Investire nel Debito Emergente: outlook 2021

Ripresa e riesposizione al rischio



- Il continuo sostegno delle politiche e le stime sulla ripresa economica favoriscono complessivamente le prospettive per il debito dei mercati emergenti nel 2021
- Per quanto riguarda il segmento della valuta forte, prevediamo una ripresa del mercato high yield e il protrarsi delle divergenze a livello geografico
- I rendimenti sui mercati di frontiera dovrebbero registrare una ripresa nel 2021, nonostante le difficoltà nell'approvvigionamento e nella distribuzione dei vaccini
- È probabile che i mercati del debito asiatico continuino a registrare un forte rimbalzo, poiché la campagna vaccinale sostiene l'ulteriore normalizzazione
- Le obbligazioni in valuta locale potrebbero beneficiare dell'apprezzamento delle valute, con un impatto positivo sui rendimenti, ma permane la volatilità
- I fattori ESG svolgeranno un ruolo più importante, in un contesto di aumento della domanda da parte degli investitori e di accelerazione a livello internazionale

I punti chiave

- **Nel 2021 le tematiche principali che caratterizzeranno il debito dei mercati emergenti saranno la ripresa a livello di fondamentali e il contesto tecnico favorevole, poiché gli investitori torneranno a riesporre i loro portafogli al rischio, anziché cercare di ridurlo.** L'ottimismo degli investitori e la continua ricerca di rendimento hanno provocato la contrazione degli spread quasi ai livelli antecedenti la pandemia, dopo il brusco aumento registrato all'inizio del 2020. Tuttavia, quest'asset class dovrebbe beneficiare del continuo sostegno delle politiche, con la ripresa della crescita globale quest'anno. La divergenza in termini di differenziale di crescita tra i mercati emergenti e quelli sviluppati sostiene gli afflussi di capitali, mentre le previsioni di ripresa per il 2021 sono favorevoli ai mercati emergenti nel loro complesso.

- **La distribuzione del vaccino rappresenterà un fattore fondamentale nel percorso verso la ripresa per i mercati emergenti.** Sono tre i percorsi che identifichiamo per l'accesso ai vaccini. I paesi emergenti potrebbero essere in grado di sviluppare i propri vaccini, e potrebbero stipulare accordi preventivi di acquisto con le case farmaceutiche; oppure potrebbero aderire all'iniziativa multilaterale Covax facility. I paesi che dispongono di conoscenze, risorse e capacità produttive necessarie per sviluppare i propri vaccini possono contare sulla sicurezza nell'approvvigionamento e possono anche concludere accordi per esportare i loro vaccini in altri paesi. Al contrario, i paesi costretti ad affidarsi all'iniziativa Covax facility potrebbero incontrare difficoltà o ritardi nell'approvvigionamento.

- **Per quanto riguarda la valuta forte, prevediamo una ripresa del mercato high yield rispetto alla sottoperformance registrata nei confronti di quello investment grade.** I rischi sul mercato del debito sono aumentati, ma non sono indicativi di un'imminente crisi sistemica. Tuttavia, i fondamentali del credito restano critici. Il forte fabbisogno di finanziamenti esteri rende necessario un approccio selettivo. Prevediamo che le divergenze a livello geografico proseguano nel 2021. I fattori idiosincratici determineranno le prospettive dei paesi dell'America Latina, mentre i paesi asiatici emergenti paiono destinati a protrarre il forte rimbalzo. Il successo dell'approvvigionamento dei vaccini rappresenterà anche un fattore fondamentale per quei paesi ancora duramente colpiti dal Covid-19. I paesi che si sono garantiti un accesso affidabile ai vaccini si troveranno in posizione migliore per beneficiarne.

- **Sui mercati di frontiera, il rimbalzo potrebbe essere irregolare con potenziali intoppi.** I mercati di frontiera sono stati duramente colpiti dai contraccolpi della pandemia, e la loro ripresa ha registrato un rallentamento rispetto a quella di altri mercati emergenti. Gli spread si attestano ancora ben al di sopra dei livelli pre-Covid. La maggior parte delle economie di frontiera dovrà inoltre affrontare difficoltà nell'approvvigionamento e nella distribuzione dei vaccini, poiché queste ultime non dispongono delle risorse finanziarie per garantirsi accordi bilaterali con le aziende produttrici. Tuttavia, la ripresa a livello globale dovrebbe aiutare i mercati di frontiera a rilanciare le loro economie. Prevediamo che i tassi di crescita registreranno un rimbalzo al 3,6% nel 2021, per attestarsi a circa il 3,9% a medio termine.

- **I mercati del debito asiatico dovrebbero continuare a registrare un forte rimbalzo nel 2021, poiché la campagna vaccinale sostiene l'ulteriore normalizzazione.** Prevediamo un graduale miglioramento dei parametri del credito, e le nostre prospettive per le obbligazioni asiatiche denominate in dollari sono leggermente positive in termini di domanda e offerta. Il protrarsi delle ripresa economica dovrebbe favorire la contrazione degli spread in quest'area geografica nel 2021, benché le difficoltà legate al contenimento del Covid-19 e le continue tensioni tra Stati Uniti e Cina presentino rischi significativi per le nostre prospettive. Agli attuali livelli di spread, riteniamo che il settore immobiliare cinese e quello bancario tailandese offrano valore. La nostra posizione è più cauta sul mercato investment grade indiano, dato il rischio di declassamento del rating sovrano.

- **La ripresa del debito corporate in atto dovrebbe continuare a registrare un'accelerazione, sostenuta dalla campagna vaccinale e da fondamentali in miglioramento.** È probabile che gli spread del credito subiscano una lieve contrazione, alimentata dalla continua ricerca di rendimento in questo contesto di tassi bassi. Prevediamo che per il 2021 i rendimenti totali si attestino nella fascia media dei valori a una cifra, grazie al carry trade interessante, alla continua diminuzione degli spread e all'impatto limitato dell'aumento dei rendimenti dei Treasury statunitensi. All'interno dell'universo del debito corporate riteniamo che la maggior parte del valore si registri in Asia, che si trova a un livello molto avanzato della fase di ripresa, e in America Latina, dove i livelli interessanti degli spread compensano i fondamentali societari. Inoltre, monitoriamo attentamente gli sviluppi politici che potrebbero dare origine a eventuali opportunità tattiche.

- **Prevediamo rendimenti interessanti per le obbligazioni locali emergenti, dato il carry trade attraente oltre al margine di riduzione dei tassi e all'apprezzamento delle valute.** La debolezza della crescita, i divari tra produzione effettiva e potenziale, e il contesto di disinflazione paiono ancora sostenere la maggior parte dei mercati delle obbligazioni locali emergenti. Tuttavia, il miglioramento delle stime relative ai disavanzi fiscali potrebbe essere ottimistico, poiché riscontriamo persistenti incertezze riguardo alla distribuzione dei vaccini, al rischio di continui lockdown e alla politica della Fed. Nel complesso, per il 2021 ci aspettiamo che i rendimenti si attestino nella fascia alta dei valori a una cifra, grazie al carry trade, al calo limitato dei tassi e all'apprezzamento delle valute. Restiamo selettivi in termini di approccio per paese, e adottiamo una posizione prudente nei confronti dei mercati più vulnerabili con fondamentali deboli e in deterioramento.

