

# Debito Mercati Emergenti

Aumenta la volatilità ma il trend è **positivo**







## Review 2016

Il 2016 è stato un anno sorprendentemente positivo per i mercati emergenti, soprattutto se si tiene conto dell'elevata incertezza macroeconomica a livello globale e del contesto politico. Tutte le asset classe dei mercati emergenti hanno registrato performance attorno al 10% in dollari USA. Gli spread dei titoli di stato e delle obbligazioni corporate si sono ristretti rispettivamente di 76pb e 127pb, in base ai corrispondenti indici JP Morgan. Le valute dei paesi emergenti non hanno contribuito in maniera significativa alle performance nel 2016, perché il forte apprezzamento registrato nei confronti del dollaro nel primo trimestre è stato annullato dal forte deprezzamento del quarto trimestre. I rendimenti dei mercati emergenti sono scesi di circa 30 pb nel corso dell'anno, arrivando al 6.8%, dal momento che la correzione del quarto trimestre non è stata tale da azzerare il rally degli altri tre trimestri dell'anno, calcolati con l'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified.

### Q4 2016

	Total return	Spread return	UST return
JPM EMBI Global Div.,	-4.02%	0.49%	-4.49%
JPM CEMBI Diversified.,	-1.42%	1.86%	-3.22%

	Total return	Currency return	Local return
JPM GBI-EM Glob. Div.,	-6.09%	-4.76%	-1.40%
JP Morgan ELM+ .....	-3.59%	-4.36%	0.80%

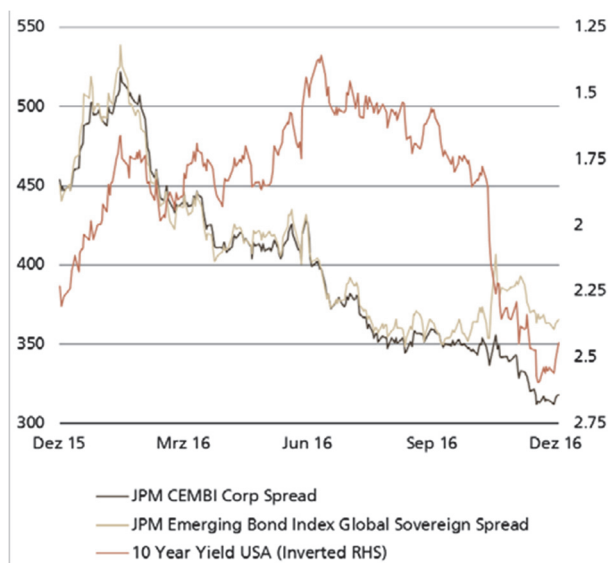
### Year 2016

	Total return	Spread return	UST return
JPM EMBI Global Div.,	10.15%	9.45%	0.65%
JPM CEMBI Diversified.,	10.43%	9.30%	1.03%

	Total return	Currency return	Local return
JPM GBI-EM Glob. Div.,	9.94%	0.54%	9.35%
JP Morgan ELM+ .....	3.54%	-0.55%	4.11%

JPM = JP Morgan  
UST = US treasury  
Fonte: Bloomberg  
Dati a fine dicembre 2016

## Spreads exhibited high volatility towards the end of the year



Fonte: Bloomberg  
Dato a fine dicembre 2016

## Outlook macro: cosa ci aspettiamo nel 2017

Il 2017 è iniziato in un contesto di ripresa dell'attività economica globale e le aspettative di mercato sono migliorate notevolmente, in particolare in US. I paesi emergenti hanno fatto ulteriori progressi, affrontando le loro fragilità strutturali e macroeconomiche e stanno iniziando a sentire i benefici di una maggiore stabilità dei prezzi delle materie prime.

In termini di valutazioni, i crediti dei mercati emergenti sono prezzati correttamente. A nostro avviso, gli spread dovrebbero continuare a trattare in un intervallo ampio, ma seguendo un trend di restringimento. Come nel 2016, la gestione della duration sarà di fondamentale importanza. A nostro avviso gli spread dovrebbero ridursi di 25 pb nel 2017. Le valute e i rendimenti in valuta locale saranno molto più dipendenti da fattori idiosincratichi e dall'impatto delle politiche degli Stati Uniti.

