



FOCUS EMERGENTE

IL 2021 SI PROSPETTA COME UN ANNO DI TRANSIZIONE VERSO L'USCITA DALLA CRISI PANDEMICA, SIA IN CHIAVE SANITARIA CHE ECONOMICA. SE LA RIPRESA SARÀ LENTA PER LE ECONOMIE AVANZATE, NEI PAESI EMERGENTI, AL CONTRARIO, SI AVRÀ UNA DINAMICA PIÙ PRONUNCIATA

di **CAMILLA CONTI**

Nonostante il quadro rimanga incerto, le proiezioni del consensus convergono verso un pieno recupero del Pil mondiale, con una ripresa diffusa in tutte le aree geografiche, seppur con intensità diverse, grazie anche all'avanzamento dei programmi di vaccinazione. Certo, per le economie più sviluppate il rimbalzo non basterà a recuperare il terreno perso nel 2020, in parte a causa di una maggiore diffusione del virus e delle conseguenti misure restrittive e in parte per una debolezza strutturale in corso già prima dello shock da Covid-19. Un pieno recupero potrebbe invece essere possibile per i Paesi emergenti.

Questo messaggio emerge anche dalla Mappa Rischi 2021 di Sace che è stata presentata a marzo e che ha esaminato 194 Paesi con un set aggiornato di indicatori che valutano, insieme ai tradizionali fattori di rischio di credito e rischio politico, anche aspetti collegati alla sostenibilità, come il cambiamento climatico, il benessere sociale e la transizione energetica.

La mappa dipinge un quadro dei rischi dai colori più accesi, con un incremento generalizzato di tutti i profili di rischio. L'aumento più pronunciato riguarda i rischi di credito, a causa degli impatti economici della pandemia, ferma restando una forte attenzione alle tensioni politico-sociali e alla sostenibilità riflesse dagli altri indicatori. Dei 194 paesi analizzati, in 22 diminuisce il livello di rischio, con l'Europa emergente e Comunità degli Stati Indipendenti (Csi) che hanno tenuto, mentre in Asia è il Vietnam a distinguersi in chiave positiva. A seguire, sono 52 i paesi stabili e 120 quelli in peggioramento: questi ultimi riguardano buona parte dei paesi dell'Africa Subsahariana e di quelli dell'area nordafricana e mediorientale, in particolare è lo Zambia riportare il maggior incremento dello score del rischio.

Secondo la fotografia illustrata da **Alessandro Terzulli**, chief economist del gruppo assicurativo-finanziario Sace, il 2021 sarà un anno di ripresa a "V" in cui l'economia risalirà dopo la profonda recessione

registrata nel 2020 nonostante l'innalzamento di tutti i profili di rischio a livello globale. Il recupero, come detto, avverrà a tassi meno sostenuti di quanto accaduto in passato. E, se la ripresa sarà lenta per le economie avanzate, nei paesi emergenti, per contro, si registrerà una dinamica più pronunciata grazie sia a una maggiore efficienza nel contenere la crisi sanitaria in importanti economie come appunto quelle del sud-est asiatico. La Mappa Rischi di Sace ha poi esaminato un nuovo set di indicatori che include il cambiamento climatico, il benessere sociale e la transizione energetica. Sotto questo profilo, spicca il posizionamento dell'Europa, ma anche dell'America Latina, con una forte presenza di generazione rinnovabile in paesi come il Cile, il Perù e il Brasile, primo classificato tra i membri del G20 e con i migliori risultati sulle rinnovabili. In Africa subsahariana buono il posizionamento del Kenya.

Anche secondo l'ultimo rapporto di Atradius sull'andamento dei mercati emergenti nel 2021 le economie si stanno gradualmente riaprendo.

PER LE ECONOMIE PIÙ SVILUPPATE IL RIMBALZO NON BASTERÀ A RECUPERARE IL TERRENO PERSO NEL 2020

Nel report vengono identificati i mercati più promettenti sulla base di tre criteri: il ritmo della ripresa del Pil sulla scia della crisi Covid-19; un numero relativamente basso di casi di Covid-19 (per 100.000 abitanti), e condizioni politiche e istituzionali stabili. Ebbene, gli esperti di Atradius scommettono su Cile, Egitto, Senegal, Malesia e Vietnam che vengono definiti come ben posizionati per riprendersi dal virus e che hanno condizioni politiche relativamente stabili.