- **I fattori ambientali, sociali e di governance assumeranno maggiore importanza negli investimenti sui mercati emergenti.** La crescente domanda degli investitori e il rafforzamento del momentum a livello internazionale dovrebbero sostenere quei paesi che svolgono un ruolo centrale nelle

catene di approvvigionamento sostenibili. La pandemia ha inoltre messo in luce l'esigenza di interventi in merito a problematiche sociali, e ha innescato un forte aumento di emissioni obbligazionarie a impatto sociale. Prevediamo che l'emissione di obbligazioni green, sociali e di sostenibilità aumenterà rapidamente nel 2021 e successivamente. Le strategie obbligazionarie emergenti che integrano sistematicamente i fattori ESG, e che operano per trovare soluzioni ai problemi relativi ai dati e alla trasparenza, ancora prevalenti, si troveranno in posizione migliore per trarre vantaggio da questo segmento in crescita.



Un anno di ripresa e di riesposizione al rischio

Outlook macroeconomico



Marcin Adamczyk

Head of emerging market debt

Le aspettative sul debito dei mercati emergenti erano abbastanza positive all'inizio del 2020. La pandemia di Covid-19 ha mandato in tilt queste aspettative, con l'aumento esponenziale delle infezioni e le restrizioni imposte dai governi che hanno spinto l'economia globale in recessione. La politica monetaria estremamente accomodante nei principali paesi sviluppati ha salvato i mercati dal baratro, mentre l'indebitamento dei governi e la spesa pubblica hanno contribuito ad arginare il crollo dell'attività economica. Il FMI e altre istituzioni finanziarie internazionali hanno rapidamente erogato prestiti ai paesi, senza le consuete condizionalità.

Dopo che le acque si sono calmate, una ripresa incrociata sui mercati ha infine alimentato la domanda di obbligazioni emergenti, riportando gli afflussi verso il debito emergente in valuta forte in territorio positivo sull'intero anno 2020. La ripresa nel sentiment degli investitori e i tassi d'interesse ai minimi storici hanno alimentato la ricerca di rendimento, che è proseguita per tutto l'anno, spingendo gli spread obbligazionari emergenti a livelli non lontani da quelli di inizio 2020. Gli investitori si sono focalizzati soprattutto sulle aspettative di ripresa globale, facendo passare in secondo piano la recessione globale. Le notizie positive sul vaccino e l'esito delle elezioni negli Stati Uniti hanno ulteriormente sostenuto il sentiment. I mercati hanno chiuso l'anno con una nota di ottimismo, registrando rendimenti totali positivi generalizzati nei sottosegmenti del debito emergente.

I lettori che hanno familiarità con il team del debito emergente di NN IP sono abituati al nostro approccio, che complessivamente tiene conto dei fondamentali, dei fattori tecnici e delle valutazioni nel momento in cui vengono prese decisioni di investimento attive. Nel corso del 2020, abbiamo rafforzato ulteriormente il quarto elemento nella valutazione e dei rischi nell'ambito degli spread delle obbligazioni sovrane: l'analisi bottom-up dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG). Per il 2021, le principali tematiche per l'asset class del debito emergente saranno **la ripresa nell'ambito dei fondamentali** e il contesto tecnico favorevole, dato che gli investitori alla ricerca di rendimento tendono a **riesporre** i portafogli di investimento al rischio, anziché ridurlo. È probabile che questa spinta attesa verso la riesposizione al rischio faccia fortemente propendere per i fattori ESG, per i motivi illustrati di seguito.

Il prossimo anno dovrebbe essere meno fuori dal comune, ma dovrebbe comunque offrire ampie opportunità di investimento. È probabile che i responsabili politici agiscano con cautela nel processo di rimozione degli stimoli economici, poiché nonostante la crescita globale possa registrare una ripresa, resterà inferiore ai livelli di produzione antecedenti la crisi sanitaria. La combinazione tra la ripresa economica e il proseguimento della politica monetaria espansiva, come indicato dalle autorità dei paesi sviluppati, sosterrà l'asset class del debito emergente. La divergenza, in termini di differenziale di crescita tra i mercati emergenti e quelli sviluppati, sostiene gli afflussi di capitali, in fase di stagnazione lo scorso anno. Le economie dell'Asia orientale, in particolare la Cina, sono state tra le più resilienti a livello mondiale nel 2020. Anche le stime sulla ripresa per il 2021, quali le recenti previsioni di crescita del FMI e della Banca Mondiale sono positive per i mercati emergenti. In base a queste prospettive macroeconomiche ci aspettiamo rendimenti complessivamente positivi per il debito emergente nel 2021, che sarà anche caratterizzato dalla dispersione tra aree geografiche e paesi.

La focalizzazione sui fattori ESG è destinata a proseguire su un percorso di accelerazione della crescita

Il contesto internazionale per gli investimenti incentrati sulla sostenibilità si sta rafforzando. Il Presidente Joe Biden ha riportato gli Stati Uniti nell'Accordo di Parigi, e prevede di "ricostruire meglio" e di creare un futuro moderno e sostenibile incentrato sull'energia pulita. Il Green Deal europeo punta a rendere il continente privo di impatto climatico entro il 2050, mentre la nuova tassonomia dell'UE e gli standard europei per i green bond rappresenteranno importanti traguardi per l'integrità e la trasparenza del mercato dei green bond. Il cinese Xi Jinping ha sorpreso la comunità internazionale con il suo ambizioso impegno di far raggiungere alla Cina la neutralità carbonica entro il 2060.

Questo contesto sostiene la bilancia dei pagamenti dei principali paesi coinvolti nella fornitura a livello globale dei materiali utilizzati per le infrastrutture (come il minerale di ferro, il cemento e il rame) e per l'energia green (come il litio e le terre rare). Tra questi paesi figurano Cile, Perù, Indonesia e Cina.
I governi scettici nei confronti del cambiamento climatico e dell'Accordo di Parigi, come quello del Presidente brasiliano Jair Bolsonaro, potrebbero subire pressioni crescenti da parte della comunità internazionale e da un'Amministrazione Biden più schietta.

La pandemia da coronavirus ha messo in luce l'importanza di reti di sicurezza sociale, assistenza sanitaria e ambienti di lavoro adeguati, e della trasparenza e responsabilità delle finanze pubbliche, a causa di deficiti di bilancio a livelli record. Grandi disavanzi di bilancio e livelli di debito pubblico già elevati sono aspetti che richiedono un monitoraggio particolare in Brasile, Sudafrica, Oman, Sri Lanka, El Salvador e Tunisia.
La pandemia ha innescato un forte aumento delle emissioni obbligazionarie a impatto sociale sui mercati emergenti, pari a 15 miliardi di euro nel 2020, per la maggior parte emesse da aziende e in parte a discapito dell'emissione di obbligazioni green e per la sostenibilità. Prevediamo che nel 2021 un maggior numero di paesi emetterà obbligazioni green, a impatto sociale e sostenibili (GSS), dati i deficit di bilancio da record, i programmi di ripresa e di transizione ecocompatibili e i livelli positivi di finanziamento per le obbligazioni GSS, grazie alla domanda elevata da parte degli investitori.

In che modo gli investitori possono far fronte a questi eventi in rapido mutamento? Integriamo i criteri ESG in tutte le nostre strategie del debito emergente in modo sistematico e rigoroso. Abbiamo integrato completamente i fattori ESG in tutte le fasi dei nostri processi di investimento, per consentirci di gestire il rischio in modo proattivo e di identificare le aree che potrebbero preoccuparci e le potenziali opportunità. Il nostro approccio prevede il reperimento dei dati internamente ed esternamente, e ci avvaliamo delle competenze del team per l'investimento responsabile di NN IP e dei nostri analisti ESG sui mercati emergenti. Ciò ci consente di fronteggiare problematiche ancora di primo piano in materia di dati e trasparenza, ponendoci all'avanguardia rispetto a nuovi sviluppi, dibattiti e attività di engagement all'interno del settore.

