

Il punto sul reddito fisso: i mercati emergenti stanno superando quelli sviluppati?

Autori: Gonzalo Borja – Head of Fixed-Income Investment Solutions, Andreas Fischer – Head of Emerging-Markets Fixed Income

Punti principali:

- I mercati emergenti (ME) sono un insieme eterogeneo di Paesi. I driver economici in questi Paesi spesso hanno fonti e dipendenze differenti e possono trovarsi a punti diversi del ciclo economico, specialmente se confrontati con i mercati sviluppati.
- Nel complesso e secondo le stime, le economie emergenti amplieranno i loro differenziali di crescita rispetto ai mercati sviluppati nel 2023.
- Benché l'inflazione nelle economie emergenti sia più alta rispetto a quella nelle economie sviluppate, la portata dell'aumento dal 2020 è risultata molto più contenuta e le probabilità di un taglio dei tassi da parte delle banche centrali dei ME sono in generale più alte rispetto alle omologhe dei mercati sviluppati.
- Le valutazioni delle obbligazioni societarie dei mercati emergenti denominate in dollari USA sono interessanti rispetto alle controparti statunitensi, in particolare nel segmento high yield.

Valutare i fattori macroeconomici principali

Una decisione che gli investitori devono considerare in relazione ai loro portafogli è l'allocazione tra mercati sviluppati e mercati emergenti. Nei mercati emergenti (ME), una decisione significativa riguarda la realizzazione dell'esposizione in valuta forte o locale. Investire in titoli di debito denominati in valute locali significa accettare il rischio valutario e una volatilità più simile a quella degli investimenti azionari in cambio di una correlazione più bassa con la performance. In generale, gli investitori devono avere un orientamento da neutrale a positivo sulle valute dei ME per investire in titoli di debito in valuta locale. Per contro, gli investimenti nei mercati emergenti denominati in dollari USA presentano caratteristiche più tradizionali e simili a quelle del reddito fisso (ossia modelli di reddito più stabili), ma hanno una correlazione più elevata con i portafogli obbligazionari dei mercati sviluppati perché il loro rischio di tasso d'interesse è legato ai tassi statunitensi. In ogni caso e indipendentemente dalla scelta di investire in obbligazioni in valuta forte o locale, una valutazione generale della situazione macroeconomica comparativa tra economie emergenti e sviluppate dovrebbe essere il punto di partenza.

Aspettative di crescita migliori per i mercati emergenti rispetto a quelli sviluppati

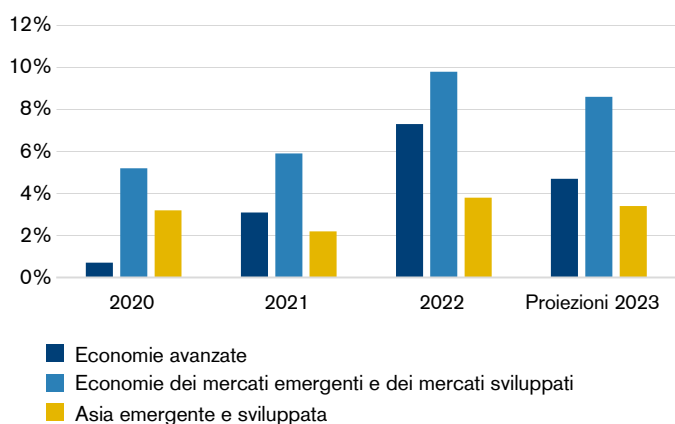
A livello complessivo e secondo le previsioni, la ripresa della crescita nelle economie emergenti sarà maggiore rispetto a quella delle omologhe nel mondo sviluppato. Il Fondo monetario internazionale (FMI) si attende un rallentamento della crescita nei mercati sviluppati dal +2,7% nel 2022 al +1,3% nel 2023. Nel frattempo, la crescita nelle economie emergenti dovrebbe rimbalzare dal 2022 grazie al traino della riapertura dell'economia cinese dopo i cambiamenti della politica zero Covid del Paese. In particolare, le grandi economie orientate al mercato interno, come l'India e l'Indonesia, dovrebbero anch'esse beneficiare di una solida crescita economica nel 2023 perché saranno meno influenzate dal rallentamento delle economie sviluppate.

