

# Mercati emergenti obbligazionari e valutari: cosa è successo e prospettive

A cura di: *Emanuele Del Monte*

---

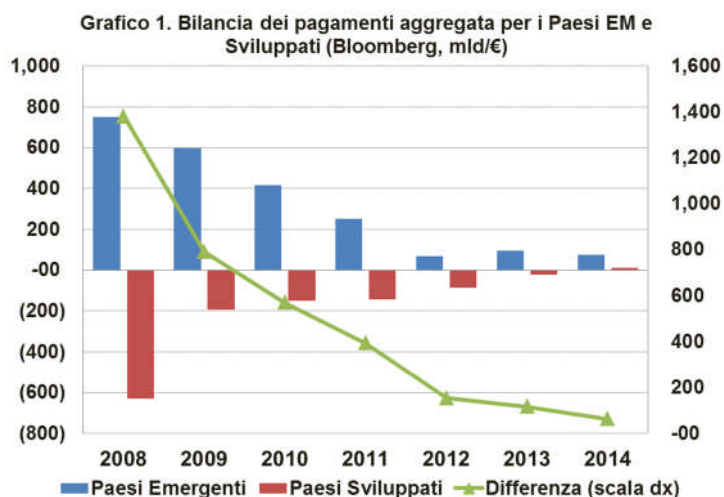
## Il quadro di riferimento

Negli anni Novanta, in seguito alle crisi che si sono susseguite (Messico 1994, Asia 1997, Russia 1998, Brasile 1999), i Paesi emergenti sono stati costretti ad implementare un costoso processo di riforme strutturali sia economiche che istituzionali; nel periodo compreso tra il 2000 ed il 2008 hanno invece raccolto i frutti di tali sforzi. Nel decennio che ha preceduto la crisi del 2008, infatti, le economie emergenti hanno beneficiato di condizioni eccezionalmente favorevoli, che hanno permesso loro di migliorare i fondamentali, ridurre le proprie vulnerabilità e soprattutto registrare elevati tassi di crescita, consentendo a milioni di persone di uscire dalla soglia di povertà.

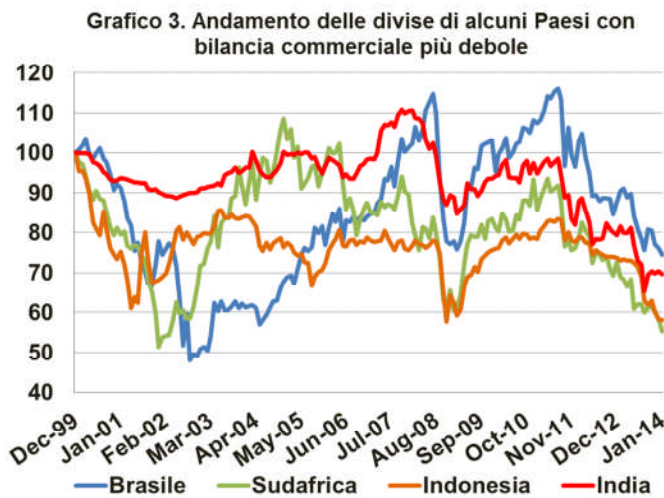
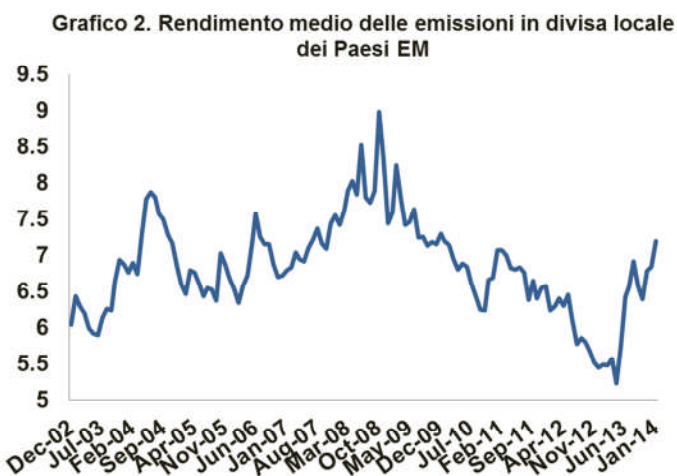
La Cina con l'ingresso nel WTO nel 2001 è diventata un fattore dirompente di disinflazione globale, agevolando una riduzione strutturale dei tassi di interesse, e, allo stesso modo, ha rappresentato una fonte enorme di consumo di materie prime. I Paesi in via di sviluppo hanno così beneficiato di un quadro particolarmente favorevole: flussi di investimento diretto, elevati tassi di crescita trainati da enormi volumi delle esportazioni e prezzi in aumento delle materie prime, di cui i Paesi emergenti sono tipicamente esportatori.

