COLCHESTER®
GLOBAL INVESTORS

Covid-19 ha fatto aumentare il valore nell'universo del debito dei mercati emergenti in valuta locale?

Giugno 2020

Heathcoat House
20 Savile Row
London W1S 3PR
United Kingdom
Tel: +44 207 292 6920

885 Third Avenue
24th Floor
New York, NY 10022
United States of America
Tel: +1 646 472 1800

6 Battery Road #40-02A
Six Battery Road
Singapore 049909
Singapore
Tel: +65 3158 0222

Level 10
20 Martin Place
Sydney NSW 2000
Australia
Tel: +61 2 8599 2132

Index Tower, Unit 403
Dubai International
Financial Centre
Dubai, United Arab Emirates
Tel: +971 5 0463 5370

La classe di attivo del debito dei mercati emergenti in valuta locale ha registrato un rendimento forte e positivo nel 2019. Nonostante i timori di un rallentamento globale a metà dell'anno scorso, gli investitori in questa classe di attivo hanno beneficiato di un rendimento del 13,5%[1]. Tuttavia, quest'anno la classe ha risentito negativamente dell'impatto di Covid-19. Nei mercati ha imperversato l'avversione al rischio e l'incertezza, mentre gli investitori, banche centrali e governi hanno dovuto far fronte alle conseguenze a breve e lungo termine del virus. I mercati emergenti sono stati travolti da questa turbolenza, tanto che alcuni hanno messo in discussione il valore dell'offerta in questo segmento del mercato del reddito fisso. Man mano che le acque si calmano e il quadro si fa più chiaro, notiamo una classe di attivo con valutazioni prossime ai minimi storici. Poiché i solidi fondamentali economici che sostengono i Paesi di questo universo rimarranno probabilmente intatti (nonostante i vari pacchetti di misure di stimolo), riteniamo che attualmente questa classe di attivo offra rendimenti interessanti.

Rendimenti

La classe di attivo del debito dei mercati emergenti in valuta locale ha subito un forte ribasso dei rendimenti nel primo trimestre del 2020. Tale ribasso del -15,2% è stato il maggiore calo trimestrale del JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index dal suo lancio nel 2003 (in termini di valuta USD senza copertura). È importante separare le fonti di rendimento quando si considera il debito in valuta locale, e distinguere tra il rendimento delle obbligazioni e quello valutario. Indubbiamente, si tratta di uno degli elementi chiave che distingue questa classe di attivo da altre sottoclassi del reddito fisso, come il credito societario. Storicamente, i flussi di rendimento obbligazionario e valutario sono stati caratterizzati da una scarsa correlazione (di solo 0,55). Inoltre, la componente valutaria è più volatile della componente obbligazionaria sottostante. La volatilità mensile annualizzata della componente valutaria del benchmark, al 9%, è poco meno di tre volte superiore a quella dei mercati obbligazionari sottostanti, che si situa al 3,5%. Curiosamente, quest'ultimo dato si raffronta positivamente con la volatilità del mercato dei Treasury USA (4,1%), come peraltro con quella dei Bund tedeschi (3,7%) e dei titoli di stato australiani (3,8%)[2].

Scomponendo il calo del 15,2% del primo trimestre, si osserva una notevole divergenza dei rendimenti tra le obbligazioni e le valute dei mercati emergenti, sia a livello aggregato, sia a livello di singolo Paese (cfr. Grafico 1 di seguito). Come è normale in questa classe di attivo, nei periodi di stress le valute dei mercati emergenti sono le più colpite dal sell-off (da cui la maggiore volatilità precedentemente menzionata), mentre le obbligazioni sono un po' più difensive. Questo schema si è ripetuto nel primo trimestre del 2020. Mentre alcuni Paesi sono stati più esposti ai propri problemi idiosincratici, la componente obbligazionaria dell'indice JPM GBI-EM Global Diversified ha visto un calo del -1,4% nel primo trimestre del 2020 (in termini USD-hedged). Si è trattato di un'ottima performance, data l'entità della perturbazione economica causata dalla crisi. Inoltre, è in contrasto con il declino del -13,5% della componente obbligazionaria dell'indice globale dei titoli ad alto rendimento[3] e del -4,2% dell'indice globale delle obbligazioni societarie investment grade[4] (per entrambi in termini di rendimento USD-hedged).

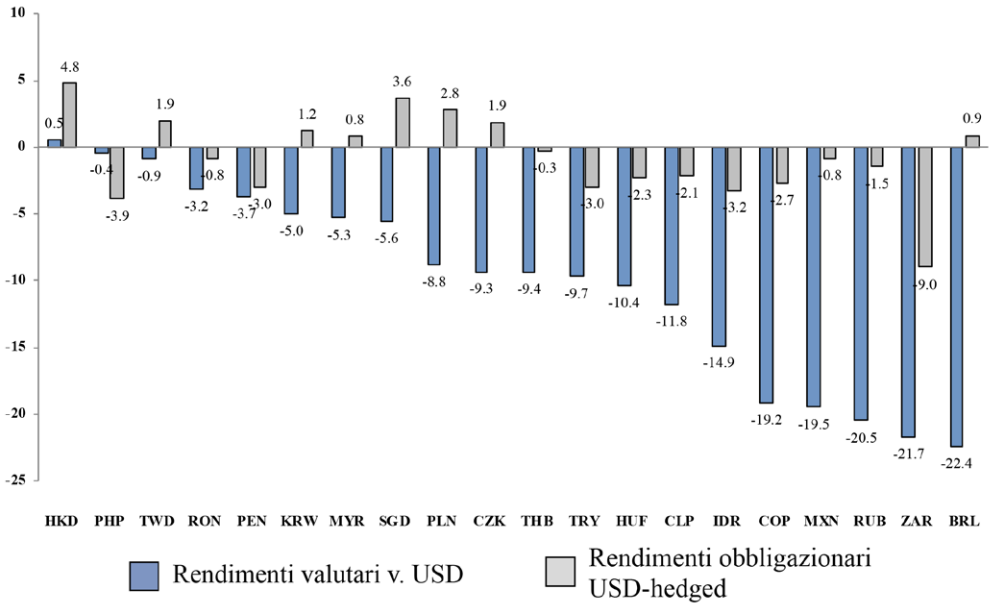
[1] JPM GBI-EM Global Diversified USD Unhedged Index

[2] Tutti i dati sulla volatilità delle obbligazioni qui riportati si basano su rendimenti mensili USD-hedged con durata triennale misurati fino a fine aprile 2020. I dati di Stati Uniti, Germania e Australia provengono dalle componenti nazionali dell'indice FTSE World Government Bond Index. I dati del benchmark dell'universo EM provengono dall'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index. Notiamo la duration più breve di circa 1,5 anni e mezzo dell'indice EM, che potrebbe appiattire il raffronto ma che nulla toglie alla validità della tesi.

[3] ICE BofA Global High Yield USD Hedged Index

[4] ICE BofA Global Corporate Bond USD Hedged Index

Grafico 1: Scomposizione dei rendimenti, Q1 2020



Fonte: JP Morgan, Colchester.