Il 2017 sarà probabilmente dominato dalle politiche che la nuova amministrazione in US potrebbe intraprendere e da una ulteriore divergenza delle politiche monetarie a livello globale, in particolare tra US, Giappone ed Europa. Il nostro scenario base per il 2017 include rendimenti più elevati negli Stati Uniti, un dollaro più forte, ma situazione invariata in Europa e Giappone: quantitative easing e tassi negativi.

Con le affermazioni attualmente a nostra disposizione, è difficile valutare il potenziale impatto delle politiche del neo-eletto presidente Trump sui mercati emergenti. Le proposte del presidente Trump si possono raggruppare in tre treni principali \*:

**Politiche fiscali:** una riforma fiscale – che comprende una semplificazione delle tasse sia societarie che personali, aliquote fiscali più basse, una base più ampia, ecc.; un piano di investimenti in infrastrutture; un condono fiscale per le imprese che rimpatriano capitali dall'estero stimato a USD 2.6 trillion.

\* Fonte: <https://www.donaldjtrump.com/positions>  
<http://abetterway.speaker.gov/>

*Politiche internazionali:* una riforma fiscale – inclusa una potenziale rinegoziazione degli accordi di libero scambio esistenti (NAFTA tra gli altri), potenziali azioni sui paesi che si ritengano agire al ribasso sui prezzi dei beni contro gli Stati Uniti, riforma dell'immigrazione.

*Riforme strutturali:* iniziative di deregolamentazione sui settori energia, health care e finanziario, tra gli altri, e riforme al sistema di istruzione e di welfare.

Mancano dettagli specifici sui temi menzionati e sulle riforme, ma questo programma ambizioso dovrebbe durare anni. Inoltre, l'impatto finale sui paesi emergenti dipenderà dal tipo di riforma fiscale che Trump sceglierà – la sua versione dichiarata nel corso della campagna elettorale o quella più fiscalmente sostenibile del partito repubblicano\* – e su quanto aggressivo decide di essere sulle politiche commerciali.

Lo scenario migliore per i paesi emergenti comprende una riforma fiscale e una deregolamentazione sostenibile nel lungo termine che spingono al rialzo la crescita degli Stati Uniti oltre ad una politica commerciale misurata. In questo scenario, la crescita dei paesi emergenti potrebbe registrare una ripresa più veloce e più forte sulla scia di una maggiore crescita in US. Lo scenario peggiore per i mercati emergenti vede invece una politica commerciale aggressiva unita ad un ritardo nella deregolamentazione e una politica fiscale insostenibile per il lungo termine, che potrebbero essere dannosi per la crescita e i conti esteri dei mercati emergenti. Questo scenario potrebbe deprimere il commercio internazionale e non stimolare la crescita negli Stati Uniti.

#### **Quali paesi emergenti possono beneficiare o soffrire sotto il Presidente Trump?**

Riteniamo che Messico e Cina siano i paesi che possano maggiormente soffrire se Trump implementerà quanto

promesso in campagna elettorale, in particolare in termini di inasprimento del commercio internazionale. Il Presidente Trump ha detto che riesaminerà o addirittura abrogherà il NAFTA, con un concomitante incremento delle tariffe e altre potenziali restrizioni in Messico.

Circa l'80% delle esportazioni del Messico sono vendute negli Stati Uniti.\*\* Eventuali interruzioni di questo flusso di commercio avranno un impatto negativo sulla crescita e sull'inflazione messicana, e potrebbero ulteriormente indebolire i conti messicani, fiscali e con l'estero. Le aspettative di modifiche dell'accordo commerciale stanno già avendo un impatto sul credito, sulle valute e sui tassi in Messico. Anche diversi paesi centroamericani strettamente legati al settore delle esportazioni messicane potrebbero soffrire.

È probabile che anche la Cina possa essere negativamente impattata, se il Presidente Trump dovesse accusarla di manipolazione valutaria e imporre misure per contrastare pratiche commerciali ritenute sleali. In campagna elettorale Trump ha minacciato di imporre una tariffa del 45% sulle importazioni cinesi. In questo contesto, quasi il 20% delle esportazioni cinesi vendute in US sarebbe influenzato. La Cina dovrebbe subire l'impatto maggiore ma anche gli altri paesi asiatici strettamente legati al settore commerciale cinese potrebbero soffrire.