Dopo la crisi del 2009 qualcosa di sostanziale è cambiato nel paradigma di crescita dei Paesi emergenti. Nonostante le condizioni esogene abbiano continuato ad essere favorevoli, alcuni aspetti hanno subito un radicale mutamento. In particolar modo **due elementi** sono cambiati. Il primo relativo ai **flussi di investimento verso queste aree**. I significativi flussi di investimento non sono stati più tanto legati alle specifiche prospettive di crescita di tali Paesi, quanto piuttosto all'esigenza di riallocare capitale al di fuori dei Paesi sviluppati (si pensi, ad esempio, al ruolo della crisi europea); tali flussi sono stati causati inoltre dalla necessità di trovare alternative di investimento che offrissero un rendimento maggiore di quanto offerto dai mercati governativi dei Paesi sviluppati. In seguito alla massiccia iniezione di liquidità da parte delle Banche Centrali, i flussi in entrata verso i Paesi emergenti non sono stati generati da investimenti diretti, tipicamente più stabili e di lungo periodo, ma da movimenti di allocazione di portafoglio di investitori internazionali, per loro **natura di scadenza più breve e decisamente più volatili**. Il secondo aspetto rilevante concerne invece il **cambiamento del modello di crescita**. In seguito al rallentamento del mondo sviluppato e alla stabilizzazione della Cina, i Paesi emergenti hanno puntato più sulla domanda interna che sulle esportazioni; i flussi di capitale e i favorevoli tassi di interesse hanno infatti alimentato tassi di crescita del credito che hanno portato in molti Paesi, come ad esempio il Brasile e la Turchia, al rafforzamento dei consumi interni e l'aumento del debito del settore privato.

Tali dinamiche sono alla base degli attuali problemi dei Paesi emergenti: cambi sopravvalutati, sbilanci delle partite correnti, perdita di competitività, boom del credito e dei consumi e finanziamento dei deficit commerciali con investimenti più instabili. Nel grafico 1, è rappresentato il deterioramento della bilancia dei pagamenti per i Paesi Emergenti in assoluto ed in relativo con il mondo sviluppato.



Quando la ripresa USA nel 2013 ha suggerito un'imminente riduzione della liquidità globale accompagnata da segnali di crescita nel mondo sviluppato, sono emerse tutte le vulnerabilità appena descritte. Il quadro macro-economico per i Paesi emergenti si è trasformato rapidamente da favorevole a molto incerto, i flussi hanno subito un'inversione di tendenza mentre gli sbilanci non sono stati corretti in maniera tempestiva. Ad aggravare la situazione in tali aree è stata inoltre la **mancanza di reattività da parte delle autorità politiche e finanziarie** nell'implementare misure necessarie a riportare le dinamiche economiche su un sentiero più sostenibile. I governi, anche a causa di esigenze elettorali, si sono dimostrati timidi nel perseguire politiche fiscali restrittive e le banche centrali hanno ritardato quanto più possibile politiche di rialzo dei tassi. L'aggiustamento è stato severo, in particolare sui rendimenti del debito locale (Cfr. Grafico 2) e sul fronte valutario. Il Grafico 3 riporta alcuni paesi con bilancia dei pagamenti più debole, si osservi il movimento dalla seconda metà del 2011.



