

Allianz Research

La guerra valutaria inversa mette a rischio i mercati emergenti

La stretta finanziaria, il rallentamento della crescita e l'aumento dell'incertezza stanno creando sfide per i paesi più vulnerabili

29 Settembre 2022



Andreas Jobst
Head of Macroeconomic
and Capital Markets
Research
andreas.jobst@allianz.com

Pablo Espinosa
Investment Strategist
pablo.espinosa-urriel@allianz.com

Manfred Stamer
Senior Economist for
Emerging Europe and the
Middle East
manfred.stamer@allianz-trade.com

Françoise Huang
Senior Economist for Asia
Pacific and Trade
francoise.huang@allianz-trade.com

Roberta Fortes
Senior Economist for
Iberia and Latin America
roberta.fortes@allianz-trade.com

EXECUTIVE SUMMARY

- La Fed statunitense, sempre più aggressiva, ha innescato una "guerra valutaria inversa" mentre le banche centrali restringono la loro posizione più di quanto sarebbe altrimenti necessario se le pressioni inflazionistiche fossero meno universali. La combinazione di condizioni finanziarie globali più restrittive e di una propensione al rischio persistentemente debole favorisce un dollaro USA sostanzialmente più forte, e esercita quindi una crescente pressione su molti paesi dei mercati emergenti (ME) con squilibri esterni insostenibili.
- Undici grandi ME sono a rischio di crisi della bilancia dei pagamenti (BoP): Argentina, Cile, Colombia, Egitto, Ghana, Kenya, Tunisia, Pakistan, Ungheria, Romania e Turchia. Supponendo che una crisi globale della BoP dei mercati emergenti si traduca in forti recessioni in questi 11 mercati, l'impatto diretto sulla crescita del PIL globale potrebbe essere fino a -0,3 punti percentuali, mentre ci possiamo aspettare a conti fatti un contagio limitato ad altri mercati emergenti.
- Sette di questi undici ME – Argentina, Egitto, Ghana, Kenya, Tunisia, Pakistan e Turchia – hanno anche un elevato rischio di default sovrano. Al contrario, Cile, Colombia, Ungheria e Romania affrontano problemi più lievi, per ragioni diverse, e/o hanno ulteriori sostegni, ad esempio l'UE e la BCE per l'Europa orientale. Di conseguenza, non ci aspettiamo che questi paesi vadano in default.
- Tuttavia, significativi rischi al ribasso potrebbero innescare una crisi dei mercati emergenti più ampia: un rallentamento globale più profondo del previsto, la Cina che non riesce a contenere la crisi del debito in corso e le conseguenze che si riversano su altri mercati emergenti o una crisi energetica radicata che mantiene le condizioni finanziarie più rigide o più a lungo. Secondo le nostre stime iniziali, se il tasso sui Fed funds rimane al di sopra del 3,5% (o equivalente al 2,5% per la BCE) per più di un anno, ci aspettiamo che una seconda serie di paesi sia a rischio (tra cui Messico, Sudafrica e Polonia).
- Anche senza alcun aumento del debito in essere, i grandi paesi emergenti hanno più di 75 miliardi di dollari di obbligazioni in valuta forte in scadenza fino alla fine del 2023 che dovranno rifinanziare. Prevediamo un aumento contenuto per il nostro benchmark per gli spread dell'USD dei mercati emergenti, con rischi inclinati al ribasso. Uno shock dovuto a condizioni finanziarie più restrittive (esclusa una crisi finanziaria), aumenterebbe gli spread sovrani dei mercati emergenti e gli spread societari BBB tra 0,65 e 1,25 per il nostro insieme di paesi.

Mercati emergenti bloccati in una "guerra valutaria inversa"

L'orientamento sempre più restrittivo della politica monetaria statunitense ha avuto un effetto di inasprimento fuori misura sul resto del mondo, con i mercati emergenti (ME) maggiormente colpiti. Le banche centrali nella maggior parte dei mercati emergenti hanno iniziato ad alzare i tassi per contrastare gli effetti dell'aumento dei prezzi delle materie prime molto prima che la Fed statunitense si orientasse su una posizione monetaria più restrittiva. Tuttavia, i rialzi dei tassi più aggressivi della Fed negli ultimi tre mesi per combattere un'inflazione più persistente e in espansione hanno amplificato le sfide preesistenti dei mercati emergenti. Questo mese, la Fed ha proceduto con il suo terzo rialzo consecutivo di 75 punti base (al 3,25%) e ha aumentato le sue aspettative per il prossimo anno.