Perché è importante differenziare nell'allocazione ai mercati emergenti

I mercati emergenti non sono un monolite. Le economie etichettate come «mercati emergenti» spesso presentano driver molto diversi e possono di volta in volta trovarsi a punti diversi del ciclo economico. Ne è un buon esempio la Cina (v. riquadro).

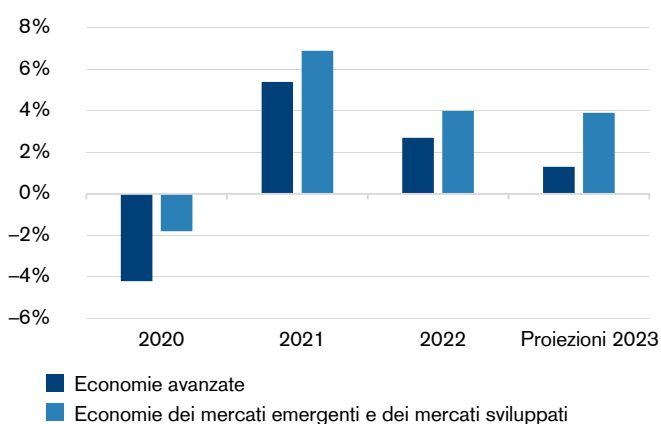
Le differenze nei livelli di inflazione e nei tassi ufficiali tra i principali mercati emergenti sono un buon esempio per illustrare l'eterogeneità presente all'interno delle economie emergenti. Gli esempi spaziano dall'adozione da parte della banca centrale del Brasile di un orientamento nettamente proattivo per affrontare l'inflazione, basato su aggressivi rialzi dei tassi d'interesse, alla decisione di non rialzare i tassi della banca centrale della Turchia a dispetto di un significativo aumento dell'inflazione. Alla luce di un tale livello di eterogeneità, l'allocazione di un portafoglio in attivi dei mercati emergenti riveste un'importanza centrale. Nel complesso, se l'inflazione nelle economie emergenti è ovviamente più elevata rispetto a quella nelle economie sviluppate, la portata dell'aumento dal 2020 è risultata molto più contenuta (v. grafico 1). L'inflazione CPI nei mercati sviluppati è aumentata, passando dallo 0,7% nel 2020 al 7,3% nel 2022, un aumento molto brusco in un arco di tempo brevissimo. Per contro, l'inflazione nei mercati emergenti è salita dal 5,2% nel 2020 al 9,8% nel 2022, una differenza molto minore. L'Asia, la regione più grande nel mondo dei mercati emergenti, ha registrato una pressione rialzista sui prezzi solo di lieve entità (dal 3,2% nel 2020 al 3,8% nel 2022), da cui è scaturito un numero decisamente inferiore di rialzi dei tassi d'interesse rispetto alle economie sviluppate.

Grafico 1: inflazione (prezzi al consumo)



Fonte: FMI, World Economic Outlook, aprile 2023

Grafico 2: prodotto interno lordo (PIL) reale



Fonte: FMI, World Economic Outlook, aprile 2023

Siamo del parere che questi venti a favore macroeconomici illustrino le ragioni per le quali gli investimenti nei mercati emergenti dovrebbero essere parte integrante dell'allocazione obbligazionaria globale del portafoglio. Le obbligazioni societarie dei ME sono a nostro avviso una classe di attivo interessante nei mercati emergenti.

Prospettive di crescita del PIL della Cina nel 2023

Il caso della Cina: l'anomalia del ciclo economico nel 2023

La Cina ha registrato una crescita del PIL forte del +4,5% su base annua nel T1 2023, sovraperformando le previsioni di consenso del +4%. La ripresa economica della Cina appare tuttavia disomogenea perché i servizi hanno trascinato la crescita, mentre la produzione e il vitale settore immobiliare hanno mostrato una ripresa solo modesta.