Il motivo di questa forza comparativa del debito dei mercati locali è dovuto in parte al miglioramento dei bilanci e dei quadri macroeconomici di molti Paesi dei mercati emergenti dagli ultimi vent'anni circa a questa parte. Molti di questi Paesi hanno ridotto le loro passività verso l'estero riducendo il saldo del debito denominato in valuta estera (ad esempio in dollari USA) ed invece emettendo debito in valuta locale. L'aumento delle emissioni in valuta locale ha dato origine a fondi pensione locali e ad altri istituti che sono in grado e ben disposti ad acquistare titoli di stato del loro proprio Paese in tempi di notevole avversione al rischio. Analogamente al fatto che i titoli di stato americani o australiani sono l'attivo privo di rischio prescelto rispettivamente negli Stati Uniti e in Australia, il debito pubblico interno denominato in pesos messicani e baht tailandesi è diventato sempre più l'attivo privo di rischio prescelto in Messico e in Tailandia, per i titolari di attivi domestici.

Mentre nel primo trimestre i rendimenti nominali in alcuni di questi mercati sono aumentati, molti mercati hanno fornito rendimenti difensivi agli investitori stranieri in termini USD-hedged (cfr. Grafico 1). Le obbligazioni polacche, malesi e ceche, ad esempio, hanno tutte registrato rendimenti USD-hedged positivi e una correlazione negativa con gli "attivi di rischio". Altri mercati obbligazionari hanno generato rendimenti leggermente negativi. La resilienza di questi mercati obbligazionari locali a fronte di uno shock avverso è una caratteristica tipicamente associata ai titoli di stato dei mercati sviluppati. Questa relativa stabilità sta caratterizzando sempre più molti mercati obbligazionari emergenti in valuta locale rappresentati nell'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified Bond Index.

Per contro, le valute dei mercati emergenti hanno risentito negativamente dello "shock da virus" nel primo trimestre, che per alcuni Paesi è stato aggravato da un forte calo dei prezzi del petrolio e di altre commodity. Nel complesso, la componente valutaria dell'indice di debito dei mercati locali ha registrato un calo del -14,3%[5] rispetto al dollaro USA nel primo trimestre. La dispersione all'interno dell'universo valutario dei mercati emergenti è stata di gran lunga maggiore rispetto a quella osservata per le obbligazioni, e le valute che si ritiene siano state più esposte alle commodity ne hanno risentito maggiormente. La marcata differenza tra i rendimenti obbligazionari e quelli valutari evidenzia quanto sia importante gestire entrambi i rischi, ma indica anche i potenziali benefici di diversificazione che si possono ottenere combinando entrambi i parametri all'interno di un portafoglio diversificato.

[5] JPM GBI-EM Global Diversified FX Return in USD Index

Valutazioni attuali

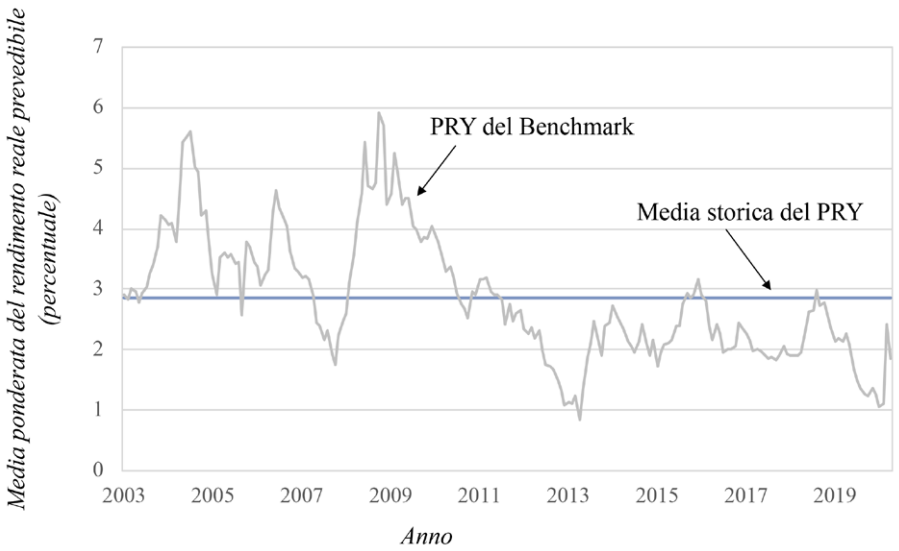
Per valutare l'attrattiva della classe di attivo nel periodo attuale, possiamo considerare le valutazioni dei rendimenti reali e dei tassi di cambio reali disponibili in termini assoluti e relativi. Combinando i due parametri si ottiene una valutazione del potenziale attuale della classe di attivo.

- *Valutazioni obbligazionarie*

Il parametro di valutazione principalmente utilizzato da Colchester per le obbligazioni è il rendimento reale prevedibile (PRY, 'prospective real yield'), misurato utilizzando un tasso interno di previsione dell'inflazione che viene scontato dal rendimento nominale del Paese. Integriamo questo parametro con una valutazione della solidità finanziaria del Paese concentrata principalmente sul bilancio del governo, sulla sostenibilità del debito, ecc., ma che tiene anche conto del livello di governance, dello stato di diritto, del rispetto dei diritti di proprietà, dei fattori sociali e ambientali. Se da un lato le nostre previsioni di inflazione sono basate su dati di crescita monetaria e del credito, dall'altro prendono anche in considerazione le variazioni dei prezzi delle commodity, le oscillazioni della valuta nominale e in certa misura il gap di capacità o di output. Il virus ha mandato in shock il rapporto tra domanda e offerta, e il forte calo del prezzo del petrolio (che è sceso di due terzi nel primo trimestre del 2020) e di altre commodity ci ha spinto a rivedere al ribasso le nostre previsioni sull'inflazione per il nostro universo di mercati emergenti. L'ampio calo delle valute in alcuni Paesi ha attenuato tale revisione, ma il pass-through all'inflazione domestica di queste svalutazioni dei tassi di cambio è marcatamente diminuito nell'ultimo decennio. In parte, tale declino è stato trainato sia da una maggiore competitività che da un aumento della credibilità delle banche centrali, dovuta all'adozione diffusa di regimi con obiettivi in materia di inflazione che in gran parte hanno saldamente ancorato le aspettative di inflazione interna. Mentre l'impatto delle recenti oscillazioni valutarie varierà da Paese a Paese, prevediamo che il forte calo del prezzo del petrolio e di altre commodity, e lo shock negativo generalizzato della domanda associato al virus, domineranno il panorama dell'inflazione nel breve termine.

Il conseguente ribasso nelle nostre previsioni in materia di inflazione e l'aumento dei rendimenti nominali in alcuni mercati hanno fatto aumentare l'attrattiva generale delle obbligazioni dei mercati emergenti sulla base del rendimento reale prevedibile (cfr. Grafico 2 di seguito). Pur attestandosi al di sotto del rendimento reale prevedibile medio a lungo termine dal lancio dell'indice nel 2003, il PRY del benchmark si colloca attualmente intorno alla media del periodo successivo alla crisi finanziaria globale. L'innalzamento dei rendimenti reali prevedibili ha inoltre aumentato l'attrattiva delle obbligazioni dei mercati locali del benchmark rispetto alle obbligazioni dei mercati sviluppati. Con un miglioramento attuale di circa il 2,5% del rendimento reale, si tratta un livello di rendimento interessante rispetto ai dati storici (cfr. Grafico 3).