Il rapido aumento dei tassi statunitensi ha portato anche a un considerevole apprezzamento del dollaro, che non solo ha compresso i prestiti denominati in valuta estera nei paesi emergenti, ma ha anche esacerbato l'inflazione aumentando ulteriormente il costo delle materie prime, la maggior parte delle quali tende a essere prezzata in dollari. L'inflazione elevata rende praticamente impossibile per le banche centrali degli EM lasciare che i tassi di cambio riequilibrino gli squilibri esterni a causa dei maggiori deflussi netti di capitale. Al contrario, devono alzare i tassi per limitare l'inflazione importata, con il rischio di inasprire eccessivamente le condizioni di finanziamento. In questa situazione di "guerra valutaria al contrario", la combinazione di divergenza di politica monetaria e persistente debolezza del sentimento del rischio favorisce un dollaro USA sostanzialmente più forte ed esercita una pressione crescente sui paesi emergenti, che si vedono costretti a prendere misure politiche più serie, come l'intervento sui mercati valutari (o addirittura l'imposizione di controlli sui capitali).¹

Spazio limitato per una politica fiscale e monetaria di sostegno negli EMDE (Emerging Markets and Developing Economies) con la decelerazione della crescita globale

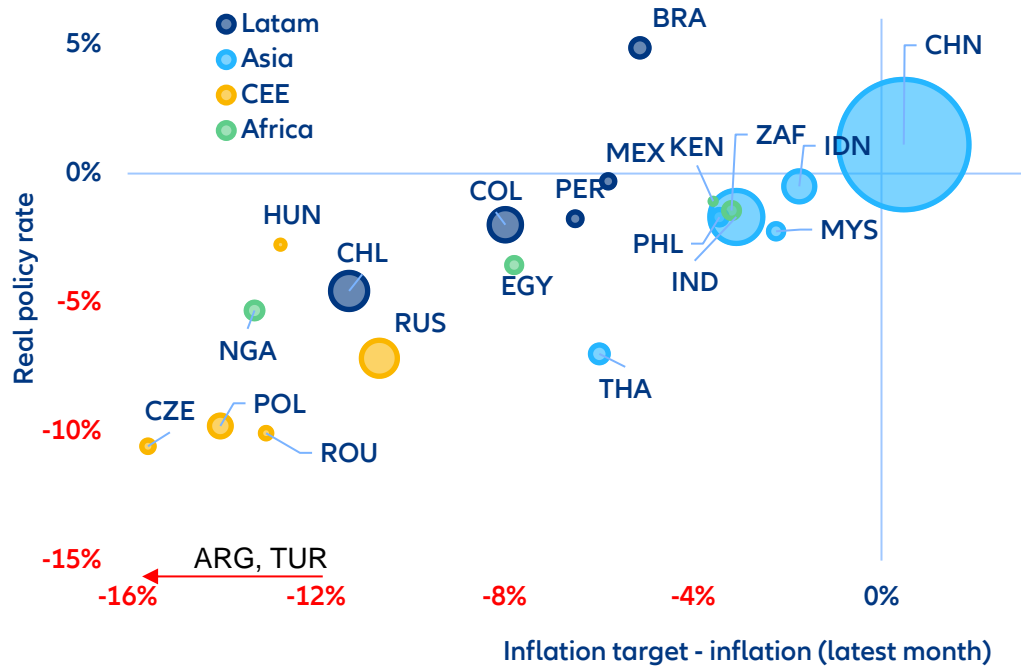
La maggior parte dei mercati emergenti si appoggia alla politica monetaria per affrontare le pressioni inflazionistiche, che ora dovrebbero raggiungere il picco all'inizio del 2023, poiché lo shock energetico globale si è intensificato durante l'estate. Inoltre, la traiettoria dopo il picco si aggiusterà più gradualmente di quanto previsto in precedenza. Lo spazio per la politica fiscale rimane limitato, in quanto le finanze pubbliche sono ancora tese a causa delle misure attuate durante la crisi di Covid-19. Pertanto, le banche centrali dovranno per lo più fare il loro dovere. Tuttavia, in alcuni Paesi si è manifestata una certa stanchezza da rialzo, poiché l'effetto diretto di ulteriori rialzi dei tassi sull'inflazione appare limitato nel contesto dello shock energetico globale. Se il rischio di malcontento sociale è elevato, le autorità potrebbero astenersi dall'effettuare rialzi aggressivi.