La strada dei mercati emergenti verso la vaccinazione

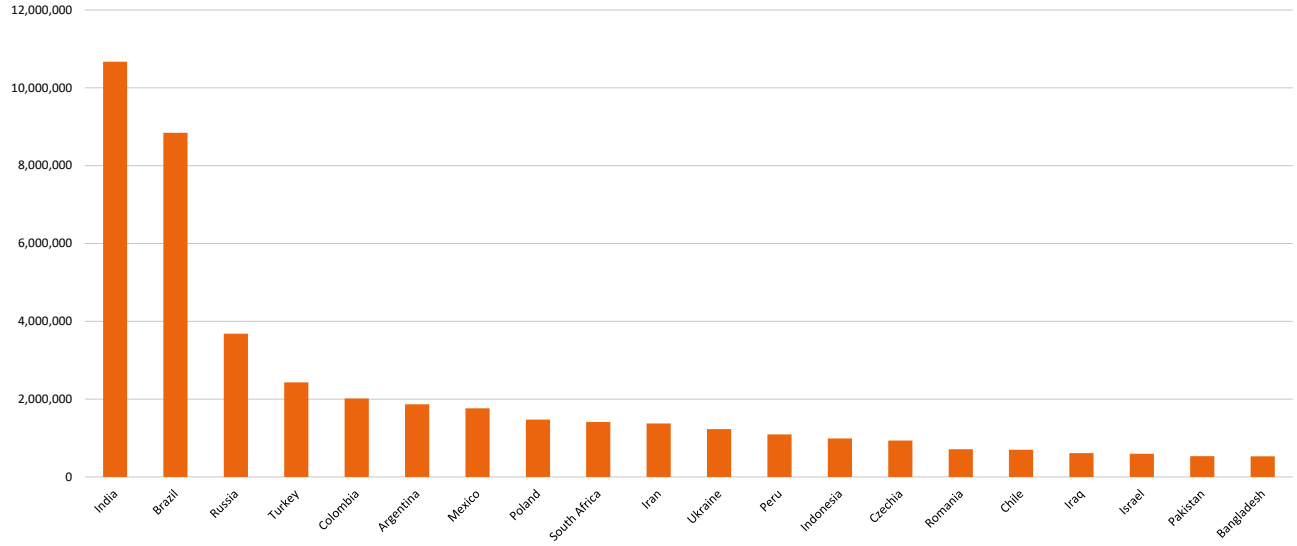
Lo sviluppo e la distribuzione di diversi vaccini contro il Covid-19 sono in corso. È possibile indicare con esattezza il posizionamento dei vari mercati emergenti in termini di accesso ai vaccini. Esistono tre strade principali attraverso cui i mercati possono accedere ai vaccini:

- Sviluppo e produzione a livello nazionale
- Accordi bilaterali di acquisto preventivi (APA) con case farmaceutiche private
- Iniziativa multilaterale Covax facility guidata dall'Organizzazione Mondiale della Sanità

Lo sviluppo di vaccini propri sembra sicuro ed è anche possibile esportarli...
Lo sviluppo e la produzione a livello nazionale rappresentano apparentemente il modo più sicuro per garantirsi l'accesso ai vaccini per quei paesi che posseggono le conoscenze, le risorse e le capacità produttive necessarie. **Russia** e **Cina** si trovano in vantaggio, avendo già sviluppato vaccini nazionali per la distribuzione. Diversi paesi hanno effettuato prenotazioni e alcuni hanno già ricevuto quantità significative dei vaccini sviluppati in Cina. In particolare, il **Cile** ha collaborato con la Cina nello sviluppo del vaccino e nei test degli studi di Fase III, e ne ha prenotato una quantità sufficiente per vaccinare il 158% della popolazione. **L'Indonesia** ha prenotato una quantità sufficiente di entrambi i vaccini cinesi per vaccinare complessivamente il 35% della popolazione, e il governo indonesiano è in attesa della materia prima per 45 milioni di dosi di Sinovac, che la casa farmaceutica statale, PT Bio Farma, processerà localmente.

...ma molti paesi emergenti hanno optato per accordi di acquisto preventivi (APA) con aziende private...
Secondo il Duke Global Health Innovation Center (DGHIC), 24 paesi emergenti hanno prenotato i vaccini attraverso APA bilaterali con le principali case farmaceutiche. I mercati emergenti maggiormente avvantaggiati da questa opzione sono i paesi dotati di capacità produttive, come **India**, **Messico**, **Brasile** e **Argentina**, che possono stipulare accodi con le aziende produttrici per produrre vaccini localmente.

Mercati emergenti con il totale cumulato più alto di casi di coronavirus al 24 gennaio 2021



Fonte: Oxford: Statistiche e studi sulla pandemia da coronavirus (Our World in Data)

...mentre quelli che hanno aderito all'iniziativa Covax rischiano di rimetterci
I paesi che non possono effettuare ordini ingenti o stipulare accordi per la produzione dovranno affidarsi all'iniziativa multilaterale Covax facility, l'opzione meno favorevole. Covax punta a 2 miliardi di dosi di vaccino entro la fine del 2021, una quantità sufficiente per vaccinare un miliardo di persone. L'intenzione è quella di distribuire i vaccini su base più equa, garantendo la distribuzione ai paesi più a basso reddito. Tuttavia rispetto agli accordi di acquisto preventivi, la Covax facility ha accesso a meno dosi e la distribuzione sarà probabilmente più lenta. I dati pubblicati da Covax indicano che le decisioni per le assegnazioni potrebbero non essere finalizzate fino a marzo 2021, mentre i paesi emergenti che hanno stipulato gli APA hanno già avviato la campagna vaccinale. Pertanto i paesi emergenti che si avvalgono maggiormente della Covax facility, rispetto alle altre due opzioni, rischiano di restare indietro nella corsa al rapido accesso ai vaccini. Tra questi paesi figurano quelli più poveri in Medio Oriente, gran parte dell'**Africa**, i paesi dell'America Latina come **Colombia**, **Ecuador** e **Perù**, e i paesi asiatici quali **Sri Lanka**, **Mongolia** e **Vietnam**. I paesi si stanno coalizzando per cercare di ridurre questo divario, con sforzi intrapresi dall'Unione Africana e dall'Africa CDC per partecipare a co-finanziamenti per l'approvvigionamento dei vaccini e per aumentare la produzione all'interno del continente. Coalizioni come questa in Africa e in America Latina possono aiutare i paesi a reddito più basso a rafforzare la loro posizione sul mercato globale dei vaccini.

Il mercato high yield è destinato a recuperare terreno mentre proseguono le divergenze a livello geografico

- **Le prospettive per il mercato high yield paiono promettenti; consigliamo un approccio selettivo al rischio**
- **Prevediamo divergenze in America Latina e un continuo consolidamento nell'Asia emergente**
- **Le difficoltà nella distribuzione dei vaccini saranno un fattore determinante**



Leo Hu

Co-lead portfolio manager, EMD in valuta forte



Onursal Kiliç

Co-lead portfolio manager, EMD in valuta forte

Il debito emergente in valuta forte ha registrato grande volatilità nel 2020, così come i mercati finanziari nel loro complesso. I mercati hanno registrato un rimbalzo dopo il pessimismo per l'andamento del Covid-19, e a seguito del conseguente ottimismo sugli sviluppi del vaccino e sulla risposta politica alla pandemia. Il debito emergente in valuta forte è stato inoltre sostenuto dalla rapida concessione di prestiti da parte del FMI e di altre istituzioni finanziarie internazionali, senza le consuete condizionalità dettate dalle politiche. A partire da maggio, il sottosegmento di questa asset class ha registrato una forte ripresa, e l'indice ha chiuso l'anno con rendimenti totali pari al 5,26%.