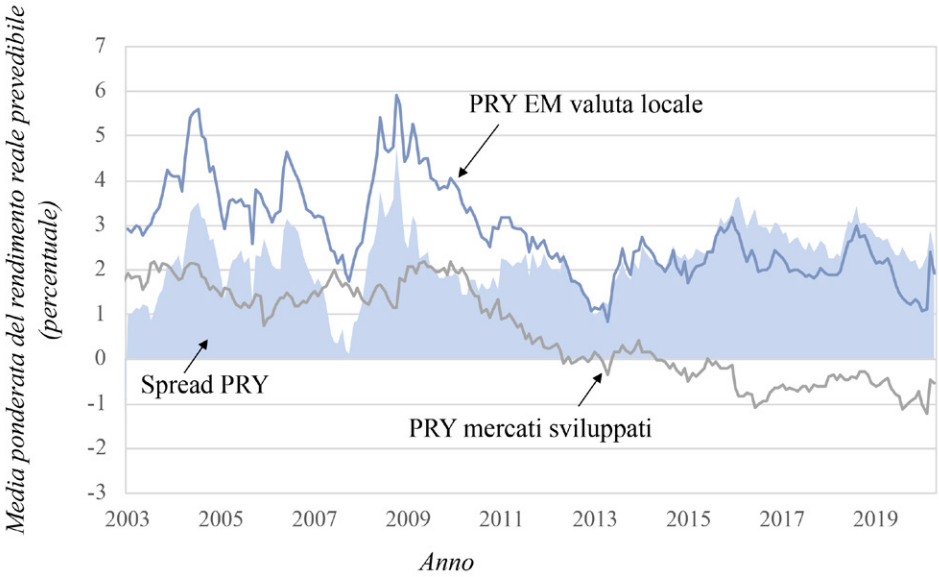
Grafico 2: Rendimento reale prevedibile del Benchmark



Attenzione: Il rendimento reale prevedibile è il rendimento nominale decennale in ciascun mercato, misurato al netto della previsione d'inflazione di Colchester, laddove disponibile. Diversamente, il rendimento a scadenza dell'indice di mercato o l'inflazione (nota) dei prezzi al consumo dei prossimi 12 mesi vengono sostituiti. Dati al 30 aprile 2020.

Il benchmark è l'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified (USD Unhedged).

Grafico 3: Rendimento reale prevedibile del Benchmark



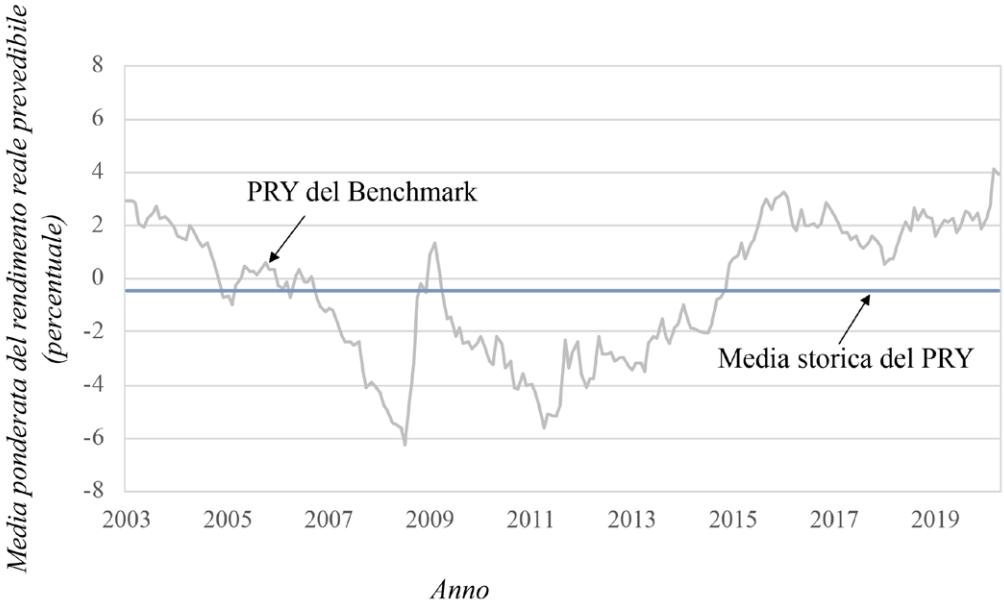
Attenzione: Il rendimento reale prevedibile è il rendimento nominale decennale in ciascun mercato, misurato al netto della previsione d'inflazione di Colchester, laddove disponibile. Diversamente, il rendimento a scadenza dell'indice di mercato o l'inflazione (nota) dei prezzi al consumo dei prossimi 12 mesi vengono sostituiti. Dati al 30 aprile 2020.

Il benchmark per gli EM in valuta locale è l'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified (USD Unhedged), mentre per i mercati sviluppati è l'indice FTSE World Government Bond Index (USD Unhedged).

- Valutazioni valutarie

Il principale parametro di valutazione utilizzato da Colchester per le valute è la stima del loro tasso di cambio reale (o parità del potere d'acquisto (PPP)). Integriamo questo parametro con una valutazione del bilancio del Paese, del suo livello di governance, dei fattori sociali e ambientali (ESG) e dei differenziali relativi ai tassi di interesse reali a breve termine (ossia il "carry reale"). Nonostante questi altri fattori, la nostra stima del tasso di cambio reale fornisce un'utile approssimazione del valore offerto in una singola valuta, oltre che del valore a livello di portafoglio aggregato. Prima del sell-off a marzo 2020, le valute dei mercati emergenti venivano già scambiate a livelli di valutazione interessanti rispetto al dollaro USA, secondo le nostre stime di valutazione del tasso di cambio reale. Come illustrato nel Grafico 4, ancora prima della crisi, i tassi di cambio reali delle valute dei mercati emergenti che compongono il benchmark si scambiavano a livelli storicamente bassi rispetto al dollaro USA. Le forti svalutazioni dei tassi di cambio nominali che hanno colpito alcune di queste valute durante la crisi hanno generato livelli storici di sottovalutazione del valore offerto nella componente valutaria (in termini di tasso di cambio reale rispetto al dollaro USA). Ipotizzando (come suggeriscono i dati empirici) un tempo medio di 5 anni affinché i tassi di cambio reali ritornino al fair value, ciò indicherebbe un rendimento positivo atteso ancora maggiore, nel medio termine, per le posizioni in valuta emergente (rispetto al dollaro USA). Le valute dei mercati emergenti, insieme con alcune valute di mercati sviluppati, sono state significativamente sottovalutate a fronte del dollaro USA ancor prima dello shock da virus, e la conseguente turbolenza e incertezza che ne è derivata le ha rese ancora più allettanti.

Grafico 4: Valutazione valute del Benchmark



La valuta viene convertita in un rendimento reale equivalente dividendo per 5 la sottovalutazione del tasso di cambio reale aggregato di portafoglio o del benchmark (rispetto al dollaro USA). Ciò presuppone un ritorno al fair value su 5 anni. Una valuta sottovalutata ha un valore positivo e una valuta sopravvalutata ha un valore negativo. Dati al 30 aprile 2020.

