

Debito emergente in valuta locale

Il contesto potrebbe presto essere favorevole

Autori



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



Benoit Anne
Managing Director
Investment Solutions Group

Negli ultimi 20 anni, il debito dei mercati emergenti (ME) in valuta locale ha attraversato diversi cicli. Ogni ciclo è costituito da quattro fasi, e l'ultima è tipicamente associata a solide performance per quanto riguarda il debito emergente in valuta locale. Con l'avvicinarsi della quarta fase, riteniamo che incrementare l'esposizione a questa asset class possa essere un'opzione interessante per gli investitori.

Il debito emergente in valuta locale è un'asset class ciclica poiché le valutazioni delle valute e delle obbligazioni locali sono influenzate dai tassi di riferimento delle banche centrali che vengono continuamente adeguati in base alle condizioni del ciclo economico locale. A sua volta, il ciclo economico locale dei mercati emergenti è sensibile a quello statunitense, anche se il grado di sincronia varia da ciclo a ciclo. Il ciclo tipico del debito emergente in valuta locale è costituito da quattro fasi (Figura 1):

- 1. La Federal Reserve dà il via a un ciclo di inasprimento.** Spesso, in questa fase del ciclo, la politica monetaria dei mercati emergenti diventa accomodante, il che agisce a sostegno della crescita di questi paesi e contribuisce all'ampliamento dei disavanzi delle partite correnti della regione.
- 2. Le valute e le obbligazioni in divisa locale dei mercati emergenti si indeboliscono con il proseguire del ciclo di rialzi della Fed.** Ciò induce le banche centrali dei paesi emergenti a iniziare ad aumentare i tassi d'interesse per stabilizzare le valute e contrastare l'inflazione.
- 3. La crescita rallenta e la Fed sospende il suo ciclo di inasprimento.** Gli utili societari diminuiscono insieme alla crescita e la propensione al rischio tende a indebolirsi. La debolezza della propensione al rischio esercita ulteriori pressioni sulle valute dei mercati emergenti, costringendo le banche centrali di questi paesi a proseguire i rialzi dei tassi. Il rallentamento della crescita in questa fase potrebbe sfociare in un atterraggio morbido o duro. L'esito dipende da diversi fattori, uno dei quali è la durata della pausa della Fed. Nel 2016 la Fed ha sospeso il proprio ciclo di inasprimento dopo un solo rialzo e nel 2019 ha iniziato a segnalare tagli dei tassi non molto dopo l'ultimo rialzo di dicembre 2018. Entrambi gli episodi si sono tradotti in un atterraggio morbido, anche se il secondo "soft landing" è stato poi interrotto dalla pandemia.
- 4. La Fed passa ad un orientamento accomodante e inizia a tagliare i tassi.** Ciò contribuisce a stabilizzare la propensione al rischio e a porre le basi per una ripresa della crescita. Le valute dei mercati emergenti si apprezzano, l'inflazione rallenta e i rendimenti reali del debito in valuta locale aumentano, il che contribuisce ad attirare afflussi di capitale. Anche le banche centrali dei mercati emergenti finiscono per allentare le rispettive politiche monetarie. Questa fase è generalmente associata a solide performance, a buoni risultati del debito locale, a un calo dei tassi e a un apprezzamento delle valute.

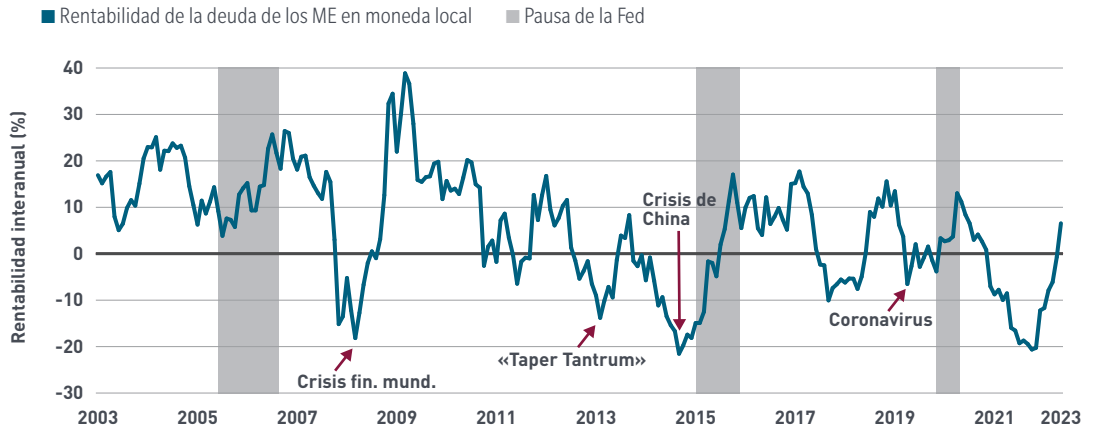
Figura 1: Il ciclo del debito in valuta locale dei ME