È probabile che i responsabili politici agiscano con cautela nel processo di rimozione degli stimoli economici con la ripresa della crescita globale. Questo contesto fondamentale positivo sosterrà l'asset class, in combinazione con il mantenimento dell'atteggiamento accomodante di politica monetaria delle autorità dei paesi sviluppati. Le nuove emissioni nette di titoli sovrani in valuta forte dovrebbero diminuire in modo significativo, dopo le emissioni record nel 2020, a seguito della riduzione dei disavanzi fiscali in gran parte dell'universo emergente. La divergenza, in termini di differenziale di crescita tra i mercati emergenti e quelli sviluppati, sostiene gli afflussi di capitali, in fase di stagnazione lo scorso anno.

Le economie dell'Asia orientale, in particolare la Cina, sono state tra le più resilienti nel 2020. Con il crollo della produzione globale, la produzione cinese è cresciuta. Il rimbalzo dell'economia cinese ha dato impulso anche ad altre economie emergenti, che avevano subìto una contrazione minore rispetto alle economie sviluppate. Anche le stime sulla ripresa per il 2021, come le recenti previsioni di crescita del FMI e della Banca Mondiale, sono positive per i mercati emergenti.

Le valutazioni restano interessanti rispetto ad altre asset class del credito. Il debito emergente in valuta forte registra la minore correzione in controtendenza tra i mercati globali del credito. Questa asset class può sostenere un aumento di 50pb dei rendimenti dei Treasury statunitensi prima che i rendimenti diventino negativi. Quasi il 90% delle obbligazioni sui mercati sviluppati è attualmente negoziato a rendimenti reali negativi, il che alimenta l'opportunità di riesporre al rischio i portafogli di investimento, e di investire nel debito emergente in valuta forte. Le notizie positive sui vaccini e una maggiore visibilità sulle politiche statunitensi, dovrebbero continuare ad alimentare una ripresa ciclica che aumenta la domanda di asset rischiosi.

Il segmento high yield sovrano emergente offre opportunità interessanti

Nel 2021 prevediamo una ripresa dei paesi high yield rispetto alla sottoperformance registrata nei confronti dei paesi investment grade. Mentre gli spread investment grade si sono ridotti ai livelli pre-Covid, quelli high yield restano più elevati rispetto l'inizio del 2020. In particolare, i titoli dei mercati di frontiera hanno registrato un rallentamento fino alla fine dell'anno. I rischi sul debito sono aumentati, ma non sono indicativi di un'imminente crisi sistemica. I principali Stati emergenti si sono finanziati prevalentemente sui mercati locali, indicando nel peggiore dei casi un aumento dell'inflazione o la svalutazione della valuta, piuttosto che il default del debito estero, come accaduto in Libano o in Argentina.

Tuttavia, la differenziazione resta fondamentale, in particolare per le economie di frontiera che si sono finanziate principalmente in valute estere. I fondamentali del credito continuano a essere in difficoltà e il fabbisogno di finanziamenti esteri è significativo. Ciò lascia le prospettive sui rating tendenzialmente in calo, e mette in luce la necessità di nuovi programmi del FMI. Questo dovrebbe mantenere elevata la dispersione, aumentando l'esigenza di un approccio selettivo al rischio nel prossimo anno. Privilegiamo principalmente la Romania e l'Arabia Saudita nel segmento investment grade, e Pemex[1], Egitto, Repubblica Dominicana, Costa d'Avorio, Angola e Sri Lanka nel segmento high yield.



1 Ad esclusivo scopo illustrativo. La denominazione delle aziende, le spiegazioni e le argomentazioni sono fornite a titolo di esempio, e non costituiscono una raccomandazione ad acquistare, detenere o vendere il titolo.

Le divergenze a livello geografico proseguiranno nel 2021

Il comune denominatore tra le aree geografiche emergenti è rappresentato da un contesto estero in miglioramento e da una ripresa incompleta della crescita. La ripresa economica è stata guidata dai consumi in alcune regioni dell'America Latina; la produzione industriale è stata il principale punto di forza in gran parte dell'Asia emergente e dell'Europa emergente.

A livello di crescita globale, l'America Latina ha registrato un rallentamento a causa degli ostacoli strutturali e dei limiti del sostegno politico. Quest'area ha registrato il calo più grave a livello globale nel secondo trimestre del 2020, e la sua ripresa è ancora più lenta rispetto a quella di altre aree geografiche. Perù e Cile traineranno la ripresa dell'America Latina. Un andamento più lento è probabile che si registri in Messico, dove gli investitori diffidano del Presidente Andrés Manuel López Obrador. Altrove, le frustrazioni post-Covid emergeranno nelle manifestazioni in piazza (stiamo monitorando attentamente la Colombia e l'Argentina) e nel pericolo di vittorie populiste alle prossime elezioni in Ecuador, Perù e Cile.

L'Asia emergente è uscita dalla pandemia come l'area meno colpita. Ha capitalizzato con successo il passaggio della domanda globale dai servizi verso i beni di consumo. La ripresa dei beni di consumo, iniziata nel terzo trimestre del 2020, presenta sufficiente accelerazione per proseguire nel 2021. L'ottima performance della Cina pare destinata a proseguire, con i consumi che alimentano la ripresa. La PBoC sarà l'unica grande banca centrale ad aumentare i tassi d'interesse nel 2021, ma l'economia continuerà a beneficiare di una forte crescita del credito legata al precedente sostegno delle politiche. Nei paesi dell'area EMEA prevediamo politiche monetarie accomodanti in tutta l'area, tranne che in Turchia, e soltanto una parziale inversione di tendenza delle politiche fiscali anticicliche del 2020, per contribuire a mantenere la ripresa nella giusta direzione.

I recenti bruschi aumenti di nuovi casi di Covid-19 in molti paesi emergenti potrebbe penalizzare la ripresa della crescita. Il successo delle campagne vaccinali rappresenterà pertanto un fattore chiave per la performance economica nei prossimi due anni. Benché le principali economie abbiano approvato diversi vaccini negli ultimi mesi, le prospettive per i mercati emergenti non sono uniformi in termini di quantità di ordini effettuati con le aziende produttrici e di infrastrutture sanitarie necessarie per la somministrazione di massa dei vaccini.

In America Latina, Messico, Cile, Costa Rica e Argentina sono in testa nella corsa al vaccino di quest'area geografica. Tutti e quattro hanno iniziato a somministrare le dosi alla fine del 2020, con i primi tre che hanno distribuito il vaccino di Pzifer/BioNTech mentre l'Argentina sta utilizzano il vaccino russo Sputnik V. Nell'area EMEA, la Romania sarà uno dei principali beneficiari del vaccino. L'UE ha prenotato i vaccini per lo stato balcanico, dove le difficoltà in termini di distribuzione sono ridotte e la circolazione del virus è ancora significativa. Facendo un confronto, tra i paesi dell'America Latina la Colombia pare finora quella in posizione peggiore. Si è garantita vaccini solo per il 10% della popolazione, e attraverso il Covax, la piattaforma dell'OMS istituita per fornire i vaccini ai paesi a basso e medio reddito. La stessa Covax non ha effettuato ordini sufficienti, e due terzi degli ordini effettuati sono stati per potenziali vaccini, ancora in fase di test clinici.