Nel frattempo, a differenza dei mercati sviluppati, l'inflazione in Cina si è mantenuta su livelli contenuti. In effetti, il Paese ha per poco evitato una deflazione su base annua ad aprile, mentre buona parte del resto del mondo si trova alle prese con dolorosi aumenti di prezzi. Noi crediamo che la Cina sarà in grado di realizzare il proprio obiettivo di crescita per l'intero anno di circa il +5% e, dato il contesto inflazionistico favorevole, prevediamo maggiori probabilità di ulteriori allentamenti della politica monetaria da parte della Banca popolare cinese.

Queste previsioni non sono indicatori affidabili per i rendimenti futuri.

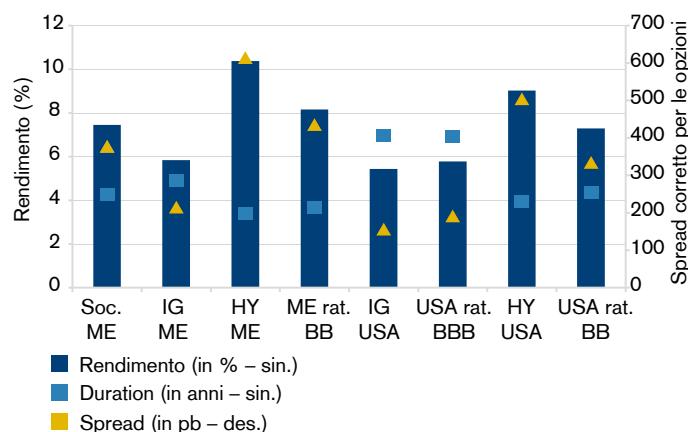
Questo illustra bene la diversa fase del ciclo economico in cui si trova la Cina rispetto alle economie sviluppate. Dalla prospettiva dei ME, l'impatto positivo della ripresa post-COVID della Cina sul resto del mondo sarà un driver importante alla luce del rallentamento economico nei mercati sviluppati.

Tuttavia, guardando al secondo semestre 2023, scorgiamo il rischio di un rallentamento della dinamica della crescita e un impatto della Cina sul resto del mondo più limitato rispetto al passato.

Le obbligazioni corporate dei mercati emergenti offrono un valore rispetto alle obbligazioni high yield nei mercati sviluppati

Il grafico sottostante riporta i rendimenti, gli spread creditizi e la duration in diverse aree corporate statunitensi e dei mercati emergenti denominate in dollari USA. Le attuali valutazioni mostrano un vantaggio in termini di rendimento per le obbligazioni dei ME perché scambiano al di sopra della media a lungo termine. Nel frattempo, le obbligazioni high yield statunitensi scambiano leggermente al di sotto della loro media o al pari di essa.

Grafico 3: caratteristiche chiave – obbligazioni societarie dei mercati emergenti rispetto a quelle statunitensi



Fonte: Indici JP Morgan, Bloomberg Finance LP; 31 maggio 2023

La valutazione: un'argomentazione convincente per le obbligazioni societarie dei mercati emergenti denominate in dollari USA

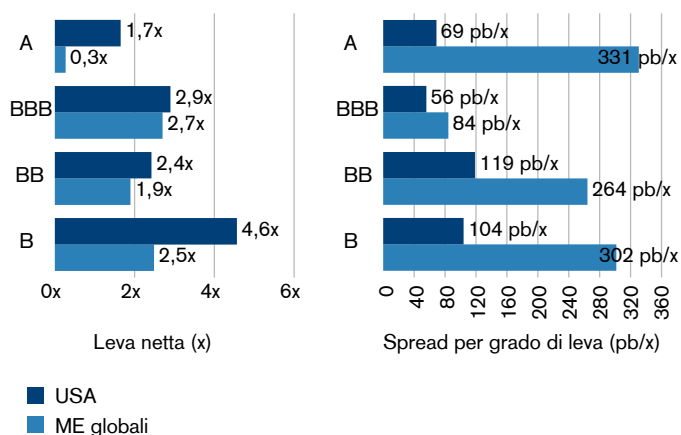
Investire nei mercati emergenti di norma è associato a un rischio più alto rispetto a quello legato a un investimento nei mercati sviluppati, specialmente sotto il profilo della corporate governance e del quadro politico-istituzionale. Gli spread creditizi più elevati per le obbligazioni societarie dei ME riflettono questo fatto e, a nostro giudizio, remunerano l'investitore per il rischio assunto. Inoltre, le obbligazioni societarie dei mercati emergenti presentano duration più brevi delle controparti statunitensi e sono pertanto meno sensibili alle variazioni dei tassi ufficiali – un elemento particolarmente importante dati gli elevati livelli di volatilità dei tassi d'interesse.

