

Trovare il segmento ideale nel debito emergente in valuta locale

Autori



Ward Brown, CFA, Ph.D.
Fixed Income Portfolio Manager



Robert M. Almeida, Jr.
Portfolio Manager e
Global Investment Strategist

Quali sono le differenze strutturali tra il debito denominato in dollari e quello locale dei mercati emergenti?

Il debito locale è denominato nella valuta locale. Chi presta al governo brasiliano in valuta locale lo fa in real brasiliani e non in dollari. I driver del debito locale sono molteplici. Il principale è l'inflazione. Il debito in valuta locale si comporta come i Treasury USA. Quando la Federal Reserve alza i tassi d'interesse, i tassi dei Treasury salgono e i prezzi scendono. Questo vale per il debito in valuta locale di tutti i mercati emergenti. In Brasile, i rialzi dei tassi d'interesse operati dalla banca centrale nell'ultimo anno hanno fatto diminuire i prezzi delle obbligazioni locali. La differenza principale è questa: l'inflazione e il ciclo economico locale non influiscono sul debito in dollari proprio perché è denominato in dollari. L'inflazione locale non conta. A incidere sul debito in dollari è soprattutto il rischio di insolvenza sul debito sovrano che, ovviamente, può influire anche sul debito locale. Il debito locale è come il debito in dollari con in più una componente di inflazione legata al ciclo economico.

Hai citato l'inflazione e il ciclo economico. Quali sono secondo te altri indicatori chiave di performance?

C'è bisogno di un quadro macroeconomico solido. Il deficit fiscale deve trovarsi su un percorso sostenibile. Il debito deve essere stabile o in calo. In presenza di queste condizioni, la credibilità dell'inflazione tende ad essere elevata. L'inflazione è ben ancorata e l'obiettivo di inflazione del paese è credibile. È questa la situazione ideale. Benché non molti mercati emergenti siano ideali, cerchiamo i paesi che vanno in quella direzione.

Il quadro fiscale dell'asset class è migliorato?

Decisamente. Tra la fine degli anni '90 e l'inizio degli anni 2000 si sono verificate diverse crisi dei mercati emergenti. Il quadro macro era molto diverso. Si basava su tassi di cambio fissi che non erano sostenibili. I vari paesi si sono disfatti dell'ancoraggio dei tassi di cambio, hanno introdotto obiettivi di inflazione e sono diventati più credibili in termini di politiche fiscali. Di conseguenza, anche gli obiettivi di inflazione sono divenuti più credibili. Nei dieci anni che hanno preceduto la pandemia, i tassi d'inflazione effettivi nei mercati emergenti hanno continuato a diminuire, anche grazie alla maggiore solidità dei contesti macro. Questo miglioramento generale del quadro macro e dell'inflazione è il motivo per cui l'asset class ha generato performance così positive per così tanto tempo.

Ci puoi parlare delle quattro fasi dei cicli del debito locale dei mercati emergenti?

In qualsiasi ciclo economico, se l'inflazione è troppo alta la banca centrale aumenta i tassi d'interesse. Se l'economia entra in recessione, la banca centrale abbassa i tassi d'interesse. Il ciclo economico dei mercati emergenti è legato a quello statunitense. Se la Fed alza i tassi e un paese emergente non lo fa, la sua valuta probabilmente perderà valore. Il deprezzamento valutario può talvolta spingere al rialzo l'inflazione in quel paese, costringendo la banca centrale ad alzare i tassi.