Previsione su spread e rendimento totale

Prevediamo che quest'anno l'indice Emerging Markets Bond Global Diversified registri un rendimento complessivo compreso tra il 6% e il 10% espresso in dollari, nell'ipotesi che i rendimenti dei Treasury statunitensi decennali restino confinati in un intervallo ristretto, e che gli spread del debito emergente in valuta forte subiscano un'ulteriore contrazione a 300-325 punti base.

I mercati di frontiera continuano a registrare una ripresa nonostante le difficoltà relative ai vaccini

- **I mercati di frontiera continuano a registrare una ripresa dopo i contraccolpi della pandemia**
- **Questa asset class beneficia ancora di fattori tecnici positivi e di interessanti valutazioni relative**
- **Gestione attiva e approccio selettivo sono fondamentali**

I mercati di frontiera sono stati duramente colpiti da triplici shock della pandemia

La pandemia da Covid-19, associata al forte rallentamento globale e al crollo dei prezzi delle materie prime, ha innescato pressanti sfide sanitarie, sociali ed economiche all'inizio del 2020. Tali sfide hanno interessato tutti i paesi; le economie di frontiera hanno subìto particolari tensioni, a causa dei fondamentali più deboli che presentavano già prima della pandemia, dei vincoli sulle politiche fiscali, dei canali di trasmissione monetaria meno efficienti e di shock significativi in termini commerciali. Quando i mercati sviluppati hanno istituito i lockdown, i mercati finanziari internazionali hanno interrotto le attività sui mercati di frontiera quasi immediatamente. Gli spread sul loro debito estero sono aumentati rapidamente a livelli di sofferenza, di circa 1.000pb a marzo-aprile 2020.

Il FMI ha adottato misure rapide per fronteggiare la pressione senza precedenti sulla liquidità di questi paesi. Inoltre, i Ministri delle finanze dei paesi del G20 hanno annunciato la Debt Service Suspension Initiative (DSSI) per aiutare le nazioni meno sviluppate ad allentare la pressione sulla liquidità, attraverso sospensioni temporanee dei pagamenti sul servizio del debito su debito bilaterale ufficiale. Ciò ha consentito ai governi di concentrare le loro risorse finanziarie sui pagamenti urgenti legati alla pandemia. Inizialmente il programma copriva i pagamenti dovuti tra maggio e dicembre 2020, ma con il protrarsi della pandemia è stato prorogato di altri sei mesi sino alla fine di giugno 2021.

I debitori si sono dimostrati riluttanti a coinvolgere i creditori privati nella DSSI, a causa del rischio di declassamenti del rating creditizio e della potenziale perdita di accesso al mercato. Inoltre nella seconda metà del 2020 è risultato evidente che il coronavirus e il suo impatto economico non sarebbero svaniti in tempi brevi. La DSSI avrebbe potuto quindi non alleviare sufficientemente alcuni paesi. Pertanto, a novembre i paesi del G20 hanno annunciato un ulteriore sostegno attraverso il "Quadro comune per il trattamento del debito oltre la DSSI", volto a coordinare il trattamento del debito tra creditori nei paesi a basso reddito, per fronteggiare in modo efficace i potenziali problemi di liquidità e solvibilità posti dalla pandemia. Tale sostegno multilaterale resterà significativo per i mercati di frontiera nel 2021 e successivamente, sostenendo le prospettive di questo sottosegmento dell'asset class.

Nel frattempo, le politiche monetarie accomodanti dei mercati sviluppati hanno contribuito a stabilizzare i mercati, innescando una ripresa della domanda di obbligazioni emergenti, comprese quelle dei mercati di frontiera. Anche il mercato primario ha riaperto alle economie di frontiera. Emittenti tra cui Guatemala, Honduras, Egitto, Bielorussia, El Salvador, Mongolia e Costa d'Avorio hanno emesso Eurobond fin dall'inizio della pandemia. Alcuni emittenti, tra cui Mongolia e Costa d'Avorio, hanno combinato le nuove emissioni con la gestione delle passività, proponendo Eurobond a breve termine con scadenza a 1-5 anni al momento dell'emissione, per smussare il loro profilo di rimborso e ridurre il potenziale rischio di liquidità a medio termine.

Entro la fine del 2020, gli spread sull'indice Next Generation Markets avevano sostanzialmente registrato una correzione, diminuendo dal picco di 1.062 a 595, ma rimanendo a un livello notevolmente superiore rispetto ai livelli pre-Covid. Il loro rally non è riuscito a restare al passo con quello dell'indice Emerging Markets Bond, in particolare nelle obbligazioni investment grade.

Il rimbalzo di quest'anno potrebbe essere irregolare con alcuni intoppi

La maggior parte delle economie di frontiera non dispone delle risorse finanziarie per assicurarsi accordi bilaterali con i produttori di vaccini, e i requisiti di conservazione a temperature basse potrebbero rendere alcuni vaccini non adatti ai mercati di frontiera. Le economie di frontiera dovranno fare ricorso prevalentemente alla struttura Covax per rifornirsi di vaccini idonei contro il coronavirus quando saranno disponibili. Regioni come l'Africa subsahariana potrebbero avere esigenze meno pressanti nell'approvvigionamento dei vaccini, grazie alle popolazioni relativamente giovani. A meno che il virus non venga domato, le restrizioni prolungate ai viaggi potrebbero compromettere le prospettive di quelle economie basate sul turismo, come nel caso del Kenya o delle Isole Caraibiche.

Tuttavia il rimbalzo della crescita globale e la domanda di materie prime dovrebbero aiutare i mercati di frontiera a rilanciare le loro economie. In base all'ultima previsione del FMI, la crescita reale del PIL nelle economie di frontiera dovrebbe tornare ad attestarsi al 3,6% nel 2021 rispetto alla contrazione stimata del 3,6% dello scorso anno. Nei prossimi cinque anni si prevede che la crescita si attesti all'incirca al 3,9%, un livello superiore alla media pre-Covid del 3,1% durante il periodo 2015-2019.



Di tutti i sottosegmenti all'interno dell'universo del debito emergente, il debito dei mercati di frontiera offre il maggior potenziale di contrazione degli spread. Stimiamo una contrazione degli spread da circa 100pb a circa 500pb nel 2021, livelli ancora superiori a quelli antecedenti il Covid. Riteniamo che continuerà a essere garantito un premio più alto per il rischio, dati i maggiori rischi rispetto alla situazione pre-Covid. Questo sottosegmento è esposto a un rischio inferiore di tasso d'interesse rispetto all'universo del debito emergente in valuta forte nel suo complesso; ciò riduce l'impatto di eventuali aumenti dei rendimenti dei Treasury statunitensi. Prevediamo, tuttavia, che questi ultimi restino confinati in un intervallo ristretto, e che pertanto abbiano un impatto limitato nel 2021.

Il debito dei mercati di frontiera offre il rendimento più elevato (attualmente del 6,9%) tra i sottosegmenti del debito emergente. Considerato il potenziale di contrazione degli spread menzionato precedentemente, prevediamo che nel 2021 possa registrare una sovraperformance rispetto agli altri sottosegmenti del debito emergente, con potenziali rendimenti totali dell'8%-12%. Tra gli emittenti la dispersione dovrebbe mantenersi elevata, poiché l'incertezza sulla ripresa, un forte deterioramento dei parametri del debito, e percorsi divergenti in termini di ripresa e sviluppo tra i paesi di frontiera giustificano un approccio attivo e selettivo ai rischi.