Di tutte le regioni dei mercati emergenti, l'America Latina è stata la più colpita dalla pandemia, sia in termini di casi di infezione che di tassi di mortalità. La ripresa sarà parziale e disomogenea, a seconda della disponibilità sul fronte fiscale che i governi hanno per sostenere le loro economie, quanto efficacemente i vaccini possono essere distribuiti, e quanto un paese è dipendente dal turismo. Il Cile ha un ambiente commerciale interessante, sostenuto da istituzioni solide, bassa corruzione e politiche macroeconomiche efficaci. La ripresa è iniziata nelle vendite al dettaglio e nel settore manifatturiero nel terzo trimestre del 2020, mentre il turismo e l'ospitalità continuano ad essere deboli. Le entrate delle esportazioni hanno beneficiato di una ripresa del prezzo del rame, il

principale prodotto di esportazione del Cile. Il rollout dei vaccini è iniziato e dovrebbe essere uno dei più veloci della regione. Il Cile ha inoltre una delle posizioni fiscali a medio termine più solide. Il suo debito pubblico relativamente basso gli permette di attuare misure di stimolo fiscale considerevoli (5% del Pil). Il sistema finanziario è ben protetto dagli shock esterni, con standard di credito conservativi e una credibilità della banca centrale ben consolidata, ed è sostenuto da una linea

di credito flessibile precauzionale del Fmi e da due fondi sovrani. I settori più performanti in Cile sono l'agricoltura, l'imballaggio e i prodotti farmaceutici.

Cambiando continente, secondo il report anche l'Egitto è un mercato promettente grazie alla stabilizzazione del suo panorama politico, ai progressi nelle riforme e alla sovraperformance dei peer regionali nella crescita del Pil. Il paese ha mostrato una forte traiettoria di crescita negli ultimi anni, soprattutto grazie a un programma di stabilizzazione macroeconomica che ha avuto grande successo. L'Egitto ha un programma del Fmi ed è riuscito a migliorare le finanze pubbliche e a ricostituire le sue riserve internazionali. Ha subito diversi venti contrari legati alla pandemia nel 2020, tra cui un crollo del turismo e un calo del prezzo del petrolio, che ha colpito il settore delle risorse. Questo è stato attutito dal sostanziale allentamento della politica monetaria in aggiunta alla bassa inflazione. Dal 2022 in poi, è probabile che la crescita del Pil



MERCATI EMERGENTI SOTTO I RIFLETTORI (2021)

Paese	Pil crescita % 2021	Pil crescita media 10 anni	Popolazione (mln)	Pil (miliardi di dollari)	Consumo privato (% annua)	Investimento fisso reale (% annua)	Valutazione del rischio politico
 Cile	4,6	3,4	19,1	251,9	5,9	9,4	3 Moderato - basso
 Egitto	1,0	3,9	102,3	368,1	1,6	18,6	6 Moderato - alto
 Senegal	5,7	5,1	16,7	24,5	8,9	11,5	-5 Moderato
 Malesia	6,2	5,3	32,4	340,9	6,6	13,5	-3 Moderato - basso
 Vietnam	7,7	6,5	97,3	341,0	7,2	11,9	-5 Moderato

Fonte: Atradius, Oxford Economics

converga al suo ritmo pre-crisi. Le nuove scoperte di gas espanderanno le esportazioni nei prossimi anni e sosterranno l'ambizione dell'Egitto di diventare un hub del gas nell'area del Mediterraneo. Allo stesso tempo è anche uno dei leader regionali in termini di investimenti in progetti di energia rinnovabile. Inoltre, l'Egitto è stato il primo paese Mena (Middle East and North Africa, *ndr*) a emettere un green bond alla fine di settembre 2020. Il governo è concentrato sul passaggio a un'economia digitale e sull'accelerazione della trasformazione digitale del paese, che offre opportunità per le aziende Ict. Il settore delle costruzioni beneficerà di diversi progetti infrastrutturali insieme al completamento della nuova capitale.

Anche il Senegal sta facendo relativamente bene. Ha reagito alla pandemia attuando uno stato di emergenza di tre mesi, dichiarato dal presidente **Macky Sall**. Questo stato di emergenza è stato revocato a fine giugno, a causa delle ricadute economiche dell'isolamento e delle proteste su larga scala a Dakar. Una seconda ondata della pandemia è in corso dal novembre 2020, anche se il numero assoluto di casi rimane basso. Il Senegal beneficia di un clima politico stabile, di istituzioni democratiche relativamente forti e di una crescita elevata del Pil. Le politiche si concentreranno sull'affrontare le ricadute della pandemia, pur sostenendo un'agenda ampiamente pro-business. Il paese ha sviluppato un piano di risposta nazionale per affrontare le conseguenze della pandemia, che costa circa il 7% del Pil. La crescita nei prossimi anni sarà guidata dallo sviluppo di progetti nel settore degli idrocarburi e da nuove esplorazioni ed espansioni



nel settore minerario, in particolare l'oro. La crescita sarà ulteriormente sostenuta da importanti giacimenti di petrolio e gas che dovrebbero entrare in funzione nel 2023-25, anche se potrebbero esserci dei ritardi a causa della pandemia. Il governo continuerà anche a guidare i lavori pubblici per migliorare le infrastrutture del paese (in particolare la rete di trasporto e la fornitura di energia elettrica). È stato infine adottato il cosiddetto Plan Sénégal Emergent (Pse), che entra nella sua seconda fase nel 2019-23, e sta pianificando grandi investimenti nell'energia (parchi eolici e centrali solari) nonché lo sviluppo del settore minerario.