I rendimenti delle obbligazioni societarie dei ME denominate in dollari USA attualmente offrono un premio al rischio di circa 378 punti base (pb), un rendimento a scadenza del 7,46% (al 31 maggio 2023) con una duration media di 4,27 anni e un rating medio di BBB-.

Da metà marzo, sull'onda della crisi che ha investito il settore bancario regionale negli Stati Uniti e della saga sul tetto del debito USA, gli spread creditizi dei ME hanno scambiato in una fascia stretta. Il basso differenziale di spread di recente è stato spinto dagli spread relativamente più ampi sui finanziari con rating BBB statunitensi. Se le valutazioni investment grade dei ME possono apparire ristrette rispetto a quelle delle obbligazioni investment grade statunitensi, la differenza si può in parte spiegare con la duration più breve (a due anni) dell'IG dei ME rispetto all'IG statunitense (v. grafico 3).

Osservando il segmento high yield, noteremo che le obbligazioni dei mercati emergenti offrono rendimenti e spread più interessanti delle controparti dei Paesi sviluppati, anche laddove corretti per rating omogenei. Se guardiamo agli indici con rating BB (v. grafico 3) ed eliminiamo da entrambi gli universi le obbligazioni a singola B e distressed, il rendimento (corretto per la duration) che le obbligazioni societarie dei ME offrono è considerevolmente più elevato rispetto a quello dei titoli equivalenti statunitensi. Le imprese dei ME offrono inoltre fondamentali in generale più forti rispetto alle controparti statunitensi (v. grafico 4).

Grafico 4: fondamentali dei ME migliori di quelli USA – leva finanziaria per fascia di rating



Fonte: BofA Securities. Dati al 31 dicembre 2022 (leva netta) e al 30 aprile 2023 (spread)

Fondamentali

I fondamentali societari dei ME rimangono solidi nonostante alcuni venti contrari in Paesi e settori specifici. Alla luce delle pressioni sui costi e dell'elevata inflazione con cui devono confrontarsi i mercati, la questione chiave sarà l'entità del rallentamento della crescita e la tipologia di potenziale recessione negli Stati Uniti. Ciò detto, l'indebolimento delle metriche creditizie è stato modesto e si manifesta dopo un punto d'inizio molto forte. Pur intravedendo in futuro un miglioramento limitato del quadro dei fondamentali per le imprese dei mercati emergenti, non ne riscontriamo neppure un rapido deterioramento.

Il mercato delle obbligazioni societarie dei mercati emergenti in valute forti è dominato da investimenti in dollari USA, pertanto un confronto con il gruppo di omologhe statunitensi è rappresentativo. Se i dati complessivi sulla leva sono in genere una buona indicazione della tendenza del rapporto di indebitamento, per avere una base migliore per confrontare le imprese dei mercati emergenti e statunitensi occorre guardare alla leva netta all'interno delle stesse fasce di rating (v. grafico 4). La remunerazione per i mercati emergenti è molto maggiore per unità di leva netta rispetto agli Stati Uniti. Per le fasce BB e B, in particolare, lo spread creditizio pagato per ogni unità di leva netta è chiaramente più alto per i crediti dei mercati emergenti che non per quelli statunitensi.

L'ampia categoria di investimenti nei mercati emergenti offre una serie di interessanti soluzioni per gli investitori in reddito fisso. Se i mercati sviluppati continuano a penare per una crescita più lenta e una volatilità dei tassi d'interesse elevata, molti fondamentali dei mercati emergenti rimangono robusti, offrendo una base solida per gli attivi dei ME. In particolare, esistono alcuni elementi chiave in termini di fondamentali e valutazioni delle obbligazioni societarie dei ME denominate in dollari USA che spiccano di più di quelli delle controparti dei Paesi sviluppati e crediamo che tali obbligazioni andrebbero considerate una componente chiave di qualsiasi portafoglio obbligazionario a lungo termine.