Il forte rimbalzo dovrebbe proseguire durante la campagna vaccinale

- **Il rimbalzo dovrebbe proseguire a seguito dell'ulteriore contrazione degli spread**
- **Agli attuali livelli di spread, privilegiamo il settore immobiliare cinese e il settore bancario tailandese**
- **I rischi legati al Covid-19 e le tensioni tra Stati Uniti e Cina sono ancora presenti**



Joep Huntjens

Head of Asian fixed income, lead portfolio manager, debito asiatico in valuta forte

Il debito asiatico ha registrato un forte rimbalzo nel 2020

Le notizie relative alla pandemia sono state le principali responsabili dell'andamento del debito asiatico nel 2020. La reazione iniziale dei mercati è stata contenuta quando il virus ha iniziato a diffondersi in tutta l'Asia. Le preoccupazioni per la sua rapida diffusione in altre parti del mondo e il suo impatto sull'economia globale hanno innescato un marcato sell-off degli asset rischiosi nel mese di marzo. Il debito asiatico non ne è uscito indenne. Gli spread creditizi delle obbligazioni asiatiche denominate in dollari sono più che raddoppiati nel primo trimestre del 2020.

Dopo il sell-off, il mercato del debito asiatico ha registrato un rimbalzo, sostenuto da misure fiscali e monetarie senza precedenti da parte dei governi e delle banche centrali, e dalla gestione efficace della situazione del virus in Cina e in altri paesi asiatici. Tra gli altri fattori che hanno contribuito figurano l'esito positivo delle elezioni negli Stati Uniti e sviluppi promettenti sui vaccini. A causa della ripresa del mercato e di un calo sostanziale dei rendimenti dei Treasury statunitensi, l'indice JP Morgan Asian Credit ha generato un soddisfacente rendimento complessivo positivo del 6,33% sull'intero anno 2020. Lo spread medio delle obbligazioni asiatiche denominate in dollari è aumentato di 28pb, raggiungendo un livello di 228pb alla fine dell'anno. Il rendimento del Treasury statunitense a 5 anni, che è il più rappresentativo per questa asset class, si è attestato a fine anno allo 0,36%, 1,33% in meno rispetto all'inizio del 2020.

Gli spread dovrebbero ridursi in un contesto di fattori tecnici e fondamentali positivi

In generale, i paesi asiatici hanno ben gestito la pandemia. È probabile che la Cina sia l'unica grande economia a registrare una crescita positiva nel 2020. La vita è tornata in gran parte alla normalità in Cina, tranne che per il protrarsi delle restrizioni ai viaggi internazionali, mentre la ripresa a forma di "V" dell'economia cinese ha riportato il PIL ai livelli pre-Covid. Il calo dei livelli del PIL cinese nella prima metà del 2020, dovrebbe consentire alla Cina di crescere di oltre l'8% nel 2021, permettendo di interrompere gradualmente il sostegno della politica monetaria dell'era pandemica. La Cina dovrebbe essere in grado di sostenere una crescita del PIL del 5% negli anni successivi, con la domanda interna che diventerà un driver di crescita sempre più importante.

La distribuzione del vaccino in tutta l'Asia dovrebbe sostenere l'ulteriore normalizzazione dell'attività economica in altre parti di quest'area nel 2021. I paesi più sviluppati, che hanno contenuto meglio il virus e che dispongono di maggior margine d'azione per politiche di sostegno, dovrebbero essere i primi paesi a unirsi al percorso di accelerazione della ripresa economica, mentre è probabile che in India e in Indonesia si registri un rallentamento. L'area asiatica nel suo complesso, con esclusione del Giappone, quest'anno dovrebbe restare la regione a crescita più rapida a livello globale.

I fondamentali del credito delle aziende asiatiche si sono leggermente deteriorati nel 2020. La trasformazione radicale e innovativa indotta dal Covid-19 ha determinato un calo dei profitti nel primo semestre dell'anno, con un conseguente aumento dei multipli della leva finanziaria. Gli emittenti investment grade hanno inoltre preferito mantenere saldi di cassa più elevati nel 2020, data l'incertezza economica e i livelli di finanziamento complessivamente bassi. Ciò ha inoltre contribuito all'aumento della leva finanziaria lorda dello scorso anno. Prevediamo che quest'anno le società asiatiche adottino un atteggiamento prudente riguardo ai piani di espansione aziendale, riducendo il fabbisogno di finanziamento attraverso il debito per finanziare gli investimenti. Nel complesso, ci aspettiamo un miglioramento graduale dei parametri del credito nel 2021. Si prevede che il tasso di default delle aziende high yield asiatiche, raddoppiato nel 2020 al 3,4%, cali il prossimo anno. È probabile che condizioni di finanziamento onshore meno positive in Cina manterranno i tassi di default delle aziende high yield asiatiche al di sopra del 2%.

La nostra view sulle prospettive della domanda e dell'offerta di obbligazioni asiatiche denominate in dollari è abbastanza positiva per il prossimo anno. Benché si preveda che l'offerta lorda di obbligazioni asiatiche denominate in dollari resti elevata nel 2021, prevediamo che l'offerta netta (offerta lorda meno pagamenti delle cedole e dei rimborsi delle obbligazioni a scadenza) si attesti a fine anno leggermente al di sotto della media registrata negli ultimi due anni. Il livello di offerta previsto dovrebbe essere gestibile. Gli afflussi nei fondi asiatici in valuta forte sono risultati positivi in tutti i mesi dopo il sell-off di marzo 2020. La domanda dovrebbe continuare a beneficiare di livelli di spread relativamente interessanti e di un migliore controllo del virus, con un conseguente orientamento di ripresa della crescita meno incerto rispetto ad altre regioni.

Dal punto di vista delle valutazioni, le obbligazioni asiatiche denominate in dollari sono interessanti rispetto a quelle corporate statunitensi. L'aumento medio degli spread delle obbligazioni investment grade asiatiche rispetto a quelle investment grade statunitensi supera i 50pb, rispetto a un aumento medio di 24pb negli ultimi cinque anni. Per le obbligazioni high yield asiatiche, attualmente l'aumento rispetto a quelle high yield statunitensi è di 295pb, rispetto a un aumento medio di 101pb negli ultimi cinque anni. Una forte ripresa economica in Asia, in combinazione con il miglioramento dei parametri del credito, e un certo calo dell'incertezza sull'impatto del virus dovrebbero favorire la contrazione degli spread in quest'area nel 2021. Prevediamo una contrazione degli spread di 30pb per le obbligazioni investment grade e di 100pb per quelle high yield.



I rendimenti dei Treasury statunitensi sono aumentati dopo che i Democratici hanno conquistato il controllo del Senato a gennaio. Dall'aumento di questi livelli, prevediamo variazioni minime del rendimento dei Treasury USA per il resto del 2021. Esiste un rischio ridotto di un aumento significativo nel segmento breve della curva dei tassi dei Treasury USA, poiché i funzionari della Fed stimano che fino al 2023 il tasso ufficiale resti a zero.

Prevediamo che i rendimenti totali a 12 mesi del debito asiatico in valuta forte si attestino al 4%-6%, in base alle nostre aspettative di contrazione degli spread, e che i tassi d'interesse dei Treasury statunitensi restino abbastanza stabili. In base alla nostra view. che prevede il miglioramento dei parametri del credito e la riduzione degli spread, privilegiamo i titoli high yield, per i quali prevediamo un rendimento complessivo a 12 mesi del 6%-8% rispetto a quelli investment grade (3%-4%).

Opportunità nel settore immobiliare cinese e in quello bancario tailandese

All'interno dell'universo di investimento privilegiamo la Cina, e in particolare il suo settore immobiliare. Quest'ultimo offre interessanti livelli di spread, e ha registrato una ripresa significativa dopo il lockdown all'inizio del 2020. Inoltre, la nuova regolamentazione delle "tre linee rosse", che definisce le linee guida per i coefficienti relativi a patrimonio netto, debito e liquidità delle imprese edili, renderà necessario un maggior rigore finanziario. Raccomandiamo un approccio selettivo alle obbligazioni high yield cinesi al di fuori del settore immobiliare, date le condizioni di finanziamento onshore più difficili per questi emittenti. Nel contesto attuale, gli emittenti con scadenze del debito imminenti e significative corrono un rischio maggiore di default.