A scopo puramente illustrativo.

In passato, abbiamo assistito a quattro cicli del debito emergente in valuta locale (Appendice 1).

Gráfico 2: Pausa de la Fed y rentabilidad de la deuda de los ME en moneda local

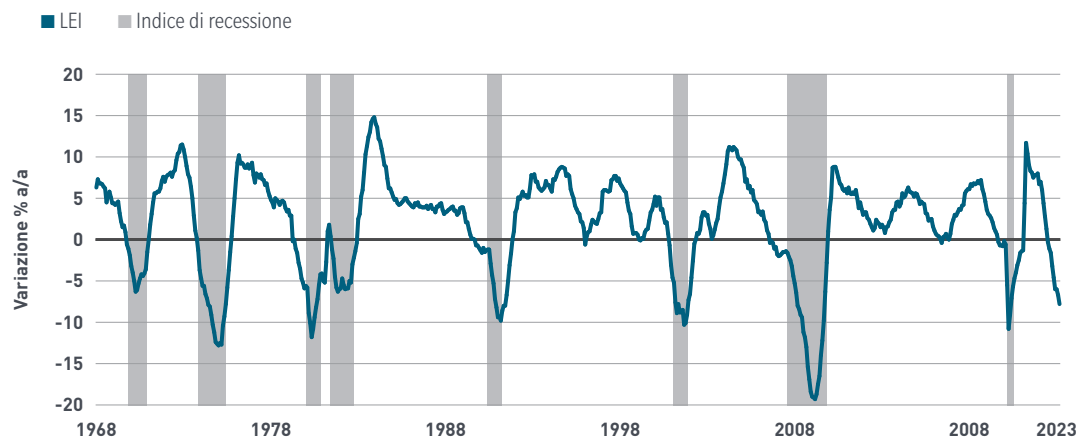


Fuente: Datos mensuales de Bloomberg hasta abril de 2023. Rentabilidad de la deuda de los ME en moneda local = índice J.P. Morgan GBI-EM Diversified Composite (sin cobertura en USD) (JGENVUUG Index). Las barras grises designan pausas de la Fed (tras el endurecimiento de la Fed hasta terreno restrictivo). Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

A che punto dell'attuale ciclo del debito emergente in valuta locale ci troviamo? A nostro avviso siamo alla terza fase. La pausa della Fed non è lontana. In questo momento, il mercato sconta un ulteriore aumento di 25 punti base da qui a luglio 2023. Inoltre, gli indicatori economici anticipatori segnalano un rallentamento della crescita. La Figura 3 mostra i leading indicator degli Stati Uniti nel tempo. Questo indicatore si colloca su un livello compatibile con una recessione (nel corso dei prossimi 12 mesi). Da altri indicatori, come la curva dei rendimenti USA, emergono segnali analoghi. Infine, gli utili societari continuano a evidenziare un rallentamento.

Tuttavia, non si è ancora registrato il calo della propensione al rischio che tipicamente caratterizza la fine della terza fase. Misure del rischio come gli spread societari, la volatilità azionaria e il premio per il rischio azionario non si trovano su livelli sufficientemente elevati da suggerire una flessione significativa della propensione al rischio.

Figura 3: Leading indicator statunitensi e recessioni USA



Fuente: Bloomberg, Conference Board, NBER. Dati mensili da gennaio 1968 a marzo 2023. Le barre grigie indicano recessioni negli Stati Uniti, secondo la definizione del National Bureau of Economic Research. Il Conference Board US Leading Index aggrega dieci leading indicator. LEI = Leading Economic Indicator.

