

Gli emergenti sono pronti ad "accogliere" gli investitori obbligazionari globali

Per Banor Capital, gli svantaggi tradizionali associati ai titoli dei mercati emergenti non sono né così marcati come in passato e né così correlati ad altre *asset class*

di **Francesc Balcells***

Banor Capital Ltd è una società di gestione indipendente autorizzata dalla Financial Conduct Authority nata a Londra nel 2011 per iniziativa di un gruppo di professionisti che lavora in team dal 2001. Parte del gruppo costituito con le gemellate Banor SIM, Banor SICAV e Aristeia SICAV, Banor Capital si propone come partner di riferimento per clienti istituzionali e privati sviluppando e gestendo una gamma di prodotti dal forte valore aggiunto, nei quali sono rappresentate diverse strategie di investimento, mercati e classi patrimoniali. Gli *Assets Under Influence (AUI)* di Banor sono superiori a 10 miliardi di euro. Banor SICAV è una struttura lussemburghese Ucits V con sei comparti: tre fondi alternativi (Greater China, Mistral e North America), un comparto azionario (European Value), uno obbligazionario (Euro Bond Absolute Return) e un fondo flessibile con focus su leader di mercato (Rosemary). Aristeia SICAV è una struttura lussemburghese Ucits V con cinque comparti tra cui Short Term, un fondo flessibile sui mercati europei, il fondo bilanciato Chiron Total Return, New Frontiers Equity Fund, che si concentra sui mercati di frontiera, FIM GEM Debt, fondo *fixed income* sui mercati emergenti, e M&A Opportunities, con focus sulle società che si trovano in fase di fusione o acquisizione.

Stiamo assistendo ad un vero paradosso nei mercati finanziari mondiali: compagnie assicurative e fondi pensione nei Paesi sviluppati continuano a prediligere titoli a reddito fisso con rendimenti negativi o estremamente bassi. Il valore totale dei titoli a reddito fisso a rendimento negativo è di quasi 16 mila miliardi di dollari, compresi quelli emessi da governi e aziende. La mancanza di rendimento ha trasformato tali obbligazioni in strumenti quasi azionari, privi però del potenziale di rialzo associato alla volatilità del mercato azionario.

Ci sono molteplici ragioni alla base di questo fenomeno. Da un lato, i vincoli normativi per gli investitori nel mondo sviluppato rendono più conveniente acquistare i titoli domestici a rendimento negativo. L'assorbimento di capitale sulle attività ponderate per il rischio per le banche e le compagnie di assicurazione, ad esempio, rende ottimale l'investimento in titoli nazionali. In secondo luogo, sono poche le alternative alla liquidità e alla sicurezza dei titoli di Stato dei mercati sviluppati (ovvero quello che alcuni definiscono un problema di carenza di titoli sicuri). Infine, c'è un fattore di intrinseca parzialità nei confronti degli investimenti nazionali e di pigrizia quando gli investitori distribuiscono il rischio tra i portafogli. Indipendentemente dalla ragione, la questione di fondo è: perché a fronte di rendimenti così poco interessanti i gestori di patrimoni non si stanno rivolgendo in modo più aggressivo verso titoli a più alto rendimento al di fuori della loro giurisdizione e più specificamente verso il debito dei mercati emergenti?