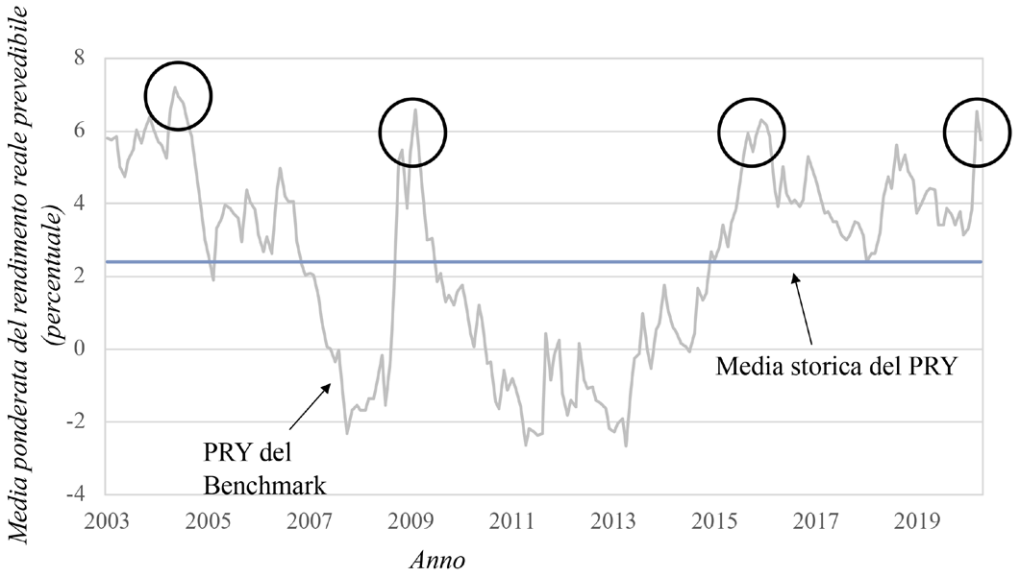
Il benchmark è l'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified (USD Unhedged).

- Valutazione combinata

Combinando le valutazioni delle obbligazioni (su base del rendimento reale prevedibile) e quelle dei tassi di cambio reali si produce un PRY aggregato per il benchmark (Grafico 5) che indica livelli attuali raramente incontrati prima nella storia. Il valore offerto oggi dalla classe di attivo della valuta locale è alla pari con quello registrato in piena crisi finanziaria globale nel 2009 e più recentemente nel 2015, quando il rafforzamento del dollaro USA, insieme a problemi specifici per alcuni Paesi, hanno generato un valore interessante nel contesto. Il rendimento totale medio del benchmark nei due anni successivi ai tre precedenti episodi di analoga valutazione estrema (giugno 2004, gennaio 2009 e settembre 2015) è stato del +33,7%[6].

La turbolenza dei mercati in risposta al virus ha inoltre aumentato la dispersione tra i rendimenti reali dell'obbligazionario e dei i tassi di cambio reali dei Paesi nell'universo dei mercati emergenti in valuta locale, aumentando così le opportunità di gestione attiva. Di conseguenza, riteniamo di poter costruire un portafoglio adeguatamente diversificato che offra un rendimento reale prevedibile più elevato rispetto a quello attualmente offerto dal benchmark.

Grafico 5: PRY del Benchmark combinato



Ottenuto combinando il rendimento reale prevedibile delle obbligazioni (rendimento nominale a 10 anni in ogni mercato, al netto della previsione d'inflazione di Colchester) e il rendimento valutario reale (rendimento reale equivalente ottenuto dividendo per 5 la sottovalutazione del tasso di cambio reale aggregato di portafoglio o del benchmark (rispetto al dollaro USA)). Dati al 30 aprile 2020.

Il benchmark è l'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified (USD Unhedged).

Come già menzionato, il rendimento reale prevedibile e i tassi di cambio reali non sono gli unici fattori che riteniamo importanti quando consideriamo le opportunità di investimento nei mercati emergenti. Occorre anche considerare la solidità patrimoniale, il credit rating e altri fattori di rischio.

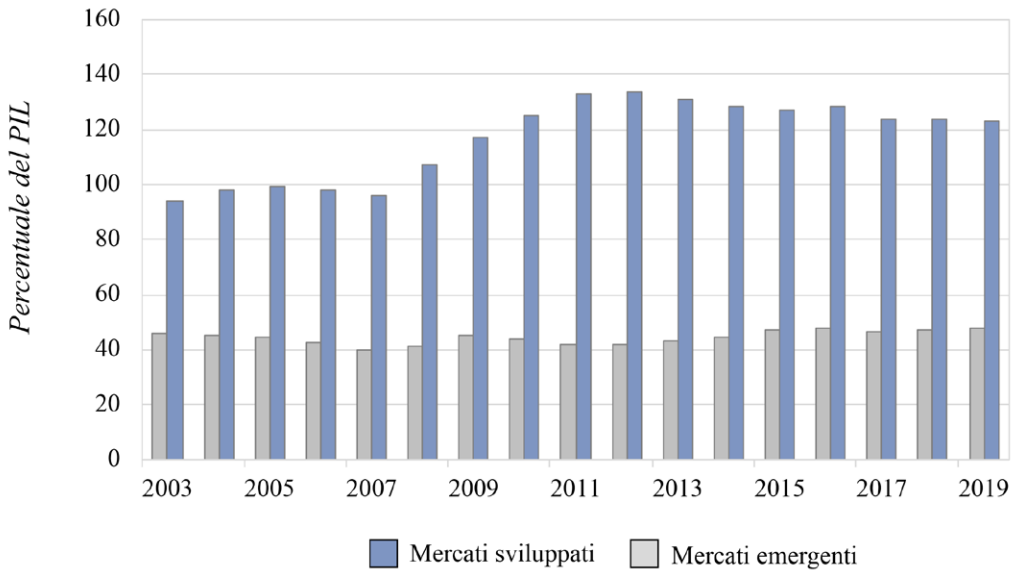
[6] Il rendimento totale dell'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index (unhedged USD) tra giugno 2004 e giugno 2006 si è attestato al 27,7%, tra gennaio 2009 e gennaio 2011 al 47,7% e tra settembre 2015 e settembre 2017 al 25,6%.

Solidità patrimoniale

Le valutazioni vanno considerate nel contesto dei fondamentali. In altre parole, significa che le attuali diminuzioni di valore delle valute e l'aumento dei rendimenti reali prevedibili sono giustificati? In breve, la risposta sembrerebbe essere "no", se si considera l'universo dei mercati emergenti in forma aggregata.

All'inizio della pandemia, i mercati emergenti nel loro complesso poggiavano probabilmente su una base più stabile rispetto ai mercati sviluppati, sotto diversi aspetti. I rapporti debito/PIL, ad esempio, mostrano che i mercati emergenti presentavano un indebitamento pari a meno della metà di quello dei mercati sviluppati (cfr. Grafico 6). Inoltre, l'aumento relativamente più contenuto del debito pubblico nei mercati emergenti negli ultimi 10 anni circa evidenzia il loro approccio più cauto alla gestione macroeconomica e l'adozione diffusa di politiche generalmente prudenti e ortodosse.