A nostro avviso questa asset class acquista attrattiva all'inizio della quarta fase, con il taglio dei tassi della Fed, prima di prendere in considerazione un sovrappeso sul debito emergente in valuta locale.

Il motivo è che il calo della propensione al rischio nella terza fase comporta un'ulteriore flessione delle valute e dei tassi locali dei mercati emergenti, creando potenzialmente valutazioni interessanti nel lungo periodo per gli investitori.

Figura 4: Inasprimento delle banche centrali dei ME da fine 2020



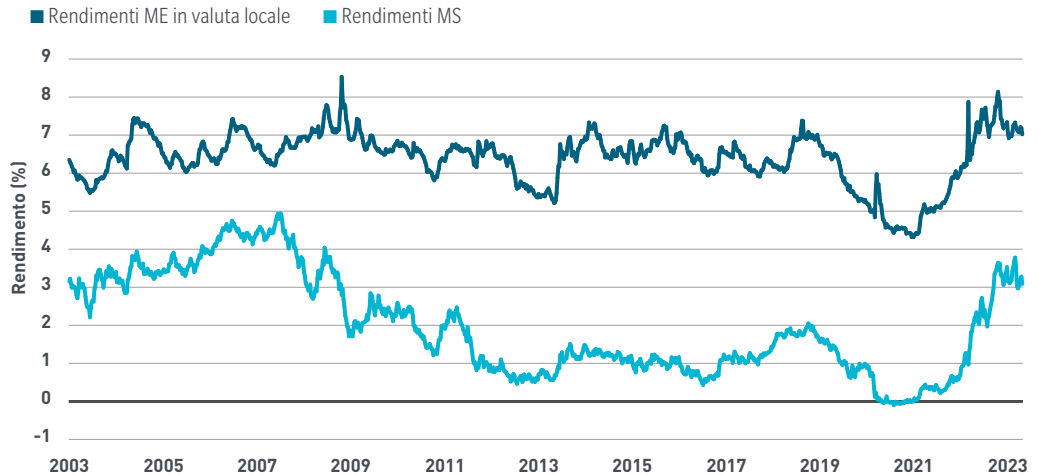
Fonte: Bloomberg, al 2 maggio 2023. L'inasprimento passato comprende gli interventi sui tassi di interesse di riferimento dalla fine del 2020.

Riteniamo che la quarta fase sia relativamente interessante per un'allocazione nel debito emergente in valuta locale. Tuttavia, un aumento parziale dell'esposizione a questa asset class può rappresentare a nostro avviso un'opzione appetibile al momento.