Al contrario, la Russia è un paese che potrebbe beneficiare di un contesto geopolitico più favorevole e di migliori relazioni con gli Stati Uniti. È possibile che nel tentativo di "resettare" le relazioni con la Russia, gli Stati Uniti possano ridurre o addirittura eliminare le sanzioni economiche e finanziarie imposte dopo l'annessione della Crimea. Alcuni paesi esportatori di metallo – Peru e Cile, tra gli altri – potrebbero beneficiare del massiccio programma di investimenti in infrastrutture pubblicizzato da Trump durante la campagna elettorale

\* Fonte: <https://www.donaldjtrump.com/positions>  
<http://abetterway.speaker.gov/>

\*\* Fonte: <http://www.trademap.org>



## Review e outlook per **asset class**

### **Debito esterno: l'incertezza mantiene elevata la volatilità, ma la ripresa della domanda globale fornisce supporto**

Guardando gli spread all'inizio e alla fine del quarto trimestre del 2016, si potrebbe concludere che non è successo niente. Gli spread sono rimasti quasi invariati. Tuttavia, questo maschera l'elevata volatilità nel periodo immediatamente successivo alle elezioni dell'8 Novembre in US, quando gli spread si sono allargati di circa 50pb, raggiungendo i 380pb rispetto ai titoli di stato statunitensi, prima di ritracciare a 330pb, in base all'indice JP Morgan EMBI Global Diversified.

Quest'aumento della volatilità è stato guidato dai timori relativi al nuovo percorso politico ed economico negli Stati Uniti e al relativo impatto globale. Successivamente, la politica monetaria in Europa e negli Stati Uniti è diventata più importante per gli investitori. La decisione e il comunicato della Fed hanno portato ad un significativo aumento dei rendimenti dei titoli di stato US e ad un apprezzamento del dollaro USA.

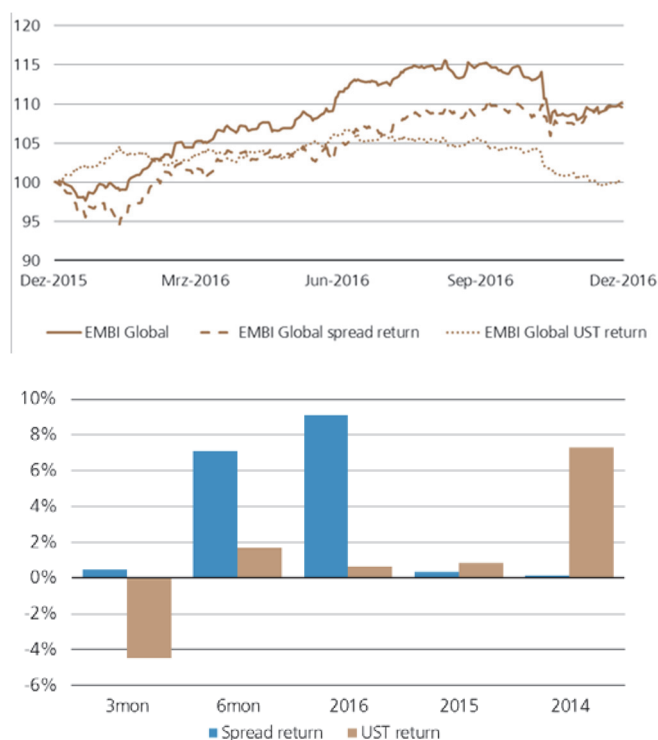
I prezzi delle materie prime, che sono un fattore importante per molti paesi emergenti, sono stati sostanzialmente stabili nell'ultimo trimestre del 2016, fornendo ulteriore supporto per i paesi più esposti. I tagli alla produzione di petrolio concordati dall'OPEC sono stati presi in modo positivo e hanno contribuito al rialzo del prezzo del petrolio. Ci aspettiamo che questo accordo possa fornire supporto ai prezzi del petrolio anche nel 2017. Prezzi del petrolio più elevati sono positivi per i paesi produttori e dovrebbero portare ad un ulteriore restringimento dello spread.

Siamo costruttivi sui paesi emergenti per i prossimi 12 mesi e ci aspettiamo un moderato restringimento degli spread. Nel complesso, i rischi politici e i cambiamenti economici sembrano essere gestibili, anche grazie al sostegno della stabilità dei prezzi delle materie prime. L'impatto più significativo potrebbe venire dalle potenziali misure economiche e politiche che il governo neo eletto in US potrebbe adottare.