Grafico 6: Livelli di debito pubblico ponderati per l'indice

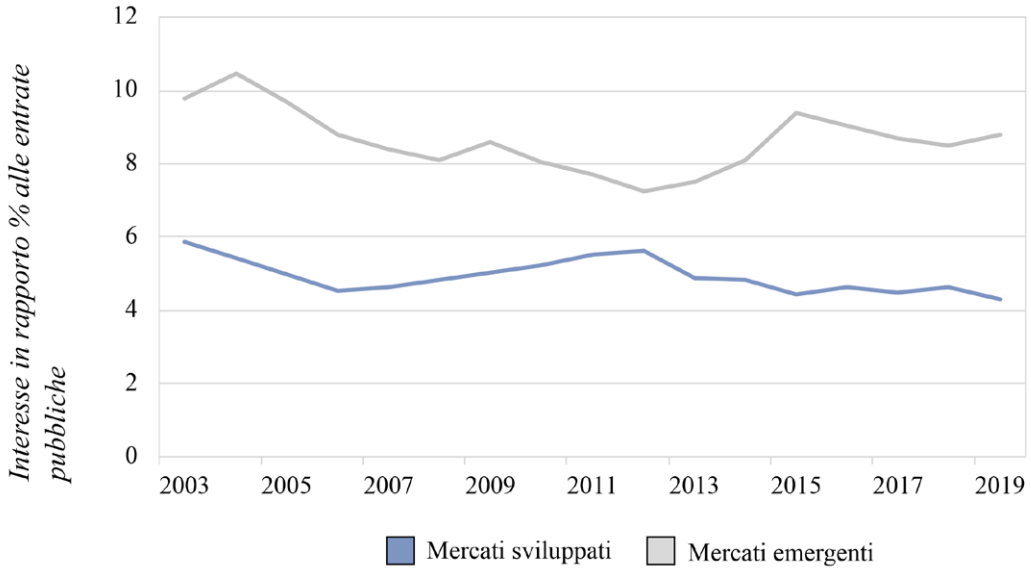


Attenzione: I mercati sviluppati sono la media ponderata per Paese dell'indice FTSE World Government Bond Index (USD Unhedged), già Citigroup World Government Bond Index (USD Unhedged). I mercati emergenti sono la media ponderata per Paese dei componenti dell'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index (USD Unhedged).

Fonte: FTSE Russell, JP Morgan, IMF.

D'altra parte, nonostante i livelli di indebitamento più bassi, i mercati emergenti soffrono ancora di costi di servizio del debito più elevati, in percentuale alle entrate pubbliche, rispetto ai mercati sviluppati (cfr. Grafico 7). Ciò rispecchia il fatto che i tassi d'interesse interni sono più elevati e le entrate pubbliche più basse rispetto ai Paesi sviluppati. Nei mercati emergenti le entrate pubbliche sono in media inferiori al 30% del PIL, mentre nei mercati sviluppati sono in media superiori al 40%. Questa differenza è dovuta ad una serie di fattori, come livelli d'imposizione più bassi, maggiori segmenti di "mercato grigio" dell'economia e un sistema di riscossione delle imposte generalmente meno sviluppato. Molti Paesi emergenti continuano ad adoperarsi per risolvere questi problemi, che sono di natura strutturale. Una riscossione delle imposte molto bassa può essere vista come un fattore strutturale positivo nel lungo termine, in quanto offre ai governi l'opportunità di aumentare le risorse fiscali ampliando la base imponibile e migliorando la conformità e la riscossione. L'iniziativa intrapresa negli ultimi 10 anni da diversi mercati emergenti di introdurre imposte sulle vendite e di ampliare la riscossione delle imposte riflette questa spinta verso il miglioramento della sostenibilità fiscale.

Grafico 7: Costi di servizio del debito ponderati per l'indice



Attenzione: I mercati sviluppati sono la media ponderata per Paese dell'indice FTSE World Government Bond Index (USD Unhedged), già Citigroup World Government Bond Index (USD Unhedged). I mercati emergenti sono la media ponderata per Paese dei componenti dell'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index (USD Unhedged).

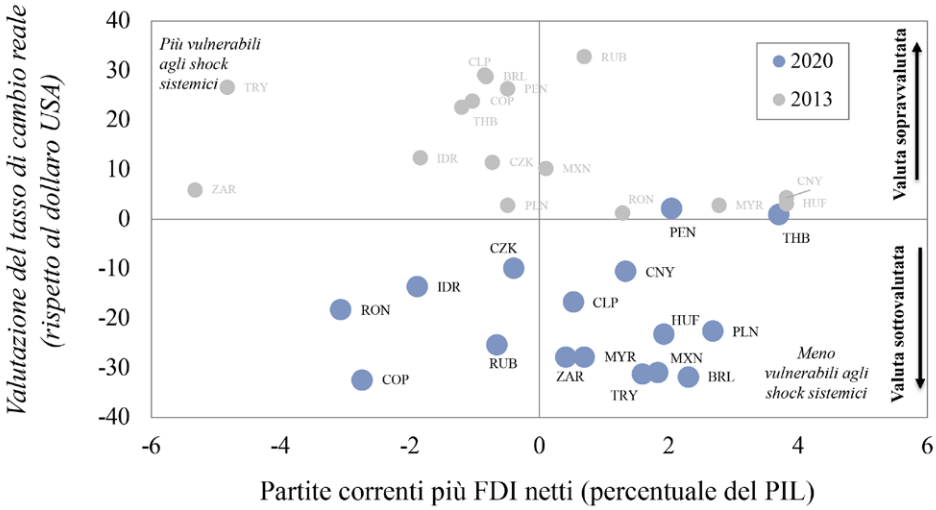
Fonte: FTSE Russell, JP Morgan, IMF.

Anche la posizione esterna di molti mercati emergenti appare relativamente solida. Per valutare la vulnerabilità esterna di un Paese si possono prendere in considerazione diverse metriche, tra le quali una particolarmente utile è la somma del saldo delle partite correnti e degli investimenti netti diretti esteri (IDE). Un deficit delle partite correnti nella bilancia dei pagamenti indica che il Paese sta investendo più di quanto stia risparmiando, e che il deficit di finanziamento deve essere finanziato dall'estero. Gli IDE tendono ad essere una fonte di finanziamento più stabile e a lungo termine, in quanto comprendono fusioni e acquisizioni, la costruzione di nuovi impianti, gli investimenti in infrastrutture, il reinvestimento degli utili, ecc., tutte decisioni dalle quali, di solito, non si può fare facilmente marcia indietro. È quindi ragionevole escludere gli IDE (ossia riaggiungerli alle partite correnti) nel considerare la dipendenza di un Paese dai flussi di capitale a breve termine e quindi la sua possibile vulnerabilità. La presenza di un deficit residuo sul saldo delle partite correnti dopo aver riaggiunto gli IDE netti indica quindi che il Paese si affida ad afflussi "di portafoglio" verso azioni e obbligazioni per finanziare il deficit. Tali "decisioni d'investimento" sono spesso più a breve termine, e possono aumentare la vulnerabilità di un Paese al deflusso di capitali.

Inoltre, la storia ci insegna che i Paesi con le valute più sopravvalutate tendono ad essere più esposti agli aggiustamenti e alle inversioni dei flussi di capitale. La combinazione di entrambi questi elementi nel Grafico 8 fornisce un'utile panoramica della possibile vulnerabilità di un Paese. In parole povere, maggiore è la necessità di capitale estero e più sopravvalutato è il tasso di cambio reale di un Paese (riquadro in alto a sinistra), più il Paese è esposto o vulnerabile. L'opposto dicasi per il riquadro in basso a destra.