- 1. Una differenza fondamentale in questo ciclo è il fatto che sono state le banche centrali dei mercati emergenti a guidare la fase di rialzo dei tassi.** Di solito, le banche centrali di questi paesi iniziano i rispettivi cicli di inasprimento dopo la Fed. Tuttavia, in questo ciclo, le banche centrali dei mercati emergenti si sono mosse in anticipo rispetto alla Fed, e hanno già inasprito le proprie politiche monetarie in misura significativa, come mostra la Figura 4. Di conseguenza, il carry è nettamente elevato per molte valute, il che contribuirà a limitare il loro deprezzamento nella terza fase.
- 2. Un atterraggio morbido.** Sebbene non corrisponda al nostro scenario di riferimento, un atterraggio morbido è uno dei possibili esiti del ciclo di rialzi della Fed. In questo scenario, la banca centrale statunitense dovrebbe tagliare i tassi d'interesse, anche se non tanto quanto nell'eventualità di un atterraggio duro. Tuttavia, a differenza di quanto accadrebbe nell'ipotesi di un hard landing, riteniamo che gli asset rischiosi, comprese le valute emergenti, potrebbero iniziare a evidenziare un rally ben prima dei tagli della Fed.
- 3. Un limitato vigore del dollaro in caso di un atterraggio duro.** In base a diversi parametri, il dollaro USA risulta già sopravvalutato a causa del significativo apprezzamento registrato nel 2022.
- 4. Le valutazioni del debito emergente in valuta locale sono interessanti.** Ciò è particolarmente vero in termini di valore relativo rispetto ai mercati sviluppati (MS): i paesi emergenti offrono un premio di rendimento di circa il 3% rispetto ai tassi dei mercati sviluppati, nonostante questi siano stati oggetto di un'importante correzione (Figura 5). La maggior parte delle banche centrali dei paesi emergenti, al di fuori dell'Asia, ha aumentato i tassi di riferimento portandoli a livelli molto elevati ed è ora in pausa. Il rendimento dell'indice J.P. Morgan GBI-EM GD, ampiamente utilizzato come benchmark per il mercato del debito emergente in valuta locale, si attesta attualmente intorno al 7%.¹ Con il rallentamento sia dell'inflazione che della crescita, riteniamo improbabile che le banche centrali dei paesi emergenti debbano riprendere i rialzi, anche in caso di un atterraggio duro (Figura 6).
- 5. Anche le valutazioni delle valute emergenti sono allettanti, a nostro avviso.** In questo momento un paniere di valute emergenti ha quasi raggiunto minimi pluriennali a fronte di un paniere di USD/EUR in termini reali, ossia se si tiene conto del differenziale di inflazione tra mercati emergenti e Stati Uniti ed Eurozona (Figura 7).¹ Infine, storicamente le valutazioni delle valute emergenti hanno sempre avuto una correlazione positiva con i prezzi delle materie prime, anche se al momento constatiamo che hanno segnato

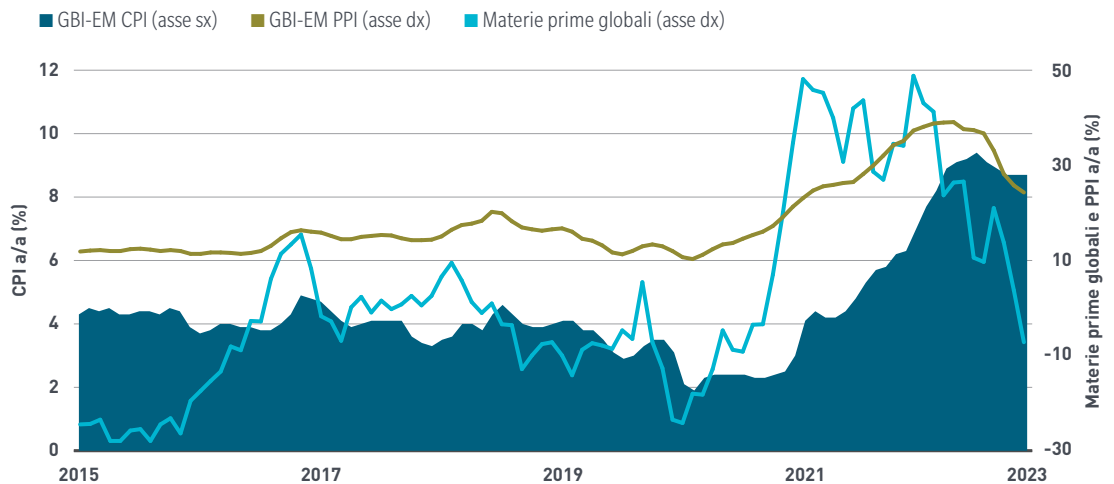
il passo rispetto al rally delle materie prime dell'anno scorso. Ciò potrebbe limitare la sensibilità delle valute emergenti a un potenziale calo dei prezzi delle materie prime in caso di rallentamento della crescita (Figura 8).

Figura 5: Rendimenti in valuta locale dei ME vs. MS



Fonte: Bloomberg. Dati settimanali dal 3 gennaio 2003 al 2 maggio 2023. Rendimento debito ME in valuta locale = J.P. Morgan GBI-EM Diversified Yield to Maturity. Rendimento nominale MS = 67% rendimento Treasury USA a 5 anni, 33% rendimento Bund tedesco a 5 anni.