Privilegiamo inoltre l'esposizione alla Tailandia. Sebbene questo paese abbia contenuto con successo la pandemia, la sua dipendenza dal turismo ha determinato una forte correzione dei prezzi delle obbligazioni tailandesi denominate in dollari nel primo semestre del 2020. Mentre gli spread hanno recuperato la maggior parte dell'ampliamento registrato, riteniamo vi sia margine di ulteriore contrazione dopo l'eliminazione delle restrizioni ai viaggi. All'interno della Tailandia privilegiamo il settore bancario, che è ben capitalizzato. Alcune delle sue obbligazioni continuano a essere scambiate a livelli di spread superiori a quelli pre-Covid.

Abbiamo un atteggiamento più cauto nei confronti delle società indiane investment grade, che hanno registrato un forte rally. Alle valutazioni attuali, queste aziende non compensano gli investitori in modo sufficiente per il potenziale declassamento del rating sovrano dell'India. Questo rating si trova attualmente solo di un livello al di sopra della soglia high yield, con un outlook negativo da parte di due delle tre principali agenzie di rating. Data la fase abbastanza iniziale della ripresa post Covid dell'India, gli investitori non dovrebbero ignorare il rischio di un potenziale declassamento del rating sovrano, che probabilmente porterebbe a abbassamenti del rating degli emittenti corporate.

I rischi legati al Covid-19 e le tensioni tra Stati Uniti e Cina sono ancora presenti

Prevediamo una forte ripresa economica globale nel 2021 e una discreta domanda di debito asiatico. Teniamo conto di due rischi fondamentali.

Il primo è la sfida legata al contenimento del Covid-19. Le problematiche di disponibilità e di distribuzione dei vaccini potrebbero avere come conseguenza seconde ondate simili a quelle negli Stati Uniti e in Europa. Sebbene i paesi asiatici siano riusciti con successo a contenere la diffusione del virus, potrebbero essere necessarie nuove misure per combattere i nuovi focolai in grado di ostacolare la ripresa economica globale.

Il secondo rischio è rappresentato dalla continua minaccia di tensione tra Stati Uniti e Cina. Nonostante si preveda che la nuova Amministrazione Biden adotti un approccio di politica estera meno ostile e più prevedibile, è improbabile che le tensioni a livello commerciale e tecnologico possano attenuarsi. Qualora gli Stati Uniti si mostrassero più disponibili a un coordinamento delle politiche con l'Europa e con altri importanti partner commerciali, le tensioni sulla Cina potrebbero aumentare. L'impatto significativo delle tensioni commerciali dovrebbe essere gestibile e diminuire nel tempo, poiché la Cina si sta focalizzando sull'espansione dell'economia interna e sulla riduzione della propria dipendenza dagli Stati Uniti. Tuttavia, notizie negative sulle relazioni commerciali potrebbero determinare volatilità occasionale.

Opportunità tattiche nel debito corporate emergente

- **La ripresa economica dovrebbe continuare a consolidarsi**
- **È probabile che i livelli degli spread subiscano una contrazione; prevediamo che i rendimenti si attestino nella fascia medio-alta dei valori a una cifra**
- **Riscontriamo opportunità tattiche in Asia, America Latina ed Europa emergente**



Joep Huntjens

Head of Asian fixed income, lead portfolio manager, debito asiatico in valuta forte



Martijn Kleiberg

Portfolio manager, debito corporate emergente

L'avvio della pandemia all'inizio del 2020 ha innescato un sell-off del debito corporate emergente. L'allentamento monetario tempestivo ed esteso e le politiche fiscali di sostegno hanno rapidamente ripristinato il sentiment degli investitori, facendo sì che questa asset class recuperasse costantemente terreno nei mesi successivi. La prospettiva di un rimbalzo economico globale, a seguito di diverse scoperte scientifiche, ha innescato un'ondata di entusiasmo sul mercato. Il nostro indice di riferimento, il CEMBI Diversified, ha chiuso il 2020 in rialzo di oltre il 7%, guidato dai rendimenti elevati del debito investment grade e high yield.

La ripresa dovrebbe recuperare terreno nel 2021

Prevediamo che la ripresa economica in fase iniziale si rafforzi nel 2021, sostenuta dalla diffusione delle campagne vaccinali e dal miglioramento dei fondamentali delle aziende. Il protrarsi di condizioni finanziarie favorevoli, dovrebbe imprimere impulso alle società emergenti. I fondamentali restano solidi, nonostante la pressione al rialzo dei rapporti debito sovrano/PIL e le cicatrici durature nei settori delle compagnie aeree, alberghiero ed energetico. La maggior parte degli emittenti corporate dei mercati emergenti presenta livelli gestibili di leva finanziaria, bassi rischi di rifinanziamento e riserve di liquidità soddisfacenti. Nonostante la pressione sui profitti e sulla qualità degli asset, i coefficienti patrimoniali degli istituti di credito non si sono erosi oltre i livelli critici. I fondamentali dovrebbero rafforzarsi ulteriormente nel corso del 2021, con tassi di default decisamente inferiori al trend storico.

In termini di fattori tecnici, questa asset class è favorita da un basso fabbisogno di finanziamenti, considerati i riscatti, le offerte di acquisto e i rimborsi anticipati. Prevediamo che la maggior parte dei proventi rivenienti dalle nuove emissioni vengano impiegati per il rifinanziamento, con un'esigenza ridotta di investimenti aggressivi o di piani di fusioni e acquisizioni.



La rapida ripresa del mercato negli ultimi mesi, alimentata dall'aspettative del successo delle campagne vaccinali e della ripresa economica, si rispecchia ampiamente nei livelli degli spread, ormai vicini alle medie triennali. Prevediamo che quest'anno gli spread del credito subiscano una lieve contrazione, alimentati dalla continua ricerca di rendimento in questo contesto di tassi bassi e di fondamentali del credito in miglioramento. I rendimenti dei Treasury statunitensi potrebbero aumentare leggermente nel 2021, ma è probabile che ciò possa avere ricadute negative ridotte sui rendimenti totali, poiché il debito corporate emergente presenta una duration media abbastanza breve. A fronte di questo contesto, prevediamo che per il 2021 i rendimenti totali si attestino nella fascia media dei valori a una cifra, a causa del carry trade interessante, della continua riduzione degli spread verso la media storica, e del limitato impatto potenziale dell'aumento dei rendimenti dei Treasury statunitensi.

Opportunità in Asia e in America Latina; l'Europa emergente merita un posizionamento tattico

Riteniamo che gran parte del valore possa essere individuato nell'universo del debito corporate in Asia, che si trova in una fase molto avanzata della ripresa, e in America Latina dove i livelli interessanti degli spread compensano i fondamentali delle aziende. In Asia, riscontriamo opportunità interessanti nel settore immobiliare cinese, poiché riteniamo che il mercato abbia male interpretato la regolamentazione delle "tre linee rosse". In America Latina siamo sovresposti al Brasile, nonostante il potenziale rallentamento nel momentum delle riforme. Il nostro scenario di riferimento conferma il mantenimento del tetto di spesa e l'implementazione di alcune politiche favorevoli al mercato, che dovrebbero prevenire un deterioramento significativo dei livelli del debito pubblico, di cui la maggior parte è denominato in valuta locale. Prevediamo che la ripresa del Messico sia inferiore rispetto a quella della maggior parte degli altri paesi, dati gli alti livelli di infezioni e l'orientamento verso l'austerità del Presidente Andrés Manuel López Obrador. Siamo posizionati in modo tattico in Argentina, che potrebbe dover affrontare un'altra crisi della valuta se la banca centrale esaurisse le sue riserve.