In Asia, spicca la Malesia grazie al suo interessante clima commerciale, alla qualità delle infrastrutture e alla forza lavoro qualificata. Il paese sta andando relativamente bene rispetto al resto della regione in termini di tassi di contagio e decessi Covid-19, ed è ben posizionato per una crescita del Pil abbastanza solida nei prossimi anni. Anche se era in recessione nel 2020, la crescita del Pil dovrebbe rimbalzare al 6,2% nel 2021. Il governo ha annunciato un forte pacchetto di stimolo fiscale per il 2021, con misure per un totale di 322,5 miliardi di RM (65 miliardi di euro). Questo include l'aumento della spesa nei settori sociali e nelle infrastrutture. Data l'appartenenza del paese all'Asean (Association of Southeast Asian Nations, *ndr*), beneficia di forti

legami commerciali con i paesi vicini. Una forza lavoro relativamente qualificata sta dando al paese una posizione forte nella produzione elettronica mediamente qualificata. La sua posizione competitiva nel settore manifatturiero è inoltre rafforzata dall'aumento dei salari in Cina. L'accelerazione della crescita globale rende il 2021 un anno interessante per i settori orientati all'esportazione, come il settore dell'elettronica, e anche il settore agricolo è stato abbastanza resiliente. Il segmento più performante è stato quello dei produttori di plastica e gomma legati all'assistenza sanitaria, con una crescita del 212% su base annua, poiché la domanda globale di guanti di gomma e imballaggi ha continuato ad aumentare durante la pandemia.

Anche il Vietnam ha dimostrato di essere molto resiliente alla pandemia di Covid-19, poiché i casi di infezione e i tassi di mortalità sono rimasti bassi. L'isolamento nazionale è stato revocato ad aprile, e il Vietnam sta lavorando con misure di isolamento locali nel caso ci sia un'epidemia del virus. Il governo ha introdotto un pacchetto di sostegno fiscale del valore di 291,7 trilioni di Vnd (3,6% del Pil). C'è anche spazio per uno stimolo monetario, ma poiché l'attività economica è in ripresa relativamente veloce, questa opzione non è stata ancora utilizzata. Uno dei pochi paesi, il Vietnam è riuscito a evitare la recessione nel 2020, e la crescita del Pil dovrebbe accelerare al 7,7% nel 2021. Oltre ai bassi costi salariali, il paese beneficia della sua partecipazione a diversi accordi commerciali (compresi i recenti accordi commerciali Ue-Vietnam e Regno Unito-Vietnam) e delle politiche che favoriscono gli investimenti diretti esteri in entrata. Il settore dei trasporti e della logistica ha un forte potenziale di crescita anche nel 2021, grazie alla ripresa della domanda globale. Il tessile è destinato a beneficiare di una domanda globale più forte e degli accordi di libero scambio recentemente conclusi con Ue e Uk. Il settore del commercio al dettaglio e dei beni di consumo sarà probabilmente uno dei principali beneficiari, con una crescita prevista del settore del commercio al dettaglio a valore aggiunto dell'8,8% nel 2021. La forte crescita degli investimenti nell'edilizia e nel settore immobiliare aiuterà probabilmente il settore delle costruzioni. Il valore aggiunto delle costruzioni dovrebbe aumentare del 6,7% nel 2021. Anche la domanda di pesticidi e fertilizzanti aumenterà per sostenere la maggiore produzione agricola. ●



DEBITO DEI MERCATI EMERGENTI: IL VIAGGIO È IMPORTANTE QUANTO LA DESTINAZIONE



Il debito dei mercati emergenti è nel suo periodo d'oro. L'economia mondiale è in via di ripresa, la FED e le altre principali banche centrali stanno impiegando ogni risorsa a sostegno di tale recupero. Le economie dei mercati emergenti rappresentano l'espressione ciclica della crescita globale e dell'inflazione e, tradizionalmente, sono i destinatari dei flussi durante le oscillazioni globali sui mercati. Nonostante si tratti in gran parte di un'asset class investment-grade, il debito dei mercati emergenti denominato in dollari offre oggi rendimenti più elevati rispetto al credito high-yield statunitense e globale, anche quando è aggiustato per la duration. Allo stesso tempo, le valutazioni valutarie dei mercati emergenti sono convenienti e le valute beneficiano di qualsiasi periodo di debolezza del dollaro americano.