Osservando il panorama attuale nel Grafico 8 si nota subito che la maggior parte dei mercati emergenti si trova nel riquadro meno vulnerabile, con tassi di cambio sottovalutati e una bassa dipendenza dai flussi di capitale a breve termine (pallini blu). Inoltre, va rilevato che è stato registrato un notevole miglioramento rispetto a 7 anni fa (pallini grigi).

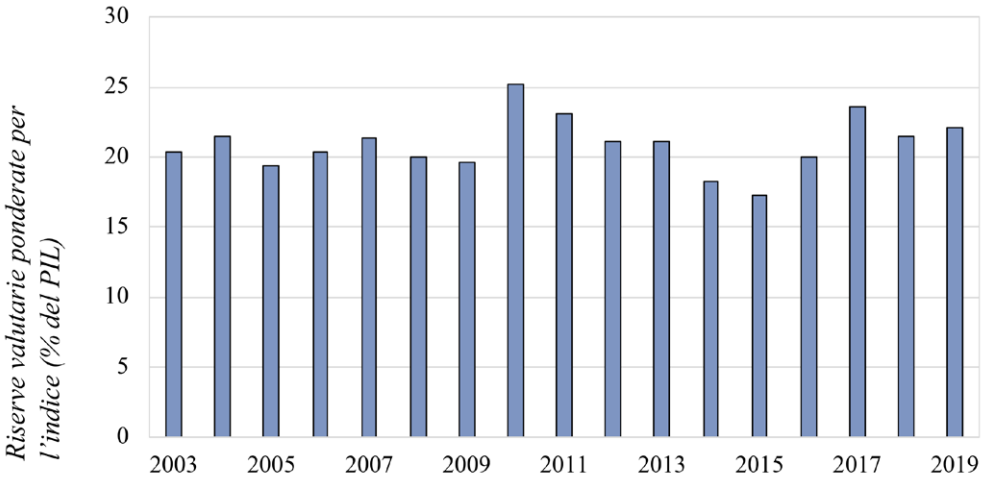
Grafico 8: Tasso di cambio reale e partite correnti



Fonte: FMI, Banca Mondiale, Colchester Global Investors al 31 marzo 2020

Sotto molti aspetti, questo miglioramento dei fondamentali in un periodo di svalutazione dei tassi di cambio reali evidenzia i cambiamenti nelle politiche di molti mercati emergenti, come una maggiore facilità nel fare affari per attrarre capitali esteri, l'adozione diffusa di politiche macro e fiscali più prudenti e persino nell'approccio alla gestione valutaria. In particolare, il passaggio quasi totale a tassi di cambio flessibili ha sollevato i bilanci pubblici dall'onere di assorbire la volatilità del mercato in periodi di stress o di sopportare gli shock. Analogamente, lo spostamento verso il finanziamento interno ha notevolmente ridotto la dipendenza dal debito in valuta estera e ha considerevolmente abbassato la sensibilità dei bilanci pubblici alle oscillazioni dei tassi di cambio. Nel suo insieme, ciò ha consentito alla valuta locale di fungere da ammortizzatore per l'economia senza che ne derivasse un significativo deterioramento del bilancio. Il sell-off del rublo russo nel 2014-15 e del real brasiliano nel 2015, in risposta a problemi specifici in quei Paesi, sono due esempi di questo approccio. Ciò ha migliorato la stabilità macroeconomica complessiva e si nota nella stabilità delle riserve dei mercati emergenti in percentuale del PIL (cfr. Grafico 9). I giorni in cui i Paesi utilizzavano le loro proprie risorse per intervenire sui mercati dei cambi al fine di "difendere" (spesso inutilmente) la loro moneta sembrano ormai un ricordo del passato.

Grafico 9: Riserve valutarie EM ponderate per l'indice



Attenzione: Le riserve valutarie dei mercati emergenti sono la media ponderata per Paese dei componenti dell'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index (USD Unhedged).

Fonte: JP Morgan, FMI. Dicembre 2019.

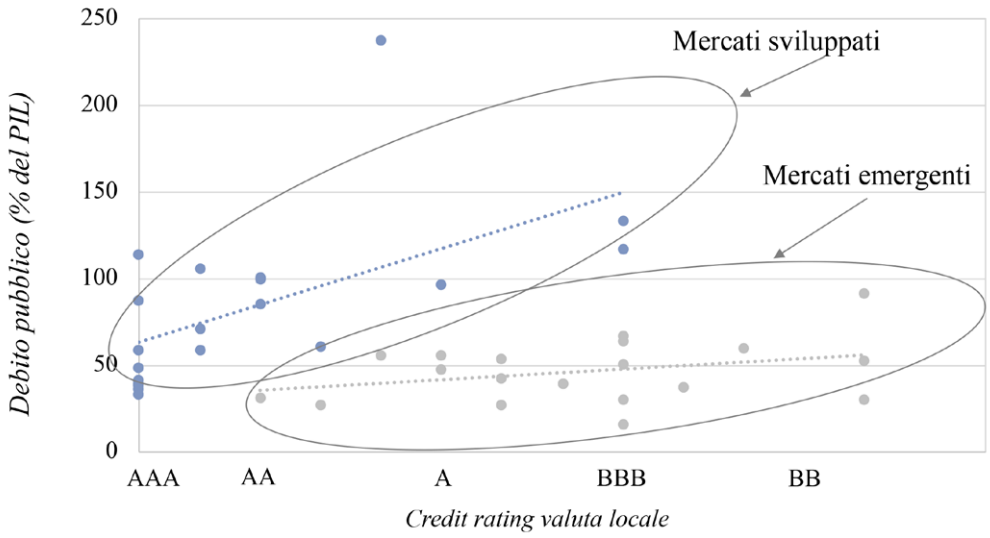
Timori di declassamento del rating

Il profilo di rischio di credito della classe di attivo del debito dei mercati emergenti in valuta locale si è mantenuto negli ultimi anni su una media sana di BBB+[7]. Tuttavia, visti i pacchetti di misure fiscali per l'emergenza Covid-19 e il conseguente rallentamento della crescita, recentemente diverse agenzie di rating hanno rapidamente declassato diversi emittenti nell'universo, come Messico, Colombia e Sudafrica. Al contrario, Paesi del mondo sviluppato come Stati Uniti e Regno Unito non hanno ancora subito modifiche al loro rating di credito[8], nonostante abbiano aumentato la spesa e gli impegni (finora rispettivamente per l'11% e il 19% del PIL, ed è solo l'inizio) per aiutare le loro economie a superare la pandemia. A titolo di confronto, i pacchetti di spesa e sostegno dei governi messicano e sudafricano sono equivalsi (finora) a un modesto 1,1% e 0,6% del PIL.