Fonte: Credit Suisse, se non altrimenti specificato.

Se non diversamente specificato, le illustrazioni fornite nel presente documento sono state allestite da Credit Suisse AG e/o delle sue affiliate con la massima cura e secondo scienza e coscienza.

Il presente materiale costituisce materiale di marketing di Credit Suisse AG e/o dalle sue affiliate (di seguito "CS"). Il presente materiale non costituisce né è parte di un'offerta o un invito a emettere o vendere, né una sollecitazione o un'offerta a sottoscrivere o acquistare titoli o altri strumenti finanziari né a effettuare operazioni finanziarie, né intende indurre o incoraggiare la sottoscrizione di un prodotto, un'offerta o un investimento. Questo materiale di marketing non costituisce un documento contrattualmente vincolante né un documento informativo richiesto da disposizioni legislative. Nessuna parte del presente materiale costituisce una ricerca d'investimento o una consulenza d'investimento e non può essere considerato affidabile in tal senso. Il presente materiale non è redatto in base alle circostanze individuali né costituisce una raccomandazione personale e non è sufficiente per prendere una decisione d'investimento. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento sono quelle di CS al momento della redazione e possono cambiare in qualsiasi momento senza preavviso. Esse sono state ricavate da fonti ritenute attendibili. CS non fornisce alcuna garanzia circa il contenuto e la completezza delle informazioni e, dove legalmente consentito, declina qualsiasi responsabilità per eventuali perdite connesse all'uso delle stesse. Salvo indicazioni contrarie, tutti i dati non sono certificati. Le informazioni fornite nel presente documento sono a uso esclusivo del destinatario. Le informazioni fornite nel presente materiale possono cambiare successivamente alla data del materiale senza preavviso e CS non ha alcun obbligo di aggiornare le informazioni. Il presente materiale può contenere informazioni che sono concesse in licenza e/o protette dai diritti di proprietà intellettuale del concessore dell'autorizzazione e dei titolari del diritto di proprietà. Nulla in questo materiale deve essere interpretato in modo da imporre qualsiasi responsabilità ai concessionari dell'autorizzazione o ai titolari del diritto di proprietà. La copia non autorizzata delle informazioni relative al concessore dell'autorizzazione o ai titolari del diritto di proprietà è severamente vietata. Il presente materiale non può essere inoltrato o distribuito ad altre persone e non può essere riprodotto. Qualsiasi inoltro, distribuzione o riproduzione non è autorizzato e può comportare una violazione del Securities Act statunitense del 1933 e successive modifiche (il "Securities Act"). Possono inoltre sussistere conflitti di interessi relativamente all'investimento. In relazione alla fornitura di servizi, Credit Suisse AG e/o società ad essa collegate possono effettuare pagamenti a terzi o ricevere pagamenti da terzi come parte della propria retribuzione o altrimenti come compenso una tantum o ricorrente (ad esempio commissioni di emissione, provvigioni di collocamento o di gestione). Prima di qualsiasi decisione d'investimento, si invitano i potenziali investitori a valutare in maniera indipendente e accurata (insieme ai loro consulenti fiscali, legali e finanziari) gli specifici rischi descritti nella documentazione disponibile unitamente alle conseguenze giuridiche, normative, creditizie, fiscali e contabili applicabili.

Informazioni importanti per gli investitori in Italia

Il presente materiale di marketing è distribuito da Credit Suisse (Italy) S.P.A. a clienti retail e professionali.

Copyright © 2023 CREDIT SUISSE. Tutti i diritti riservati.

Distributore: Credit Suisse (Italia) S.p.A.¹, via Santa Margherita 3, 20121 Milano, Italia, csam@credit-suisse.com, credit-suisse.com/it | Agente pagatore: Allfunds Bank SA, State Street Bank International GmbH - Succursale Italia, BNP Paribas Securities Services succursale di Milano | Versione disponibile in lingua: italiano

¹ Persona giuridica presso la quale è possibile ottenere gratuitamente la documentazione completa d'offerta, le informazioni chiave per gli investitori (KIID), il regolamento del fondo e le relazioni annuali e semestrali, se presenti.