Figura 6: L'inflazione dei mercati emergenti è in calo



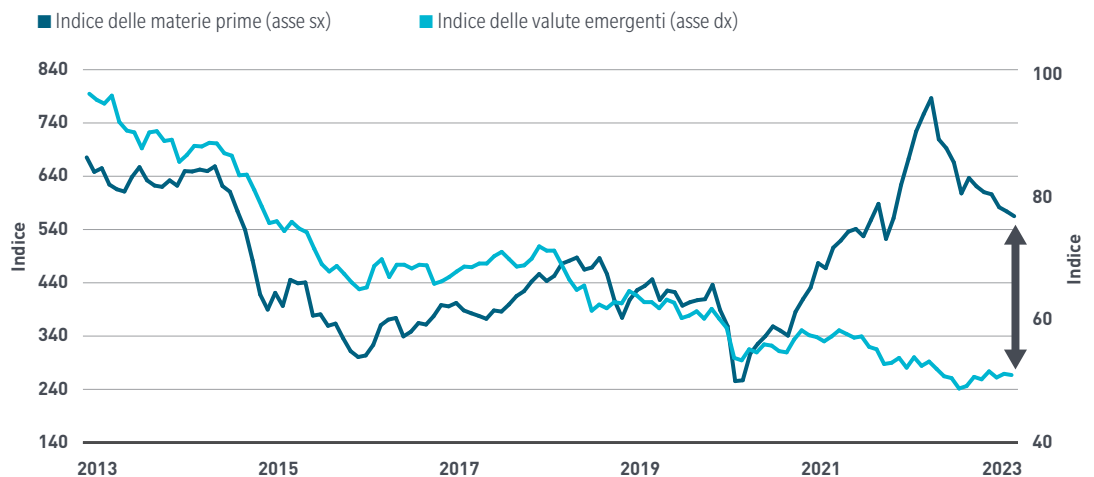
Fonte: Asse sx – J.P. Morgan, Bloomberg, Ricerca MFS. Dati mensili da aprile 2015 a febbraio 2023 per le materie prime globali, il CPI e il PPI dei mercati emergenti. Il PPI dei mercati emergenti è composto utilizzando il PPI e i prezzi alla produzione dei paesi del J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified, ponderando il PPI di ciascun paese in base al relativo peso nell'indice e procedendo all'aggregazione dei dati. Ponderazioni statiche utilizzate al 31 dicembre 2022. Questa analisi esclude l'Egitto e la Repubblica Dominicana a causa di dati limitati. Informazioni non disponibili per le Filippine a causa di dati limitati fino a gennaio 2019. Materie prime globali = Bloomberg Commodities Index.

Figura 7: Paniere dei tassi di cambio reali dei ME rispetto a un paniere USD/EUR



Fonti: Bloomberg. Dati mensili fino a marzo 2023. Gen. 2001 = 100. I tassi di cambio reali per le singole valute sono stimati utilizzando il differenziale di inflazione tra ciascun paese emergente e gli Stati Uniti e l'Eurozona. Il paniere di riferimento è composto per il 50% dall'USD e per il 50% dall'EUR. L'indice aggregato utilizza le ponderazioni GBI-EM per un paniere di 16 paesi (ad esclusione di Filippine, Uruguay, Repubblica Dominicana, Serbia ed Egitto).