Ma allora dobbiamo chiederci: questo declassamento è giustificato? Significa che le agenzie di rating stanno agendo in maniera ingiusta nei confronti dei mercati emergenti, rispetto ai mercati sviluppati, soprattutto quando tutti i Paesi, sviluppati ed emergenti, subiranno un rallentamento della crescita in un momento di forte aumento della spesa pubblica per sostenere le loro economie durante questa fase di recessione? In altre parole, quasi tutti i Paesi vedranno un deterioramento del loro bilancio. Questo è stato notato anche da Fitch Ratings[9], che ha dichiarato che per la prima volta nella storia quasi tutti gli emittenti sovrani coperti dall'agenzia subiranno un deterioramento dei loro bilanci fiscali rispetto a un anno fa. Di conseguenza, il debito pubblico aumenterà in quasi tutti i Paesi.

Da un punto di vista puramente "quantitativo", considerando alcune delle metriche di bilancio, è difficile capire come alcuni Paesi emergenti possano essere valutati al di sotto di alcuni loro omologhi tra i mercati sviluppati. Chiaramente ci si aspetterebbe che il fattore chiave sia il livello di debito sovrano. Ma se esiste una relazione tra i livelli di indebitamento e i rating, come illustrato nel Grafico 10, c'è una chiara differenziazione tra mercati sviluppati e mercati emergenti. I mercati emergenti hanno attualmente un rating più basso con lo stesso livello di debito dappertutto, a parità di tutte le altre condizioni.

Grafico 10: Debito pubblico v. credit rating



Fonte: Dati Standard and Poor's e FMI a dicembre 2019.

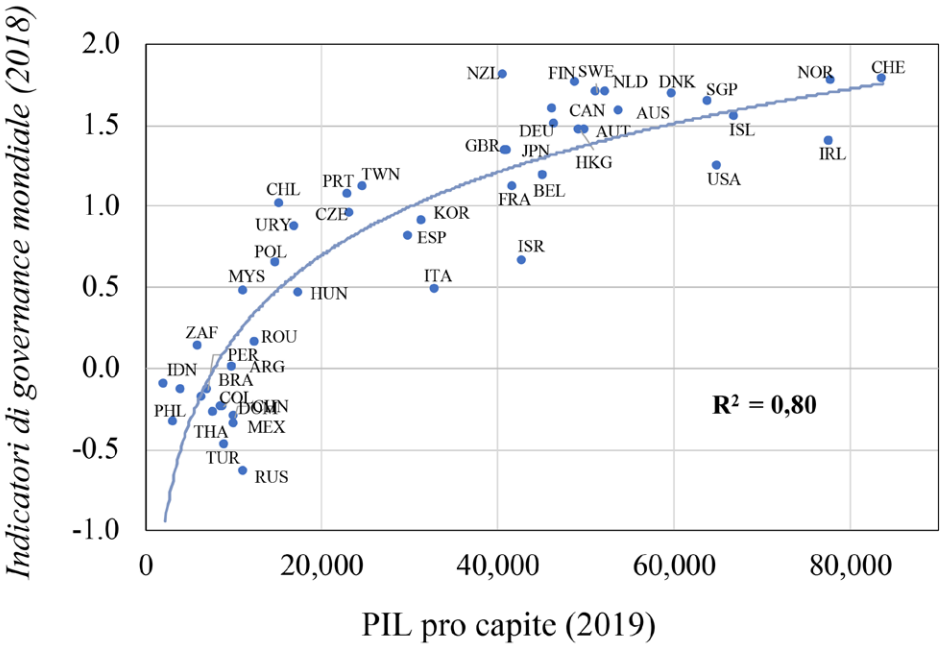
[7] Il rating BBB+ summenzionato è la media ponderata del rating in valuta locale Standard & Poor's dei Paesi dell'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index (USD Unhedged), calcolata da Colchester.

[8] Standard & Poor's, fine aprile 2020.

[9] "Global Fiscal Deterioration Amid Coronavirus", Fitch Ratings, 24 aprile 2020.

Questa non è proprio una novità, e sebbene molti parametri di debito indichino che i mercati emergenti siano in condizioni relativamente migliori rispetto ai mercati sviluppati, vi sono altri fattori che possono spiegare questa differenziazione. Tra questi, i fattori "qualitativi", che comprendono elementi quali i precedenti storici di un Paese, la coerenza delle politiche, la volontà socio-politica di apportare i necessari adattamenti e il livello di governance, che include a sua volta elementi come il controllo della corruzione e lo stato di diritto. I mercati emergenti tendono ad avere livelli di governance più bassi rispetto ai mercati sviluppati, e come mostrato nel Grafico 11, ciò è associato a risultati economici pro capite inferiori. Tradizionalmente, questo è stato considerato un punto di debolezza delle agenzie di rating.

Grafico 11: Governance e PIL pro capite



Fonti: FMI, Banca Mondiale, Colchester Global Investors; Indicatori di governance mondiale 2018, dove -2,5 indica un punteggio di governance debole e +2,5 è il massimo punteggio per la governance. Gli indicatori rappresentano il punteggio medio e hanno la medesima ponderazione.

Quando valutiamo i bilanci dei Paesi, Colchester prende in considerazione non solo la governance, ma anche i fattori ambientali e sociali, per comprendere la stabilità finanziaria di un Paese. Invece di agire come "schermo negativo", valutiamo gli aspetti quantitativi del bilancio di un Paese rispetto ai rischi e alle debolezze che possiamo identificare tra i vari fattori ESG. In tale contesto, molti mercati emergenti all'interno del nostro universo investibile registrano un punteggio di stabilità finanziaria inferiore a quello che potrebbero altrimenti avere. Nel complesso, tuttavia, nonostante il deterioramento dei parametri fiscali indotto dal virus, riteniamo che i bilanci della maggior parte dei Paesi dell'universo dei mercati emergenti rimangano solidi. Le agenzie di rating possono continuare a declassare tutto il settore, ma i fondamentali non stanno indicando un aumento significativo del rischio di insolvenza. Al contrario, il benchmark è solidamente "investment grade", ed è probabile che rimanga tale in assenza di un ulteriore tracollo globale.

Riepilogo

Mentre i rendimenti reali delle obbligazioni dei mercati emergenti sono tornati a un livello prossimo alle loro valutazioni storiche medie di lungo termine, le valute dei mercati emergenti sono attualmente estremamente sottovalutate in termini di dollari USA. Ciò fornisce alla classe di attivo un'ulteriore fonte di possibile rendimento. Inoltre, fa sì che la valutazione dell'intera classe di attivo del debito dei mercati emergenti in valuta locale sia oggi vicina a livelli storici di sottovalutazione. *In passato, questo livello di valutazione si è dimostrato estremamente interessante.*

Chiaramente vi sono alcune differenze di qualità del credito tra le classi di attivo delle obbligazioni sovrane nei mercati emergenti e nei mercati sviluppati, e ciascuna di esse occupa una propria funzione nei portafogli dei clienti. Tuttavia, è importante evidenziare i punti di forza e di debolezza dei bilanci di ciascun mercato. Per entrambi i mercati, è probabile che i livelli di debito pubblico continuino ad aumentare per un certo periodo, per via del sostegno fiscale fornito dalla maggior parte dei governi per cercare di arrestare le ricadute economiche dovute all'impatto del virus. È improbabile che ciò indebolisca in modo sproporzionato i bilanci dei mercati emergenti. Nella misura in cui tutti i Paesi cercheranno una maggiore crescita del PIL nominale per stabilizzare e ridurre i livelli di debito una volta eliminate le misure di spesa temporanee e di emergenza, quelli con una popolazione in crescita più giovane probabilmente se la caveranno meglio. Storicamente i mercati emergenti hanno mostrato tassi di crescita del PIL nominale costantemente più elevati rispetto a quelli osservati nel mondo sviluppato. Inoltre, c'è ampio spazio per un'ulteriore compressione dei rendimenti (sia nominali che reali) dei mercati emergenti rispetto a quelli del mondo sviluppato, il che nel tempo si tradurrà in una riduzione dei costi di servizio del debito per i governi dei mercati emergenti. Detto questo, rimangono alcune buone ragioni alla base della differenza di rating del credito tra il mondo sviluppato e quello emergente. Tuttavia, queste differenze potrebbero non essere così marcate come alcuni pensano, e a conti fatti, la maggior parte dei Paesi dell'universo dei mercati emergenti dovrebbe riuscire a sopravvivere alla tempesta Covid.