Nell'Europa emergente siamo posizionati in modo prudente in paesi come la Turchia, poiché nutriamo delle riserve sul tentativo del Presidente Recep Tayyip Erdogan di ripristinare la fiducia nei responsabili politici. Monitoriamo inoltre attentamente l'operato del Presidente degli Stati Uniti, Biden. Ulteriori tensioni nelle relazioni tra gli Stati Uniti e paesi come Russia e Turchia potrebbero offrire opportunità di maggiore esposizione al rischio su base tattica.

Mantenere selettività nelle obbligazioni locali emergenti

- **Prevediamo rendimenti interessanti per il debito emergente in valuta locale, dati il carry trade interessante oltre al margine di riduzione dei tassi e di apprezzamento delle valute**
- **La campagna vaccinale, i lockdown e la futura politica della Fed presentano rischi continui**
- **Manteniamo selettività sul mercato valutario emergente e posizionamento sulla duration**



Jaco Rouw

Lead portfolio manager ad interim, debito emergente in valuta locale



Boppo Jansen

Portfolio manager, debito emergente in valuta locale

Carry trade interessante e margine di riduzione dei tassi oltre ad apprezzamento delle valute

Una forte ripresa economica in Cina potrebbe continuare a sostenere le economie emergenti con cui intrattiene strette relazioni commerciali, grazie al miglioramento delle esportazioni e alla forte ripresa dei prezzi delle materie prime. Tuttavia, la debolezza della domanda e i divari tra produzione effettiva e potenziale in molti paesi emergenti dovrebbero mantenere in atto le pressioni disinflazionistiche, nonostante alcune pressioni sul fronte dell'offerta considerate in gran parte come temporanee. I continui lockdown potrebbero innescare ulteriori pressioni inflazionistiche sull'offerta. La debolezza della crescita, i divari tra produzione effettiva e potenziale e il contesto disinflazionistico appaiono ancora favorevoli per la maggior parte dei mercati delle obbligazioni locali emergenti.

D'altro canto, il miglioramento delle stime sui deficit fiscali potrebbe essere eccessivamente ottimistico. Qualora i lockdown innescassero ulteriori piani di stimoli con conseguente pressione sui bilanci, questi miglioramenti potrebbero impiegare più tempo del previsto per concretizzarsi. Di conseguenza, prevediamo che il volume di emissioni obbligazionarie sia continuo e significativo nel 2021. Ciò eserciterà una pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari, mentre le banche centrali dei paesi emergenti continueranno a sostenere i mercati mantenendo in vigore i piani di acquisto di obbligazioni.

Ci aspettiamo che quest'anno la liquidità locale sostenga il carry trade e che determini un ulteriore aumento degli afflussi verso i mercati del debito locale emergente. Il posizionamento pare ancora abbastanza modesto, a seguito dei massicci deflussi registrati la scorsa primavera, che hanno subìto un'inversione di tendenza solo parziale.

Se si considerano le valutazioni, molte curve appaiono ancora abbastanza in crescita e offrono valore, in particolare nel segmento lungo. Tuttavia ciò rispecchia generalmente un aumento dei rischi di credito. Per approfittare di questi premi, ricercheremo ripresa economica, riforme e stabilizzazione fiscale e del debito.

Adottare un approccio selettivo ed evitare i mercati vulnerabili

Riteniamo che esistano ancora opportunità sul mercato valutario emergente, nonostante il forte rally degli ultimi mesi. Le valutazioni restano abbastanza interessanti e i bilanci esteri sono migliorati negli ultimi mesi. Il mercato valutario emergente è attualmente rallentato dalla ricomparsa di casi di infezioni e da nuovi lockdown in molti paesi emergenti, ma resta il potenziale di apprezzamento dopo la ripartenza delle economie e il miglioramento dell'attività economica. Ulteriori afflussi verso questa asset class potrebbero inoltre sostenere le valute emergenti. Manterremo selettività nell'approccio per paese e adotteremo un atteggiamento prudente nei confronti dei mercati più vulnerabili, che presentano fondamentali deboli e in deterioramento.

Riteniamo che i profitti sulla duration, derivanti dall'allentamento della politica monetaria da parte delle banche centrali dei paesi emergenti, godano di un sostegno minore rispetto al 2020. La maggior parte delle banche centrali emergenti dispone di margini d'azione ridotti per ulteriori allentamenti, e in alcuni casi si stanno già scontando aumenti dei tassi d'interesse. Riteniamo che sia ancora possibili realizzare profitti sulla duration grazie alla riduzione dei premi a termine su mercati specifici. Per quanto riguarda il nostro posizionamento sulla duration, manterremo selettività evitando i paesi apparentemente vulnerabili.

Complessivamente, per il 2021 ci aspettiamo rendimenti compresi nell'intervallo elevato dei valori a una cifra, a seguito del carry trade, di una modesta riduzione dei tassi e dell'apprezzamento delle valute. Tuttavia, prevediamo volatilità significativa sull'aspettativa intermedia ponderata in base alla probabilità.



Disclaimer

La presente comunicazione è rivolta esclusivamente ad investitori professionali come definiti nella Direttiva MiFID. La presente comunicazione è stata redatta esclusivamente ai fini informativi e non costituisce un'offerta, in particolare un prospetto informativo, o un invito a trattare, acquistare o vendere titoli o a partecipare ad una strategia di trading, né la prestazione di un servizio d'investimento o di ricerca in materia di investimenti. Pur essendo stata dedicata particolare attenzione al contenuto della presente comunicazione, non è fornita alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, circa la precisione, la correttezza o l'esaustività della stessa. Le informazioni fornite nella presente comunicazione potranno essere soggette a variazioni o aggiornamenti senza preavviso. Né NN Investment Partners B.V., né NN Investment Partners Holdings N.V. né le altre società o unità appartenenti al Gruppo NN, né i suoi amministratori o dipendenti potranno essere ritenuti direttamente o indirettamente responsabili della presente comunicazione. L'investitore professionale farà uso delle informazioni contenute nella presente comunicazione a suo rischio. La presente comunicazione e le informazioni contenute nella stessa non potranno essere copiate, riprodotte, distribuite o trasferite a soggetti diversi dal destinatario. I Comparti oggetto della presente comunicazione, sono comparti della Sicav NN (L) costituita ai sensi del diritto Lussemburghese e autorizzata alla commercializzazione in Italia delle proprie azioni. Il prospetto informativo, il Key Investor Information Document (KIID) e gli altri documenti previsti dalla legge, relativi al Comparto e alla Sicav, sono disponibili presso sul sito www.nnip.com. Il rischio è connesso all'investimento. Si ricorda che il valore di qualsiasi investimento può aumentare o diminuire e che i rendimenti conseguiti in passato non sono indicativi dei risultati futuri e in nessun caso potranno essere ritenuti tali. La presente comunicazione non è rivolta ai Soggetti Statunitensi (US Persons) così come definiti dal Regolamento S, Norma 902 del United States Securities Act del 1933, né potrà essere utilizzata come riferimento dai medesimi soggetti, né ha lo scopo di, e non potrà essere usata per, sollecitare la vendita di investimenti o la sottoscrizione di titoli nei paesi in cui le autorità competenti o la legge lo vietino.

NN investment partners