Figura 8: Valute dei mercati emergenti e materie prime

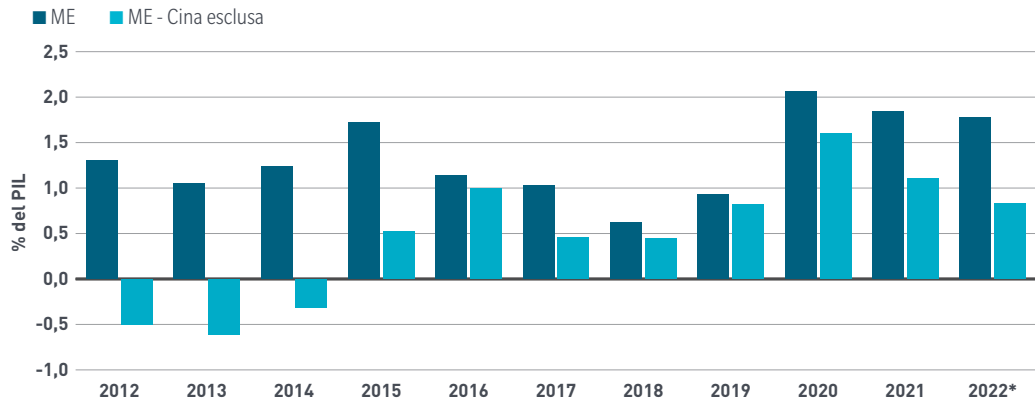


Fonti: Bloomberg. Dati mensili da febbraio 2013 ad aprile 2023. Indice delle materie prime = Bloomberg Commodity Index. Valute emergenti = FXJPEMCS index, J.P. Morgan Emerging Market Currency Index (EMCI).

I mercati del debito emergente in valuta locale continuano a essere sostenuti da fondamentali solidi.

La posizione sull'estero dei paesi emergenti rimane robusta, come evidenziato dalla bilancia commerciale di base - che aggrega il saldo delle partite correnti e i flussi netti di investimenti in debito estero - che si situa nettamente in territorio positivo (Figura 9). Una solida posizione sull'estero favorirà la resilienza dei mercati emergenti, in particolare per quanto riguarda le scorte di riserve di valuta estera, a fronte dell'indebolimento della crescita globale.

Figura 9: Bilancia commerciale di base dei mercati emergenti (saldo delle partite correnti + investimenti diretti esteri)

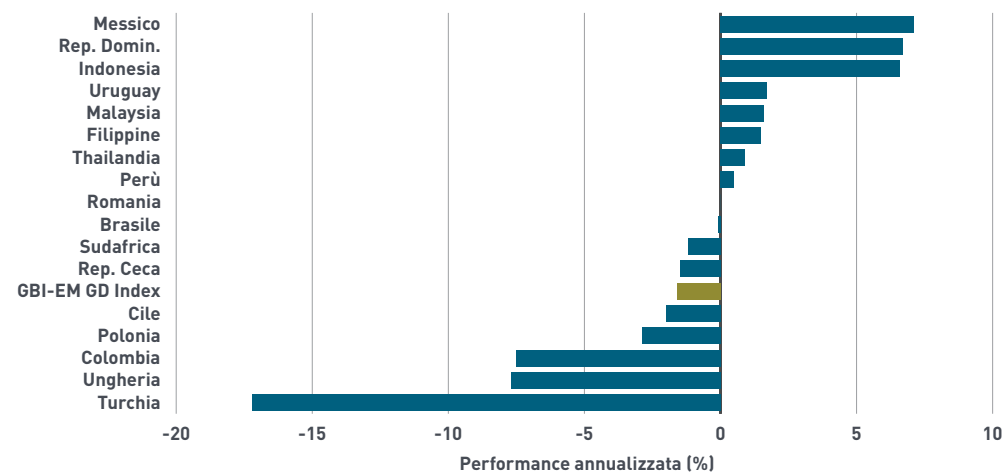


Fonte: EIU, Ricerca MFS. Dati annuali dal 2012 al 2022. *Il 2022 rappresenta le previsioni di MFS al 31 dicembre 2022. Bilancia commerciale di base = saldo delle partite correnti + investimenti diretti esteri. ME = Cina, India, Indonesia, Malaysia, Filippine, Thailandia, Russia, Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia, Romania, Sudafrica, Turchia, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Uruguay.

È importante sottolineare che le tempistiche cicliche sono solo una delle componenti dell'investimento nel debito emergente in valuta locale.

A nostro avviso, l'aspetto più importante di una strategia sul debito in valuta locale di successo è un processo di investimento incentrato su una rigorosa selezione dei paesi. Non solo gli investitori devono comprendere il ciclo del debito locale dei mercati emergenti in una prospettiva globale macro di tipo top-down, ma il processo di investimento in questa asset class dovrebbe inoltre includere un'accurata analisi del credito sovrano. Il fatto è che il debito locale dei mercati emergenti tende a essere un'asset class altamente volatile principalmente a causa dell'esposizione alle valute emergenti. Inoltre, la dispersione della solidità dei fondamentali tra un paese all'altro è di norma significativa nell'universo emergente, al pari della dispersione delle performance, come si evince dalla Figura 10. Di conseguenza, è essenziale concentrarsi su mercati locali supportati da fondamentali solidi e dotati di un interessante potenziale di apprezzamento della propria valuta. È importante che gli investitori comprendano le dinamiche delle politiche monetarie locali e dei fattori tecnici dei mercati locali, che possono avere un impatto sul rischio di duration.

