honduras, il Guatemala e la Repubblica Dominicana emergono tra i Paesi con le caratteristiche per superare agevolmente la crisi grazie al loro basso indebitamento e alla loro dipendenza dalla economia americana. Tra le obbligazioni a elevato rendimento selezioneremo quelle emesse dal Benin, il Paese ha un rapporto tra debito e PIL tra i più bassi nell'Africa sub sahariana e si avvantaggia di un Presidente orientato alle riforme. Un altro Paese su cui siamo positivi è l'Egitto, nonostante il Paese sia stato duramente colpito dal rallentamento nel settore del turismo crediamo che le autorità siano determinate a far tornare il Paese sulla strada del consolidamento fiscale.

Stiamo evitando invece quei Paesi che anche prima della crisi si sono dimostrati poco risoluti nel ridurre i deficit pubblici. Molti di questi Paesi li abbiamo citati in precedenza ma vale la pena citare anche lo Sri Lanka e il Suriname.

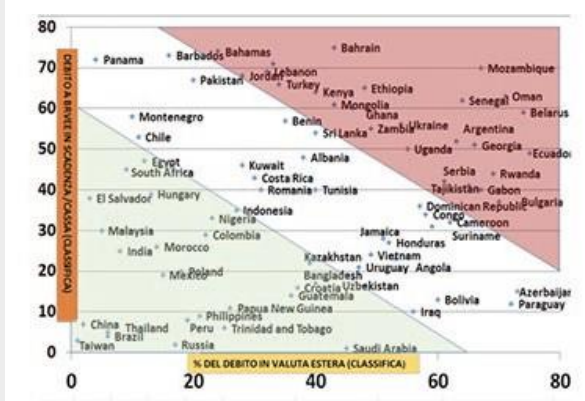
Cosa pensiamo della valutazione del mercato del credito emergente in prospettiva storica ?

Il differenziale medio tra obbligazioni sovrane emergenti in dollari e Treasury americani si attesta attorno ai 500 punti base. La media storica del medesimo spread è stata di 300 punti base negli ultimi 15 anni e 400 punti base negli ultimi 23 anni e ogni volta che il differenziale si è trovato al di sopra di questi livelli il rendimento del mercato è stato molto elevato negli anni successivi. Le obbligazioni governative emergenti in dollari inoltre vengono spesso comparate alle obbligazioni societarie americane e in questo momento a parità di rating il mercato emergente rende 50 punti base in più di quello americano, a conferma della buona valutazione del settore.



Jacopo Tuolla

Jacopo Tuolla è Senior Portfolio Manager di AZ Life, la società assicurativa del Gruppo con sede a Dublino. Jacopo è entrato a far parte del Gruppo Azimut nel 2018 in qualità di fixed income portfolio manager con focus sui mercati emergenti e FX. Nei 10 anni precedenti ha lavorato in Mediolanum Asset Management e Aletti Gestielle. Jacopo vanta una solida formazione, con un Master conseguito all'Università Bocconi in Economia Internazionale (o Sciences in International Economics) dopo essersi laureato summa cum laude in Finanza Quantitativa all'Università di Padova. Jacopo ha inoltre conseguito la qualifica di CFA Charterholder.



This Document has been issued by AZ Life, a company of the Azimut Holding Group. The data, information and opinion expressed are not intended to be and do not constitute financial, legal, tax advice or any other advice, nor financial research, are general in nature and not specific. None of the information of this document is intended as investment advice, as an offer or solicitation of an offer to buy or sell, or as a recommendation, endorsement, or sponsorship of any security, company, or fund. Information and opinions contained in this document may, in whole or in part, come from trusted third-party sources which have not been verified by the Company and for which the Company does not accept any direct or indirect liability. The Company assumes no responsibility for the correctness of the data, information and opinions contained in this document, therefore no liability can be attributed to the Company for omissions, inaccuracies or possible errors. The Company may not be held liable for damages resulting from the use by the recipients of the document or any third party of the data, information and opinions contained herein or any claims allegedly related to them. Therefore, the recipients of this document assume full and absolute responsibility for the use of the data, information and opinions contained therein as well as for any investment choices made on the same basis.