I mercati emergenti si distinguono nella corsa al rialzo

Sicuramente c'è già stata un'aggressiva "corsa al rialzo", che risale alla crisi

finanziaria del 2008 e che ha subito un'impennata dopo lo shock del Covid a marzo 2020. I flussi di capitale nei mercati emergenti erano molto forti nel periodo 2009/2013, quando i titoli dei mercati emergenti hanno generato rendimenti annuali medi del 10/15%, ma questi flussi si sono notevolmente calmati dopo il *taper tantrum* della Fed nel 2013. Arrivando rapidamente a marzo 2020, la corsa al rialzo ha ripreso vigore a seguito delle politiche aggressive della Fed volte a combattere lo shock causato dal Covid. Questa volta, tuttavia, il flusso verso i fondi a reddito fisso è stato rivolto principalmente al credito statunitense (cioè obbligazioni emesse da società statunitensi) a seguito della decisione della Fed di acquistare credito *investment grade* e ETF *high yield* come parte della sua strategia. Il mercato durante questo periodo ha seguito pedissequamente la Fed in ogni suo acquisto, fenomeno che spiega perché per ogni dollaro investito nei fondi comuni di investimento dei mercati emergenti lo scorso anno, nove sono finiti nei fondi di credito statunitensi.

In tale contesto, i rendimenti delle obbligazioni dei mercati emergenti sembrano sicuramente interessanti. Le obbligazioni dei mercati emergenti denominate in dollari ed emesse dai governi stanno rendendo in media il 4,7%, risultato che si confronta in modo più favorevole rispetto ai rendimenti obbligazionari emessi dalle società statunitensi di livello *investment grade*, che si attestano all'1,9%. Il contrasto è ancora più netto quando si confronta il debito dei mercati emergenti, che è valutato in media come *investment grade*, con l'*high yield* statunitense, con rendimenti al 3,8%. Il differenziale di rendimento tra il debito americano *high yield* e il debito dei mercati emergenti è ai livelli più bassi di sempre,

grazie alla più breve durata dell'*high yield* ma nonostante la qualità inferiore degli *asset*.

Cosa trattiene, quindi, gli investitori dal tornare a investire nei mercati emergenti? Le argomentazioni tradizionali contro gli investimenti nei mercati emergenti sono tre: il rischio di *drawdown*, quello di *default*, e la volatilità *mark to market*.

Rischio di *drawdown*: la liquidità non è più un problema

I mercati emergenti sono un'*asset class* a rischio e come tale il rischio di *drawdown* è intrinseco. Tale rischio deriva principalmente dall'illiquidità dell'*asset class*, dal sostegno relativamente debole da parte degli investitori e, in definitiva, dalla mancanza di un prestatore di ultima istanza. Detto questo, il concetto di illiquidità, di cui i mercati emergenti sono sempre stati il campanello d'allarme nei mercati globali a reddito fisso, sta purtroppo diventando un fenomeno comune a tutti i mercati a di questo settore. Ad esempio, durante lo shock di marzo dello scorso anno, il *drawdown* nel credito statunitense *investment grade* è stato maggiore di quello del debito dei mercati emergenti se misurato con il movimento dei prezzi dell'indice CDX (un indice che cattura un paniere di CDS). Durante il picco della crisi di marzo, il CDX *investment grade* ha aumentato di 3,5x il suo livello pre Covid rispetto a 2,5x per il debito dei mercati emergenti. Pertanto, su una base relativa, i mercati emergenti hanno in realtà un rischio di *drawdown* minore e non viceversa.

L'entrata in scena dei crediti GCC (Gulf Cooperation Council)

C'è un altro fattore da aggiungere per completare la storia della liquidità. Fino ad oggi i grandi emittenti di debito dei mercati emergenti erano per lo più di tipo *sub investment grade*, come ad esempio Argentina e Turchia, e sostanzialmente restringevano la base di chi investiva su tali obbligazioni a un piccolo gruppo di investitori "specializzati" nei mercati emergenti. La situazione è cambiata e dal 2016 esiste un nuovo gruppo di emittenti, i Paesi del Golfo. Questi Paesi emettono importi considerevoli ogni anno. Questo fenomeno ha avuto due conseguenze: in primo luogo, i Paesi del Golfo

hanno cambiato il profilo di rischio del debito dei mercati emergenti poiché questi crediti rappresentano ora un quinto degli indici di debito in valuta forte dei mercati emergenti e sono in crescita. In secondo luogo, i crediti di Paesi come l'Arabia Saudita, il Qatar, gli Emirati Arabi Uniti e il Kuwait sono solidi e di tipo *investment grade*, il che significa che non solo questi nomi hanno alzato la qualità del credito per i mercati emergenti verso l'*investment grade*, ma hanno anche allargato la base di investitori ben oltre quelli specializzati sui mercati emergenti. Quindi, insieme ai crediti GCC, la quota di nomi di credito dei mercati emergenti negli indici di credito globali *investment grade*, come l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate, è ora vicina al 15%, un peso simile a quello complessivo di emittenti come Francia, Germania, Italia e Spagna, fornendo a tali obbligazioni più garanzie in termini di sponsorship.