Figura 10: Debito emergente in valuta locale: performance annualizzata su cinque anni a livello di indice nazionale



Fonte: Bloomberg, J.P. Morgan. GBI-EM GD index = J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite Unhedged USD. Rendimenti annualizzati su cinque anni da aprile 2018 ad aprile 2023 in USD. La performance degli indici nazionali si basa sulle componenti nazionali del J.P. Morgan GBI-EM GD index.

A nostro avviso, ci stiamo avvicinando alla quarta fase dell'attuale ciclo del debito emergente in valuta locale, una fase generalmente associata a solide performance per quanto riguarda quest'asset class. Ciò potrebbe essere valido anche per il ciclo attuale. Tuttavia, date alcune differenze tra questo e i cicli passati, riteniamo che incrementare l'esposizione al debito emergente in valuta locale prima della quarta fase possa essere un'opzione interessante. ▲

Appendice 1: i cicli passati del debito emergente in valuta locale

- **Il ciclo di inasprimento della Fed dal 2004 al 2006:** nonostante la performance del debito emergente in valuta locale sia stata inizialmente ben sostenuta dalla solidità della crescita globale nel 2004, l'inasprimento monetario della Fed ha iniziato a incidere significativamente sui rendimenti di quest'asset class a partire dalla metà del 2005. La Fed ha sospeso i rialzi per 14 mesi prima di iniziare ad allentare la propria politica monetaria nel 2008, gettando le basi per una ripresa del debito locale nel 2009.
- **Il taper tantrum del 2013:** benché non sia stato un vero e proprio ciclo, sono stati riscontrati alcuni effetti simili. Nel maggio 2013, Ben Bernanke, l'allora presidente della Fed, sorprese i mercati globali segnalando un imminente ridimensionamento del quantitative easing. I rendimenti dei Treasury USA hanno subito un'impennata e il debito emergente in valuta locale ha evidenziato una brusca flessione all'inizio del 2014, prima di registrare una netta ripresa una volta che i timori relativi al tapering si sono attenuati.
- **Il rialzo del 2015:** nel corso del 2015-2016, i mercati hanno iniziato a scontare un nuovo ciclo di rialzi della Fed, mentre l'economia statunitense stava evidenziando segnali di indebolimento. La Fed ha effettuato il primo rialzo nel dicembre 2015, seguito tuttavia rapidamente da una pausa nel gennaio 2016. I mercati hanno escluso la possibilità che la Fed riprendesse il proprio ciclo di inasprimento, favorendo la performance a due cifre del debito in valuta locale nella seconda parte dell'anno.
- **Il ciclo di inasprimento della Fed del 2018:** nel 2018, il tasso di riferimento della Fed si è spostato in territorio restrittivo. Ciò ha provocato un aumento della volatilità di mercato che rifletteva principalmente i crescenti timori di una recessione causata dalla Fed. Di conseguenza, i rendimenti del debito emergente in valuta locale sono scesi al -10% su base annua nell'agosto 2018.² La Fed ha iniziato a tagliare i tassi nel 2019, il che ha impresso slancio al forte rimbalzo delle performance del debito locale che si sono attestate intorno al 15%.

Note

¹ Dati al 2 maggio 2023.

² Fonte: Bloomberg, JP Morgan. J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite Unhedged USD.

Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). Bloomberg o i licenzianti di Bloomberg detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg. Bloomberg non approva né avalla il presente materiale, né garantisce la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilascia alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potrà essere ritenuta responsabile di danni derivanti in relazione alle stesse.

Le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma J.P. Morgan non ne garantisce la completezza o l'accuratezza. L'Indice è utilizzato dietro autorizzazione. L'Indice non può essere copiato, utilizzato o distribuito senza la previa approvazione scritta di J.P. Morgan. Copyright 2022, J.P. Morgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

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 Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc.; **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; **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") (ABN 68 607 579 537) 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.