TROPPO BELLO PER ESSERE VERO?

Naturalmente le sfide non mancano, a partire dalla FED con la sua politica monetaria pacata, la curva in crescita e l'aumento dei rendimenti dei treasury statunitensi, tutti elementi che possono costituire un problema per i mercati emergenti, come è accaduto nel primo trimestre di quest'anno. Anche se lo spread del debito dei mercati emergenti rispetto ai treasury americani è stato notevolmente stabile durante tutto il periodo, i rendimenti totali sul debito EM hanno sofferto a causa della variazione del rendimento dei titoli di stato (proprio come è successo per qualsiasi altro investimento a reddito fisso). Quanto al rischio legato ai titoli di stato, in futuro sarà più contenuto ma di certo non scomparirà. Allo stesso tempo, in un ambiente ricco di liquidità dove la propensione al rischio è più alta, il mercato tende a sottovalutare proprio i rischi: quello finanziario e quello politico nei mercati

emergenti sono rilevanti e man mano che il mondo si riprende dalla pandemia, alcune economie si troveranno in condizioni migliori di altre. Riteniamo che la ricaduta politica ed economica del Covid non si sia ancora manifestata in alcuni paesi e, di conseguenza, ci aspettiamo un'ampia gamma di differenziazione dei rendimenti tra crediti ed emissioni. Pertanto, per quanto promettenti siano i rendimenti dei titoli dei mercati emergenti (la destinazione), dobbiamo essere consapevoli dei rischi lungo il percorso (il viaggio).

‘Le economie dei mercati emergenti rappresentano l'espressione ciclica della crescita globale e dell'inflazione’

La nostra missione con il fondo FIM-Aristea è quella di avere una strategia e costruire un portafoglio in grado di raccogliere i rendimenti eccezionali del debito dei mercati emergenti, proteggendo al contempo i nostri investitori dai rischi di downside.

LA STRATEGIA

La strategia sul debito dei mercati emergenti di FIM-Aristea è di tipo multidimensionale. Il nostro obiettivo è sfruttare il ventaglio di grandi opportunità che il reddito fisso dei mercati emergenti oggi può offrire agli investitori, senza limitarsi a una particolare asset class o a una particolare serie di



FRANCESC BALCELLS

Portfolio Manager del fondo Aristeia SICAV FIM GEM Debt

fattori di rischio. Usiamo un approccio agli investimenti basato su quella che definiamo la "migliore espressione del rischio", ancorando le nostre posizioni ad una visione fondamentale di ciascun paese, per poi scegliere lo strumento che ci offre il più alto rendimento ex ante e aggiustato al rischio, sia che si tratti di debito in valuta forte, debito in valuta locale o semplicemente di valute. In questo modo ottimizziamo le opportunità del reddito fisso EM, basandoci su quelli che riteniamo essere i tre pilastri chiave dell'investimento nei mercati emergenti: analisi dei fondamentali, fattori tecnici e valutazioni. In sostanza, la strategia è progettata per ottenere il miglior valore sulla base della visione fondamentale del paese, proteggendo allo stesso tempo dal rischio di downside e prestando particolare attenzione ai fattori tecnici e alle valutazioni. L'analisi dei fondamentali è un elemento

chiave e preservare il capitale ricopre un ruolo ugualmente importante per la strategia. I membri del team FIM-Aristea vantano oltre 20 anni di esperienza sul campo e hanno lavorato nelle migliori società di investimento e istituzioni internazionali come il FMI e la Banca Mondiale. Il fondo ha una portata globale con posizioni che spaziano dal Messico all'Uganda e utilizza diversi strumenti a reddito fisso e valutari. Cerchiamo attivamente opportunità che offrano rendimento (ad es. carry) e che siano il più possibile decorrelate dal rischio globale. Da questo punto di vista il fondo nutre una leggera propensione verso i mercati "di frontiera" che non sono ancora diventati economie emergenti mainstream.

‘La strategia è progettata per ottenere il miglior valore sulla base della visione fondamentale del paese, proteggendo allo stesso tempo dal rischio di downside’

La strategia ha costantemente sovraperformato il benchmark con un flusso

costante di rendimenti senza correre rischi eccessivi (come mostra il grafico). La nostra conclusione, quindi, è che nessuna destinazione si raggiunge facilmente senza prestare un'adeguata attenzione al viaggio per arrivarci.

PERFORMANCE DEL FONDO ARISTEA SICAV FIM GEM DEBT



La performance mostrata fino al 09/10/2020 è quella di Fim Gem Debt Fund. Successivamente, la performance si riferisce al fondo Aristeia SICAV FIM GEM Debt I1 USD Acc.

PER MAGGIORI INFORMAZIONI VISITA:

WWW.ARISTEASICAV.COM

WWW.BANORCAPITAL.COM