Alla luce del contesto politico ed economico globale relativamente incerto e degli effetti negativi dei deflussi, attualmente gli spread dei paesi emergenti sembrano essere prezzati in modo corretto. La maggior parte della recente compressione degli spread è stata guidata da fattori esterni e tecnici, dal cambiamento dell'appetito per il rischio e dalla ricerca di rendimento piuttosto che da miglioramenti dei fondamentali economici. Anche in un contesto in cui il differenziale di crescita tra paesi emergenti e paesi sviluppati resta basso, i paesi emergenti potrebbero beneficiare di una ripresa della domanda globale e di un conseguente aumento delle esportazioni di beni e materie prime. Inoltre, gli aggiustamenti di bilancio potrebbero portare ad un quadro finanziario più solido in molti paesi emergenti. La politica di bilancio è di fondamentale importanza per i paesi emergenti, in quanto pesa sulla vulnerabilità dei paesi e sulla prospettive di crescita. Dopo molti anni senza riforme significative, i paesi emergenti si sono resi conto che possono invertire il trend economico solo con forti e ampie riforme strutturali.

Nel complesso, ci aspettiamo una ripresa economica globale nel 2017/2018 – supportata da politiche monetarie ulteriormente accomodanti, in particolare in Europa e Giappone – e da una maggiore crescita in US. Questo quadro politico globale, unito ad una maggiore stabilità dei prezzi delle materie prime dovrebbe portare ad un moderato restringimento degli spread nei paesi emergenti. Misure protezionistiche aggressive negli Stati Uniti potrebbero ridurre l'impatto positivo di una maggiore crescita globale sui mercati emergenti. In questo contesto, preferiamo mantenere esposizione al debito estero denominato in dollari USA, e riteniamo che i paesi ad alto rendimento abbiano un maggiore potenziale di restringimento degli spread.

### **L'analisi dei rendimenti mostra la reale fonte di performance**



UST = US treasury  
Fonte: JP Morgan, UBS Asset Management  
Dati a fine dicembre 2016, ribilanciato a 100 a fine dicembre 2015

### **Debito in valuta locale: la rotazione Nord-Sud**

Il contesto globale è cambiato quasi in una notte dopo le elezioni presidenziali negli Stati Uniti con implicazioni significative per i mercati emergenti in valuta locale. Rendimenti più elevati in US, crescita, reflazione, potenziali attriti commerciali e prezzi delle materie prime più alti stanno guidando le valute e i rendimenti in direzioni opposte, con vincitori e vinti tra i paesi emergenti. I vincitori – i paesi del Sud – sono caratterizzati da una maggiore leva verso crescita e reflazione, mentre i perdenti – i paesi del Nord – sono quelli più sensibili al rialzo dei tassi e al rafforzamento del dollaro USA. Anche se ci sono incertezze sulle politiche economiche e commerciali dell'amministrazione Trump, il trend generale prevede un dollaro più forte e tassi di interesse più alti negli USA nel primo trimestre del 2017.

Il trend del dollaro e delle obbligazioni americane potrebbe pesare sulle performance delle obbligazioni emergenti in valuta locale, soprattutto quando si tiene conto della performance della divisa. Nel nostro scenario base, i paesi con rendimenti più elevati dell'indice, concentrati

principalmente in America Latina e EMEA, sovraperformeranno i paesi con rendimenti più bassi, concentrati principalmente nella regione APAC. Pertanto, in termini relativi, preferiamo una posizione lunga sui titoli denominati in dollari USA con un rischio di duration moderato. Riteniamo che possa esserci ulteriore volatilità, soprattutto se l'attuale consenso relativamente ottimista sulle politiche commerciali statunitensi dovesse dimostrarsi troppo ottimista.

Le politiche commerciali protezionistiche da parte dell'amministrazione Trump continueranno potenzialmente a pesare sul peso messicano e sui paesi con surplus commerciali consistenti con gli Stati Uniti, tra cui la Cina. Nonostante le questioni commerciali, tassi di interesse più alti in US potrebbero favorire ulteriori deflussi di capitali dalla Cina, portando ad un graduale deprezzamento del renminbi cinese e di altre valute della regione APAC nei confronti del dollaro.

Sul lato positivo, prezzi delle materie prime più elevate, in particolare del petrolio, sono positivi per i paesi esportatori. Le prospettive per le materie prime sono positive per il primo trimestre, grazie alla ripresa della domanda dalla Cina e alle restrizioni sull'offerta dei paesi produttori di petrolio.