Di solito, all'inizio della prima fase i tassi d'interesse statunitensi sono bassi, l'economia americana è in ripresa e la Fed comincia ad aumentare i tassi. Nella seconda fase la Fed continua a operare rialzi, i tassi diventano più restrittivi e i mercati emergenti cominciano ad avvertire il colpo. Le loro valute si deprezzano e le banche centrali alzano i tassi d'interesse. La terza fase è quella in cui la Fed si ferma e ci sono due possibili esiti - un atterraggio morbido (soft landing) o un atterraggio duro (hard landing) - che conducono alla quarta fase. Nella quarta fase la Fed taglia i tassi. In un atterraggio morbido l'inflazione diminuisce ma non si entra in recessione. Poiché l'inflazione diminuisce, la Fed comincia a tagliare i tassi. L'altro esito possibile della quarta fase è un atterraggio duro. L'economia statunitense entra in recessione e la Fed taglia i tassi in maniera più aggressiva. In entrambi i casi, anche le banche centrali dei mercati emergenti taglieranno i tassi.

Quando le banche centrali cominciano ad abbassare i tassi si viene a creare un punto d'ingresso interessante nel debito in valuta locale. Una volta che la Fed avrà fatto abbastanza per stabilizzare la propensione al rischio, cominceremo a vedere i capitali affluire nei mercati emergenti e il dollaro perdere leggermente quota. Le valute dei mercati emergenti cominciano ad apprezzarsi, contribuendo a sostenere la disinflazione, il che consente alle banche centrali di operare nuovi tagli dei tassi. La crescita riparte e i capitali cominciano ad affluire. Di fatto, la quarta fase innesca un circolo virtuoso.

Gli asset rischiosi e l'economia reale (la forma delle curve dei rendimenti delle obbligazioni sovrane) emettono segnali contrastanti. Qual è il tuo punto di vista sull'economia globale? Cosa significa per la Fed e le banche centrali?

La priorità delle banche centrali è ridurre l'inflazione anche a costo di una recessione, e credo ci siano elevate probabilità di un simile scenario. Per decidere come calibrare le loro mosse, le banche centrali guardano ai lagging indicator, tra cui l'inflazione core, pertanto difficilmente taglieranno i tassi prima che la disoccupazione cominci a salire. L'aumento della disoccupazione è a tutti gli effetti l'inizio di una recessione, e, storicamente, una volta che inizia a salire tende a farlo in maniera molto marcata. Ritengo che l'assetto macro implichi un'alta probabilità di recessione.

In un'ottica di investimento la domanda è: "quali sono gli asset che compensano il rischio di recessione?" Spesso discutiamo con i nostri colleghi su come potrebbe verificarsi un atterraggio morbido. Nonostante le prospettive di un soft landing siano meno chiare, un simile scenario potrebbe comunque concretizzarsi. Se così fosse, gli asset rischiosi registrerebbero un discreto andamento. Guardando al debito dei mercati emergenti, solo una parte dell'asset class sta inglobando nei prezzi un atterraggio duro, ma neanche l'ipotesi di un atterraggio morbido è scontata appieno. Pertanto, ritengo che questa e altre asset class abbiano un certo margine di rialzo in uno scenario di soft landing. Tuttavia, gli asset rischiosi non offrono una compensazione in caso di atterraggio duro. A nostro avviso conviene essere prudenti in molti mercati, soprattutto nell'allocazione del rischio, perché non sono molti gli asset che compensano per le probabilità di un hard landing, che a mio parere sono piuttosto elevate.

Tornando al debito dei mercati emergenti e alle opportunità che offre, perché gli investitori dovrebbero considerarlo in questo momento?

Abbiamo parlato del ciclo standard: prima fase, rialzi dei tassi della Fed, seconda fase, rialzi dei tassi delle banche centrali dei paesi emergenti. Ma questo ciclo è stato un po' diverso. Questa volta le fasi uno e due si sono invertite. Le banche centrali dei mercati emergenti si sono mosse in largo in anticipo rispetto alla Fed. E questo ha un che di straordinario. Di solito, quando la Fed alza i tassi le valute emergenti si indeboliscono in maniera significativa. Ciò non è accaduto lo scorso anno. Certo, il dollaro era molto forte, ma lo era rispetto all'euro e ad altri paesi sviluppati. I mercati emergenti hanno tenuto testa a questi paesi e l'anno scorso hanno sovraperformato la moneta unica. Questo perché le banche centrali dei paesi emergenti hanno cominciato ad aumentare i tassi prima della Fed e della Banca centrale europea (BCE). Di conseguenza, si trovano in una posizione molto diversa. In caso di atterraggio duro, le banche centrali dei paesi emergenti avranno un ampio margine di manovra per tagliare i tassi. In Brasile, il tasso ufficiale è del 13,5% a fronte di un'inflazione inferiore al 4%. Hanno inasprito prima e in misura maggiore. Ciò ha creato un cuscinetto enorme.