Il **rischio maggiore** è rappresentato al momento da un'eventuale accelerazione di tali deflussi di capitali che porti fuori controllo il necessario processo di aggiustamento avviato lo scorso anno. Questa eventualità, che non rappresenta il nostro scenario di base, potrebbe concretizzarsi in seguito ad un forte rialzo dei rendimenti sulla curva americana, con una conseguente drastica riduzione della liquidità globale, oppure a seguito di un inatteso rallentamento della Cina.

## Considerazioni operative

In tale scenario, dal punto di vista operativo, all'interno dei portafogli dei Fondi in gestione, manteniamo un approccio di **cautela nei confronti sia delle valute sia del debito emesso in divisa locale; più costruttivo è invece il quadro per il debito esterno.**

**I cambi rimarranno verosimilmente sotto pressione**, conservando quel ruolo di valvola di sfogo e strumento principale per il riequilibrio degli sbilanci svolto fino ad oggi.

Per quanto riguarda i tassi locali, riteniamo invece che, nonostante la recente correzione, non sia stato ancora ricostituito un premio per il rischio adeguato; inoltre ci aspettiamo che l'atteggiamento attendista da parte delle autorità monetarie dei Paesi emergenti sia destinato a cambiare e che il mercato, come già avvenuto in Indonesia e più recentemente in Turchia, costringerà le banche centrali a politiche restrittive nel medio periodo.

Manteniamo, invece, un approccio più positivo per quanto attiene gli strumenti di debito esterno. Riteniamo infatti che i progressi avviati dagli anni Novanta nei Paesi emergenti abbiano creato una certa solidità strutturale in queste aree, solo in parte ridimensionata dagli sviluppi descritti degli ultimissimi anni. Le vulnerabilità che hanno caratterizzato le crisi passate sono oggi molto più contenute e le metriche di credito della maggior parte dei Paesi emergenti rimangono relativamente solide (soprattutto se paragonate a quelle dei Paesi sviluppati): cambi flessibili, debito pubblico contenuto, maggiore flessibilità, tassi di crescita ancora sostenuti sono tuttora appannaggio di tali economie. Di conseguenza, qualora l'aggiustamento recente fosse condotto in maniera responsabile da parte delle autorità locali e non fosse deragliato da un improvviso deterioramento delle condizioni esterne, non dovrebbe incidere eccessivamente sulla capacità di rimborso del debito estero e rappresenterebbe anzi, nel medio periodo, uno sviluppo sano e auspicabile di correzione degli sbilanci costruiti negli ultimi anni.

## **FIDEURAM Investimenti Sgr SPA**

Piazza Ercolea, 9 – 20122 Milano  
Telefono +39 02 725071 – Fax 02 72507626  
fideuraminvestmentisgr@fideuramsgr.it  
www.fideuramsgr.it

Società del gruppo **INTESA**  **SANPAOLO**

### **DISCLAIMER:**

*Il presente documento ha natura meramente informativa, non ha contenuto pubblicitario o promozionale, e non contiene raccomandazioni, proposte, consigli ad effettuare operazioni su uno o più strumenti finanziari, né costituisce un'offerta di vendita o di sottoscrizione di strumenti finanziari o una sollecitazione all'investimento in qualsiasi forma.*

*Le informazioni, di cui al presente documento, vengono aggiornate su base mensile e sono acquisite da fonti ritenute attendibili dal mercato, senza che Fideuram Investimenti SGR S.p.A. possa tuttavia garantirne in assoluto la veridicità e la completezza.*

*Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione dello stesso, e non costituiscono in alcun modo un indicatore dei risultati o di qualsiasi altro evento futuro.*

*Fideuram Investimenti SGR S.p.A. si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi riprodotte e di assumere posizioni differenti sui singoli prodotti.*