Tra i mercati principali, la Russia emerge come un importante beneficiario della ripresa dei prezzi del petrolio, della probabile ripresa ciclica di quest'anno e di una potenziale riduzione delle sanzioni economiche.

Nonostante il tema di reflazione globale, ci sono diverse storie di disinflazione in alcuni importanti paesi emergenti, tra cui Brasile, Argentina, Colombia, Russia, e India. In questi paesi, salvo incrementi dei rischi politici, i rendimenti hanno spazio di diminuire in modo significativo. I rischi politici continuano ad essere un fattore importante e, in molti casi, possono generare volatilità di mercato, ma possono anche fornire migliori punti di ingresso. Di conseguenza, continuiamo a privilegiare posizioni lunghe in termini di duration in particolare in Brasile e Russia.

In America Latina, il Brasile continua ad essere il paese più promettente, anche dopo il rally del 2016. Il rischio politico derivante dalle indagini "Car Wash" è elevato e le notizie relative hanno portato ad una forte volatilità nel quarto trimestre del 2016. Tuttavia, la nuova amministrazione è stata abile nel far passare la legge critica di macro-stabilità. Con una inflazione in rapida diminuzione e un'economia ancora molto debole, la banca centrale ha tagliato i tassi due volte nel 2016, e dovrebbe accelerare il ritmo dei tagli nel 2017.

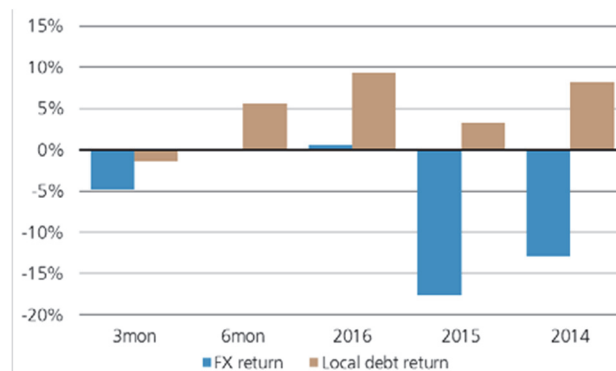
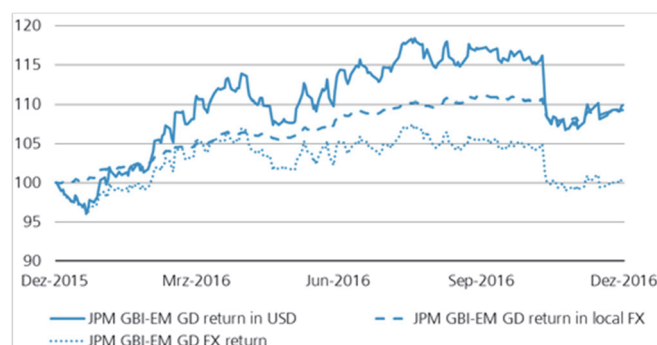
La Colombia ha raggiunto un importante traguardo, passando il trattato di pace e la riforma fiscale. Un'inflazione in calo ha permesso alla banca centrale di iniziare a tagliare i tassi di interesse prima del previsto. La crescita in Argentina e gli aspetti politici si stanno dimostrando più impegnativi del previsto. Il mercato continua a dare a Macri il beneficio del dubbio, ma il prossimo anno sarà difficile con le elezioni di medio termine, la mancanza di crescita e le dimensioni del fabbisogno di finanziamento esterno.

Passando alla regione EMEA, ad eccezione della Russia, sono presenti fragilità politiche ed economiche in Turchia e Sud Africa. I mercati locali turchi hanno continuato ad essere in difficoltà, dal momento che il governo privilegia la crescita rispetto ad una

riduzione degli squilibri esterni. Il referendum volto a trasformare la Turchia in una repubblica presidenziale previsto per aprile potrebbe essere un punto di svolta fondamentale per il paese. Riteniamo che gli spread rispetto ai titoli di stato americani offrano maggior valore dei rendimenti in valuta locale per la Turchia nel primo trimestre del 2017. I mercati locali sudafricani dovrebbero essere meno volatili, dal momento che la lotta all'interno dell'ANC ha raggiunto una situazione di stallo. Nel frattempo, l'inflazione dovrebbe essere in calo quest'anno, permettendo alla Banca Centrale (SARB) di tagliare i tassi.

Le valute asiatiche dei paesi con bassi rendimenti sono state più sensibili alla forza del dollaro, ed è probabile che proseguano il trend di indebolimento. Nonostante i surplus delle partite correnti in paesi quali Corea, Taiwan e Singapore, i deflussi di capitale stanno guidando la debolezza delle valute. Inoltre, le autorità cinesi hanno adottato un tasso di cambio stabile per il renminbi nei confronti di un paniere di valute dal luglio 2016, alimentando aspettative di un indebolimento del cambio renminbi / dollaro USA. L'Indonesia e l'India dovrebbero essere meno colpite e offrono anche rendimenti più elevati.

#### Le valute locali sono più sensibili alla debolezza economica e politica

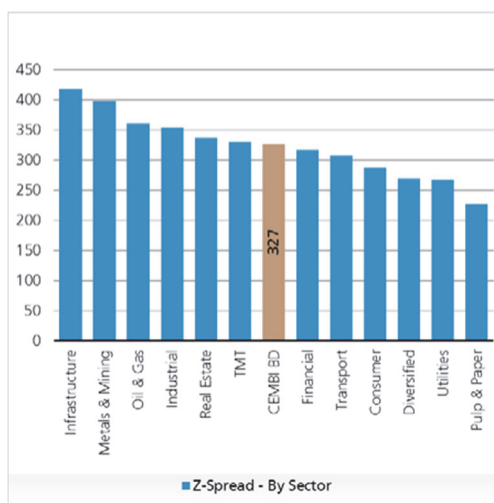
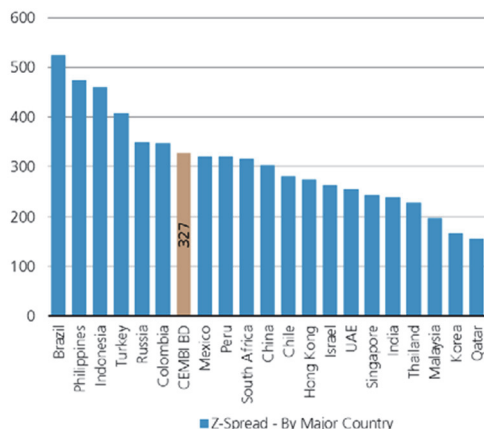


Source: JP Morgan, UBS Asset Management  
Data as of end-December 2016, rebalanced to 100 as of end-December 2015

#### Obbligazioni Corporate: maggior rendimento con minore duration

Le obbligazioni corporate dei paesi emergenti hanno ampiamente sovraperformato le obbligazioni sovereign e quasi-sovereign nel quarto trimestre del 2016, anche grazie al minor rischio in termini di duration, visto il contesto di salita dei rendimenti.

**Opportunità nelle obbligazioni corporate per paesi e settori**  
(spread in basis points)



Source: Bloomberg Plc.  
Data as of end-December 2016

Nel 2017, le prospettive delle obbligazioni corporate dei paesi emergenti continuano ad essere positive, ma sempre con crescente incertezza relativa alle politiche statunitensi e alla prosecuzione di politiche monetarie accomodanti a livello globale. I fondamentali delle società continuano a riflettere un miglioramento delle prospettive di crescita globale, e le migliori metriche in termini di leva e redditività si traducono in un minor numero di downgrade e default previsti per il 2017 (i default previsti per le società high yield dei paesi emergenti dovrebbero scendere al 3% nel 2017 da circa 5% nel 2016, in base alle stime di Standard & Poor).

Dopo l'ottima performance del 2016, nel corso del 2017 sarà di fondamentale importanza essere selettivi e non solo esporsi al beta di mercato tramite l'indice. I fattori tecnici dovrebbero continuare ad essere positivi, visto il contesto di continua ricerca di rendimenti.

Privilegiamo il debito subordinato di emittenti bancari di elevata qualità, i crediti in Brasile e Messico e le banche Turche. Pensiamo di ridurre il sottopeso nei paesi della regione APAC a basso beta, perché risultano particolarmente interessanti in un contesto di elevata volatilità.

Siamo più cauti sui crediti cinesi, visto il rallentamento dell'attività economica e i livelli elevati di leva finanziaria. Preferiamo le imprese statali in Cina, vista l'importanza sistemica, soprattutto di quelle legate all'energia.

Nel complesso, le prospettive di performance nel 2017 dipenderanno dalla crescita e dal commercio globali, dalla politica monetaria e dai tassi in US e dalla stabilità dei prezzi delle materie prime.



# La risposta alle vostre sfide d'investimento

Facciamo leva sull'ampiezza e la profondità delle nostre competenze e della nostra presenza globale per trasformare le sfide in opportunità. Insieme aiutiamo i clienti a trovare le soluzioni che cercano.

Con UBS Asset Management puoi contare su un approccio integrato basato su:



## **Idee e investimenti d'eccellenza**

I nostri team hanno punti di vista e filosofie differenti, ma un obiettivo comune: offrirvi le migliori idee e una performance d'investimento superiore.



## **Prospettiva integrata**

Le nostre profonde competenze e la loro vasta portata ci permettono di dare vita a un dibattito più attivo e approfondito, con l'obiettivo di aiutarvi a prendere decisioni approfondite.



## **Presenza sui mercati**

Grazie alla nostra portata geografica, possiamo raggiungere le aree d'investimento che vi interessano di più. È questo che ci distingue: siamo presenti in tutto il mondo, ma ci trovate anche sul vostro territorio insieme a voi.



## **Approccio orientato alle soluzioni**

Lavoriamo per darvi le risposte che vi servono e questo obiettivo definisce il nostro approccio. Sfruttiamo appieno le nostre competenze e gli spunti interni per fornirvi la soluzione giusta per voi.

Le opinioni qui espresse, se non diversamente specificato, sono aggiornati alla data di pubblicazione del presente documento e sono da intendersi come una guida indicativa alle opinioni di UBS Asset Management. **Il presente documento non sostituisce la documentazione relativa ai portafogli ed i documenti di offerta dei fondi eventualmente citati.** I commenti sono formulati a livello macroeconomico o strategico e non si riferiscono quindi a fondi d'investimento registrati o di altra natura. Questa pubblicazione è riservata ai clienti e alle affiliate di UBS Asset Management, non ne è consentito l'uso e la distribuzione da parte di terzi e ne è vietata la riproduzione, anche parziale, senza previa autorizzazione scritta di UBS Asset Management. Benché sia stata prestata attenzione all'esattezza dei contenuti, si declina qualsiasi responsabilità per eventuali errori od omissioni. Si prega di notare che le performance del passato non sono indicative degli andamenti futuri. Laddove c'è la probabilità di realizzare un guadagno, esiste sempre la possibilità di subire una perdita. Il valore degli investimenti e i proventi da essi derivanti possono aumentare o diminuire e gli investitori possono non ottenere il rimborso del capitale originariamente investito. Il presente documento è una comunicazione di marketing. I pareri espressi in materia di mercati o investimenti non devono essere considerati alla stregua di una ricerca d'investimento. Inoltre, il documento non è stato redatto in conformità alle normative vigenti in nessuna giurisdizione allo scopo di promuovere una ricerca d'investimento indipendente e non è soggetto ad alcun divieto in materia di negoziazione prima della divulgazione della ricerca d'investimento. Tale documento non è stato scritto per essere distribuito né va inteso come una raccomandazione di acquisto o vendita di un titolo o un fondo specifico. Le informazioni e le opinioni in esso contenute sono state raccolte o elaborate in base a dati provenienti da fonti ritenute affidabili e in buona fede. Tutte le informazioni e le opinioni ivi riportate sono soggette a modifiche senza preavviso. Alcune osservazioni formulate in questo documento si basano sulle attese attuali e sono da considerarsi «affermazioni prospettiche». Tuttavia, i risultati effettivi potrebbero discostarsi dalle nostre aspettative. I pareri espressi riflettono il miglior discernimento di UBS Asset Management alla data di redazione del presente documento e si declina qualsiasi responsabilità in merito all'obbligo di aggiornare o modificare tali affermazioni prospettiche alla luce di nuovi dati, eventi futuri o elementi di altra natura. Inoltre, tali opinioni non intendono prevedere o garantire la performance futura di singoli titoli, categorie di attivi o dei mercati in generale, tantomeno di conti, portafogli o fondi di **UBS Asset Management**.

© UBS 2017. Il simbolo delle chiavi e UBS sono fra i marchi protetti di UBS. Tutti i diritti riservati.