Rischio di *default* gestibile

Un altro fattore che tiene gli investitori lontani dai mercati emergenti è il rischio di *default* tipico di questa *asset class*. Come risulta dall'ultimo studio di Moody's sul tema, il tasso di *default* dei titoli sovrani a un anno si è attestato al 2,1% a partire dalla fine di aprile 2020, superiore al tasso di *default* medio annuo dello 0,8% nel periodo 1983/2020, che include anche i titoli sovrani dei Paesi sviluppati come la Grecia e Cipro. In confronto, i tassi di *default* attuali del credito *high yield* statunitense sono superiori al 3%. Quando valutiamo il rischio di *default*, lo dividiamo in due parti: la disponibilità a pagare e il rischio di convertibilità delle valute. In altre parole, i titoli sovrani dei mercati emergenti tendono al *default* quando i costi di gestione del debito diventano proibitivi rispetto alla loro capacità di generare entrate, o quando esauriscono il *cash* in valuta forte per rimborsare i creditori esteri. Guardando all'universo di investimento dei mercati emergenti, al momento vediamo che in media spendono l'11% dei loro ricavi per servire il debito e che le riserve in valuta straniera rispetto ai mesi di importazioni sono in media intorno a 9,4 mesi. Di solito i Paesi falliscono quando il costo del debito sale oltre il 25% delle entrate e le riserve

estere coprono meno di tre mesi di importazioni. Se ci concentriamo sui Paesi più vulnerabili, possiamo notare che quelli che rappresentano circa il 5% della capitalizzazione di mercato degli indici di valuta forte dei mercati emergenti mostrano un punteggio elevato su uno o su entrambi gli indicatori. Di questo 5%, tre quarti dei nomi sono già "*trading at distressed prices*" lasciando l'1/2% degli indici vulnerabili al *gap risk* a causa di un *default*.

Rischio *mark to market* e rischio di credito

Per i crediti non vulnerabili, ossia la maggior parte del debito dei mercati emergenti, riteniamo che il rischio percepito sia decisamente esagerato, in particolare rispetto al rischio di credito statunitense, e che rifletta principalmente valutazioni di adeguamento al mercato. Non solo i titoli sovrani dei mercati emergenti hanno leve fiscali e la capacità di appropriarsi di patrimoni di valore, ma fanno ricorso a misure di protezione come *swap* dell'FMI e della Fed, a cui le imprese non hanno accesso.

Inoltre, quando si tratta di analizzare i bilanci, i titoli sovrani dei mercati emergenti sembrano avere posizioni patrimoniali e *cash USD* più rassicuranti rispetto a molte controparti *corporate* del mercato sviluppato.

Conclusioni

In un contesto di rendimenti obbligazionari bassi a livello globale, è solo una questione di tempo prima che gli investitori comincino a migrare verso *asset class* a rendimento più elevato. Riteniamo che i mercati emergenti siano pronti per questo momento, soprattutto quando gli investitori cominceranno a riconoscere che gli svantaggi tradizionali associati ai titoli dei mercati emergenti non sono così marcati come in passato o non così correlati ad altre *asset class*. Mentre la volatilità della valutazione di mercato è legata al debito dei mercati emergenti, la stabilità dei bilanci paragonata al *pricing* di questa *asset class* dovrebbe dare più sicurezza agli investitori.

***Gestore del fondo Aristeia SICAV FIM GEM Debt**