Important Information

- Unless otherwise stated, this document reflects Colchester Global Investors Limited's ('Colchester') views and opinions as of the date of the document, and is supplied in good faith based on sources which we believe, but do not guarantee, to be accurate or complete as of the date of this document and which may be subject to change without notice. Colchester makes no representation or warranty as to the accuracy or completeness of the information in this document and disclaims all liability for any direct, indirect, consequential or other losses or damages including loss of profits incurred by you or any third party that may arise from reliance on this document.
- Certain information in this document may constitute forward-looking statements. Due to the various uncertainties and actual events, the actual performance of the markets may differ materially from those reflected or contemplated in such forward-looking statements. As a result, you should not rely on such forward-looking statements in making any investment decisions.
- You should be aware that any investment involves a degree of risk. You should seek professional advice before making an investment. Past performance is no guarantee of future performance and the value of any investment may fall as well as rise. Investment in any products mentioned in this document puts your capital at risk, and you may lose some or all of your investment. Nothing in this document should be construed as providing any type of investment, tax or other advice.
- The return of your investment may increase or decrease as a result of currency fluctuations if your investment is made in a currency other than that used in the past performance calculation within this document.
- Unless shown otherwise, all returns are illustrated as gross of fees. Gross returns do not reflect the deduction of fees and expenses, which would inevitably reduce the investors returns. Nothing in this document should be construed as providing any type of investment, tax or other advice. This document may contain information obtained from third parties, including ratings from credit ratings agencies. Reproduction and distribution of third party content in any form is prohibited, except with the prior written permission of the related third party. Third party content providers do not endorse or recommend the securities or products discussed herein, nor do they guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information, including ratings (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such content. Third party content providers give no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use. Third party content providers shall not be liable for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of their content, including ratings. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell securities. They do not address the suitability of securities for investment purposes and should not be relied on as investment advice.
- FTSE Russell is a trading name of certain of the LSE Group* companies. FTSE® is a trade mark of the relevant LSE Group companies and is used by any other LSE Group company under license. "TMX®" is a trade mark of TSX, Inc. and used by the LSE Group under license. All rights in the FTSE Russell indexes or data vest in the relevant LSE Group company which owns the index or the data. Neither LSE Group nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the indexes or data and no party may rely on any indexes or data contained in this communication. No further distribution of data from the LSE Group is permitted without the relevant LSE Group company's express written consent. The LSE Group does not promote, sponsor or endorse the content of this communication. * London Stock Exchange Group plc and its group undertakings (collectively, the "LSE Group"). © LSE Group 2020.
- Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.
- There can be no assurance that professionals currently employed by Colchester will continue to be employed by the firm or that a level of experience or past performance is indicative of future performance or success.

Regulatory Information

- Colchester is an employee owned firm headquartered in London and has regional offices in New York, Singapore and Dubai and a representative office in Sydney, Australia.
- Colchester is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom. Colchester is also registered with the Securities and Exchange Commission in the USA and is registered as a Commodity Trading Advisor and Commodity Pool Operator with the Commodity Futures Trading Commission.
- Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd holds a capital markets services licence in fund management issued by the Monetary Authority of Singapore. Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd also holds an offshore discretionary investment management services licence issued by the Financial Services Commission of Korea.
- Please note the following in respect of Colchester's regulatory status in Australia: (i) neither Colchester Global Investors Limited nor Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd. holds an Australian financial services licence for the provision of certain financial services, and both entities are exempt from the requirement to hold an Australian financial services licence under the Corporations Act 2001 (Cwlth) in respect of the financial services Colchester provides; (ii) Colchester Global Investors Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority of the United Kingdom under UK laws, which differ from Australian laws; (iii) Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd. is regulated by the Monetary Authority of Singapore under Singapore laws, which differ from Australian laws. Therefore, Australian wholesale clients are not necessarily subject to the same types of legal protections or remedies that they would enjoy if Colchester was directly subject to the Corporations Act. Colchester is entitled to offer its financial services in Australia pursuant to an exemption from the requirement to hold an Australian Financial Services Licence under the Corporations Act, on the basis, among other things, that the clients are "wholesale clients" within the meaning of the Corporations Act.
- Colchester Global Investors Middle East Limited is regulated by the Dubai Financial Services Authority for the provision of Advising on Financial Products and Arranging Deals in Investments. All communications and services are directed at Professional Clients only. Persons other than Professional Clients, such as Retail Clients, are not the intended recipients of Colchester Global Investors Middle East Limited's communications or services. Colchester Global Investors Middle East Limited is a company established in the Dubai International Financial Centre (DIFC) pursuant to the DIFC Companies Law with registration number CL 3239.
- Discretionary investment management services and funds are not and will not be marketed in Argentina by means of a public offering, as such term is defined under Section 2 of Law N° 26,831, as amended. No application has been or will be made with the Argentine Comisión Nacional de Valores, the Argentine securities governmental authority, to offer funds or discretionary investment management services in Argentina
- Colchester Global Investors Limited is licenced as a financial services provider by the Financial Sector Conduct Authority (licence number 43012) in South Africa.
- Colchester Global Investors Inc. is a wholly owned subsidiary of Colchester Global Investors Limited. It is not permitted to provide investment advice or otherwise engage in a regulated activity.

THIS DOCUMENT IS INTENDED FOR PROFESSIONAL USE ONLY AND IS NOT FOR PUBLIC DISTRIBUTION. IT MAY CONTAIN INFORMATION THAT IS PRIVILEGED, CONFIDENTIAL OR EXEMPT FROM DISCLOSURE UNDER APPLICABLE LAW. IF YOU HAVE RECEIVED THIS COMMUNICATION IN ERROR, PLEASE DISREGARD AND DELETE IT AND DO NOT DISSEMINATE THE CONTENTS TO ANY OTHER PERSON.

THIS DOCUMENT DOES NOT CONSTITUTE OFFERING DOCUMENTS OR INVESTMENT MANAGEMENT AGREEMENT FOR ANY SECURITIES. YOU SHOULD SEEK ADVICE BEFORE MAKING AN INVESTMENT. ADDITIONALLY, YOU MUST REVIEW THE RELEVANT PRODUCT OFFERING DOCUMENTS OR INVESTMENT MANAGEMENT AGREEMENT, AND IN PARTICULAR, THE RISK DISCLOSURES SET OUT THEREIN.