All'inizio della quarta fase, di norma l'avversione al rischio induce gli investitori a ritornare sul dollaro. Questo può essere problematico per le banche centrali dei paesi emergenti. Oggi, però, le banche centrali di queste nazioni hanno alzato così tanto i tassi da aver predisposto un imponente ammortizzatore del rischio in caso di recessione e di forte aumento dell'avversione al rischio, e ciò dovrebbe contribuire a stabilizzare le loro valute. In passato, le banche centrali dei paesi emergenti erano in ritardo sulla Fed, e allorché gli asset rischiosi avrebbero perso quota si sarebbero trovate costrette ad alzare i tassi ancora di più. Questo perlomeno era il canovaccio, ma non credo che questa volta verrà seguito, dato che le banche centrali dei mercati emergenti hanno cominciato prima della Fed. Sono in una posizione forte e hanno il margine di manovra necessario per tagliare i tassi. Quando la Fed passerà a un atteggiamento espansivo, le banche centrali dei mercati emergenti avranno il via libera e spazio in abbondanza per tagliare i tassi. Questo comincerà a causare un po' di debolezza al dollaro. È a quel punto che i rendimenti dei mercati emergenti in valuta locale possono diventare vigorosi.

Conclusioni

Come abbiamo detto, il debito in valuta locale attraversa i vari cicli economici. Negli ultimi 20 anni ne ha attraversati quattro e ora ci stiamo avvicinando a una delle fasi del ciclo in cui i rendimenti del debito in valuta locale dei mercati emergenti possono diventare piuttosto interessanti. Gli investitori farebbero bene a tenere gli occhi aperti su queste opportunità.

Abbiamo parlato di paesi con fabbisogni di finanziamento, fonti di reddito e cicli economici diversi, tutti legati alla Fed. Quanto sono importanti l'analisi fondamentale e la selezione dei titoli?

Nel mio intervento ho fatto alcune generalizzazioni. I paesi emergenti non sono tutti uguali. La selezione dei paesi è una componente chiave per investire nel debito dei mercati emergenti. È estremamente importante sapere quali sono le nazioni fragili in termini di rischio sovrano. Anche quei paesi potrebbero ridurre i tassi. Ma dinanzi a un problema di debito sovrano, il taglio dei tassi verrà sospeso per andare potenzialmente nella direzione opposta, come è spesso accaduto. Bisogna stare attenti ai paesi che sono vulnerabili. Allo stesso tempo, un'efficace selezione dei paesi è indispensabile anche per trovare i segmenti di quest'asset class con il massimo potenziale di rialzo.

Non abbiamo un sovrappeso di duration in tutti i segmenti dell'asset class. Vi sono aree molto promettenti che a nostro avviso domineranno l'indice. Ma vi sono altre aree, ad esempio gran parte dell'Asia, in cui mancano le opportunità in termini di riduzione dei tassi, e in cui siamo pertanto molto cauti. ▲

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** - MFS Investment Management; **America Latina** - MFS International Ltd.; **Canada** - MFS Investment Management Canada Limited. Questa comunicazione non è stata esaminata da commissioni per la borsa valori o equivalenti autorità regolamentari canadesi.

Si noti che in Europa e nella regione Asia-Pacifico, il presente documento può essere distribuito solo a professionisti dell'investimento e clienti istituzionali.

Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera: pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a.r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** - MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento.