

Crisi economica e rischio politico in Argentina. Via d'uscita o opportunità?



Sosi VARTANESYAN
Senior Economist, Ph.D.



Abbas AMELI-RENANI
Portfolio Manager,
Emerging Markets Debt



Sergei STRIGO
Co-Head of Emerging
Markets Debt

“L'Argentina sta attraversando una fase di crisi economica, il governo e la banca centrale stanno agendo in modo appropriato nel tentativo di ridurre il deficit fiscale e di stabilizzare la valuta.”

- **Situazione economica in Argentina:** l'economia sta affrontando una grave stagflazione. Le politiche monetarie e fiscali sono estremamente restrittive, la fiducia dei consumatori e degli investitori è bassa e l'inflazione è molto alta, favorita dall'indicizzazione dei salari. Pur ritenendo appropriato il mix di politiche fiscali e monetarie, date le sfide macroeconomiche in atto in Argentina, queste misure potrebbero non essere in grado di stabilizzare l'economia prima delle elezioni.
- **Elezioni chiave in programma ad ottobre:** il difficile contesto economico sta pesando sulla popolarità del presidente Macri e sulle sue possibilità di rielezione. Gli indici di gradimento del presidente in carica sono crollati negli ultimi dodici mesi e quelli contrari a Cristina Kirchner sono diminuiti. I dati dei sondaggi sul presidente in carica sono ora peggiori rispetto a quelli di Kirchner. Detto questo, il contesto politico rimane fluido, tanto più che l'elenco finale dei candidati potrebbe non essere noto fino al 22 giugno.
- **Prospettive di investimento in Argentina:** i prezzi delle attività finanziarie hanno reagito in modo molto negativo nell'ultimo mese con l'aumento delle possibilità che Cristina Kirchner torni al potere. In caso di vittoria di Kirchner la direzione che prenderebbe il Paese sarebbe probabilmente quella della ristrutturazione del debito, del controllo dei prezzi e della re-imposizione dei controlli sui movimenti di capitale. Riteniamo che le valutazioni delle attività finanziarie argentine scontino ampiamente uno scenario di vittoria di Kirchner rispetto alla probabilità da noi attribuita a questo evento. Manteniamo pertanto la nostra esposizione ad attività finanziarie in valuta forte in Argentina.
- **Lieve effetto contagio:** il commercio diretto e i collegamenti finanziari dell'Argentina con i principali paesi emergenti sono relativamente bassi. I legami economici più forti sono con il Brasile, dove potrebbe esserci un impatto negativo in caso di estremo deterioramento. Inoltre, è probabile che un impatto sui mercati emergenti potrebbe derivare da aggiustamenti di portafoglio: gli attivi argentini sono detenuti da molti gestori globali. In caso di marcato deterioramento della situazione in Argentina, essi potrebbero essere indotti a ridurre il rischio complessivo nei portafogli. Riteniamo tuttavia che gli effetti di contagio siano limitati.
- **Obbligazioni mercati emergenti:** dopo una buona performance delle attività finanziarie emergenti da inizio anno, guidata dalle banche centrali accomodanti e dalla stabilizzazione dei dati provenienti dalla Cina, le valutazioni sono diventate meno interessanti. La crescita globale deve ancora migliorare in modo significativo ed è riemerso il rischio di guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti. Siamo quindi diventati più prudenti e selettivi nelle ultime settimane, anche se manteniamo un orientamento costruttivo, specialmente sul debito in valuta forte.

Qual è l'attuale situazione economica in Argentina e in che modo le autorità di politica economica stanno affrontando la crisi?

L'Argentina è in una profonda recessione e l'inflazione è salita in modo marcato avvicinandosi al 5% su base mensile e a oltre il 50% su base annua. I tassi Leliq (i tassi di finanziamento a brevissimo termine – una settimana, di fatto il tasso di riferimento di politica monetaria) si sono avvicinati al 75%. Il governo e la banca centrale stanno agendo in modo appropriato nel tentativo di ridurre il deficit fiscale e stabilizzare il tasso di cambio. La nuova politica della banca centrale di intervento nel mercato valutario attraverso la vendita di dollari statunitensi può contribuire a stabilizzare il peso argentino e quindi a fissare le aspettative di inflazione. Ciononostante, la portata e il periodo dell'intervento rimarranno probabilmente limitati in quanto l'adeguatezza delle riserve argentine è già debole e le riserve sono diminuite nel corso dell'ultimo mese.

Queste misure probabilmente non saranno in grado di stabilizzare l'economia prima delle elezioni, previste per il 27 ottobre.

In che modo l'esito elettorale potrebbe influire sulle attività finanziarie argentine?

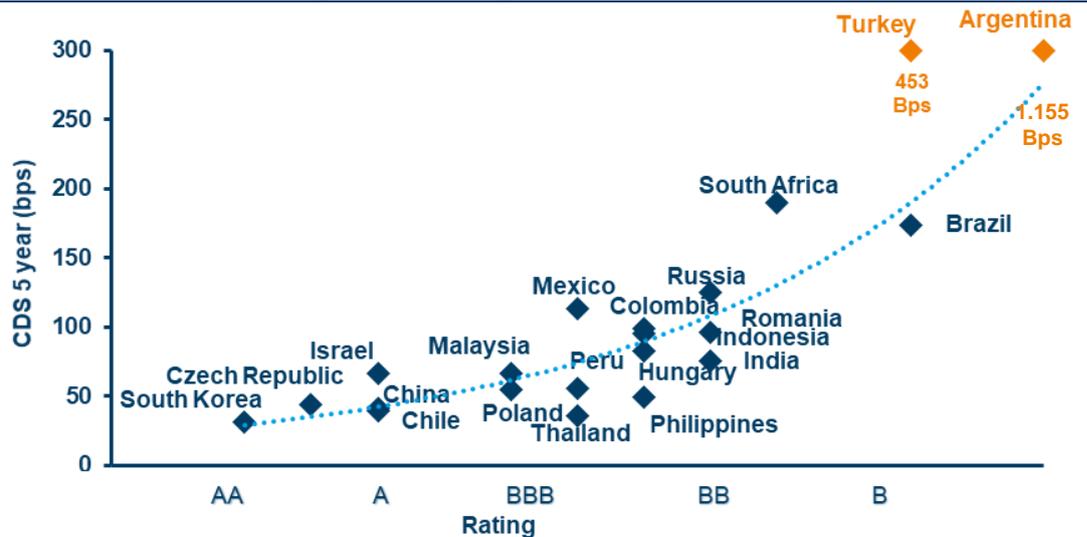
I prezzi delle attività finanziarie hanno reagito in modo molto negativo nell'ultimo mese al crescere della possibilità che Cristina Kirchner torni al potere, in quanto questa eventualità è percepita dal mercato come un ritorno alla ristrutturazione del debito, ai controlli sui prezzi e sui movimenti di capitale. Scenario che verrebbe più probabilmente evitato con esiti elettorali a vantaggio di un rappresentante della coalizione Cambiemos (dell'attuale presidente) o di un esponente peronista moderato. Date le dinamiche macroeconomiche di estrema stagflazione in Argentina, le prospettive di rielezione del presidente Macri sono diventate sempre più improbabili. Nonostante ciò, la vittoria di Kirchner è tutt'altro che sicura, e ciò rappresenta un fattore positivo per l'Argentina. Tuttavia, riconosciamo che i rischi al ribasso rimangono altrettanto forti, soprattutto per quanto riguarda l'economia e le prospettive di un miglioramento del contesto di stagflazione. In questo frangente, riteniamo che le attività finanziarie argentine scontino ampiamente lo scenario di una vittoria di Kirchner, in considerazione delle probabilità che attribuiamo a tale scenario. Manteniamo la nostra preferenza per il debito estero del paese, ma per la prima volta quest'anno vediamo un certo valore nella valuta, anche se possiamo escludere una crisi valutaria che potrebbe verificarsi in un breve periodo di tempo.

“L'attuale situazione economica sta pesando sulla popolarità del presidente Macri, aumentando le possibilità che Cristina Kirchner torni al potere.”

Ritenete possibile il rischio di contagio tra i mercati emergenti se la crisi argentina dovesse peggiorare?

Dubitiamo che ci sia un contagio significativo dall'Argentina agli altri mercati emergenti. Quella argentina è una storia idiosincratca con uno sfortunato passato di iperinflazione e inadempienza che la popolazione ricorda bene. Il commercio diretto e i collegamenti finanziari dell'Argentina con i principali paesi emergenti sono relativamente bassi. I legami economici più forti sono con il Brasile, dove si potrebbe avere un impatto negativo in caso di forte deterioramento della situazione in Argentina. Inoltre, è probabile che un certo impatto sui mercati emergenti derivi da aggiustamenti di portafoglio: le attività finanziarie argentine sono detenute da molti gestori globali. In caso di forte deterioramento della situazione argentina, essi potrebbe essere costretti a ridurre il rischio complessivo nei portafogli. Riteniamo tuttavia che gli effetti di contagio siano nel complesso limitati.

Livelli CDS Mercati Emergenti vs. rating



Fonte: Bloomberg, Amundi. Dati al 30 aprile 2019. Turchia e Argentina sono fuori scala. CDS 5anni sono rispettivamente 453 e 1.155 bps.

“Siamo diventati più prudenti e selettivi nelle ultime settimane, pur mantenendo un orientamento costruttivo, specialmente nei confronti del debito in valuta forte.”

“In questa fase, preferiamo le emissioni in valuta forte rispetto a quelle in valuta locale, tenuto conto del rischio relativo.”

Quali sono i temi chiave nei mercati obbligazionari emergenti per i prossimi mesi?

Il principale fattore di rendimento delle obbligazioni dei mercati emergenti quest'anno è stato il carry e il restringimento degli spread. Gli operatori di mercato stanno ora iniziando a fare dei parallelismi tra l'attuale congiuntura e la sequenza degli eventi del 2018, il che mette sotto pressione il debito dei mercati emergenti. L'assunto di una ri-sincronizzazione della crescita verso l'alto sta mostrando segnali di indebolimento, con gli Stati Uniti potenzialmente in grado di sorprendere nuovamente al rialzo, lasciandosi alle spalle il resto del mondo. Il dollaro USA continua a essere più forte rispetto al consensus e gli sviluppi idiosincratici negativi in Turchia e Argentina hanno influenzato il sentiment per l'asset class in generale. Il confronto con l'anno scorso è corretto, ma riscontriamo notevoli differenze: in assenza dello stimolo fiscale realizzato tramite tagli delle tasse negli Stati Uniti a dicembre 2017, è improbabile che l'economia statunitense sia in grado di disallinearsi dal resto del mondo. Inoltre, consideriamo i livelli delle valutazioni iniziali più attraenti rispetto al 2018, mentre le aspettative di crescita sono già molto basse rispetto alla vigorosa crescita di inizio dello scorso anno. Infine, la Fed è molto lontana dal riprendere gli aumenti dei tassi in questo frangente, a differenza di 12 mesi fa. Questa è la narrativa positiva. D'altra parte, dobbiamo considerare le valutazioni meno interessanti in termini assoluti e il fatto che la disputa commerciale tra Stati Uniti e Cina sia ancora lontana dall'essere risolta. C'è stata una sorta di compiacimento del mercato su una possibile risoluzione e, dopo il forte rally, potremmo assistere nuovamente al riemergere della volatilità sul mercato. Siamo quindi diventati più prudenti e selettivi nelle ultime settimane, pur mantenendo un orientamento costruttivo, specialmente nei confronti del debito in valuta forte.

Dove ricercare opportunità nei mercati obbligazionari emergenti?

La maggior parte della compressione degli spread è alle nostre spalle e prevediamo un leggero ampliamento dello spread sul debito dei mercati emergenti (EMBI), intorno a 380 nei prossimi 12 mesi. Pertanto, riteniamo che gli investitori dovrebbero continuare a favorire questa classe di attivi principalmente per motivi legati al carry. Al momento, preferiamo le emissioni in valuta forte rispetto a quelle in valuta locale tenuto conto del rischio relativo (dato che la valuta è molto volatile). La forza del prezzo del petrolio è stata un altro fattore a favore del debito in valuta forte in quanto vi è un gran numero di paesi emergenti i cui disavanzi fiscali traggono un beneficio significativo dall'aumento dei prezzi del petrolio e quindi hanno minori esigenze di finanziamento esterno. Paesi come l'Ecuador, l'Azerbaijan, la Nigeria e gli stati del Consiglio di cooperazione del Golfo (GCC) sono tra i maggiori beneficiari dell'aumento dei prezzi del petrolio sul fronte del debito estero.

Nell'ambito del debito in valuta locale dei mercati emergenti, siamo più cauti e preferiamo i tassi alle valute. Restiamo positivi sulle prospettive della riforma delle pensioni in Brasile. Siamo meno costruttivi sul credito, sui tassi e sulla valuta indonesiani dopo la decisiva vittoria del presidente Jokowi perché le valutazioni incorporano già la maggior parte di notizie positive. Restiamo cauti sulle valute a basso rendimento in Asia esposte alla crescita della Cina.

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data primo utilizzo: 10 maggio 2019