Ci sono anche differenze regionali. I maggiori aumenti dei tassi d'interesse sono attesi nell'Europa emergente, dove prevalgono i tassi reali più negativi, dato che l'inflazione è salita a due cifre. Seguono l'America Latina (dove le banche centrali sono state finora più aggressive) e l'Africa (dove i tassi di interesse erano generalmente più alti prima della crisi energetica). L'Asia emergente continuerà a subire minori pressioni al rialzo dei tassi, poiché l'inflazione è rimasta per lo più a una sola cifra. In Medio Oriente la politica monetaria segue per lo più quella della Fed, a causa degli ancoraggi valutari prevalenti. A partire dalla metà del 2023, si prevede che i Paesi emergenti inizieranno un graduale allentamento monetario. I paesi del Medio Oriente e dell'Asia saranno i primi a farlo, seguiti da quelli dell'America Latina. Le banche

¹ Tuttavia, gli interventi sui cambi attraverso la vendita di attività liquide denominate in dollari (come i Treasury) contribuiranno a far salire ulteriormente i tassi statunitensi e, in ultima analisi, ad amplificare ulteriormente le pressioni di deprezzamento.

centrali dell'Europa emergente e dell'Africa, dove si prevede che l'inflazione sia più persistente che altrove, rimarranno indietro.

Figura 1. Tassi di interesse reali negativi nei mercati emergenti



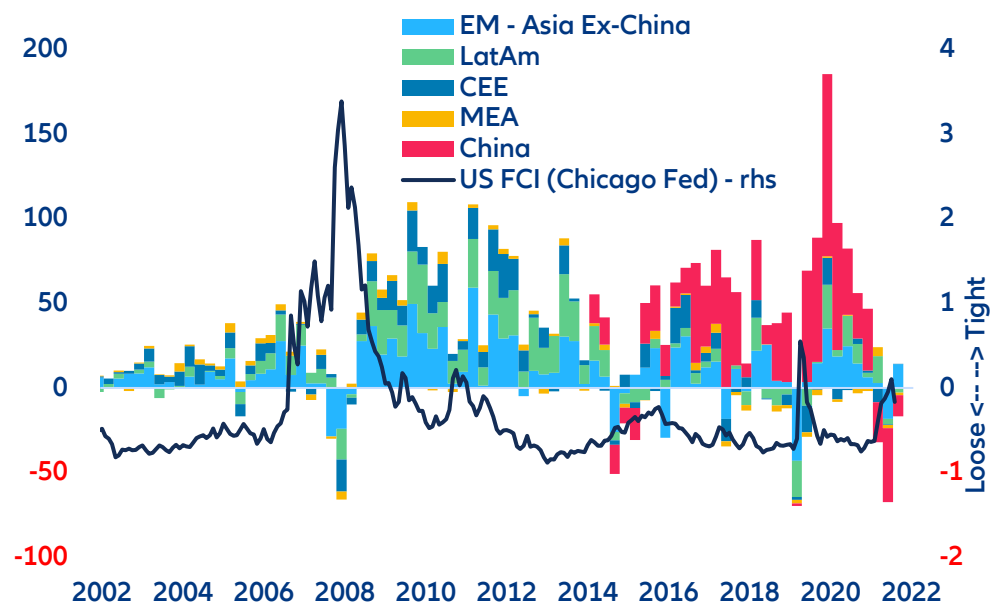
Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Molte economie in via di sviluppo non hanno un obiettivo di inflazione, comprese quelle con un tasso di cambio ancorato al dollaro USA, come i paesi del Golfo. Le bolle indicavano la dimensione relativa in termini di PIL.

Tuttavia, non tutti i ME stanno inasprendo le condizioni di finanziamento. Ci sono tre grandi paesi in cui il tasso di riferimento effettivo è ora inferiore a quello che era all'inizio dell'anno: (i) la Cina, che ha più spazio a causa della minore inflazione, ha allentato la politica monetaria per diminuire gli effetti della crisi del debito. (ii) la Turchia, che da quando il presidente Erdogan ha aumentato la sua influenza sulla banca centrale, ha esteso la sua politica monetaria non ortodossa nonostante l'inflazione dilagante e il deprezzamento della lira. Infine, (iii) la Russia, dove la banca centrale, dopo un rapido intervento per evitare corse agli sportelli e il deprezzamento del RUB, è passata a un allentamento della politica monetaria che può sostenere l'economia una volta garantiti gli obiettivi iniziali.

La guerra in Ucraina ha ulteriormente spinto i flussi verso l'USD. Soprattutto dall'inizio della guerra in Ucraina, le turbolenze nel mercato delle materie prime (prezzate in USD), le preoccupazioni geopolitiche e il conseguente impatto sull'inflazione globale hanno spinto l'USD ai massimi storici. Allo stesso tempo, questo ha aumentato la pressione sulla Fed, un problema doppiamente impegnativo per gli EMDE. Per il momento, gli esportatori di materie prime hanno evitato la correzione, mentre le valute asiatiche e dell'Europa orientale hanno sofferto di più a causa dell'allargamento del differenziale dei tassi di interesse (questi paesi non hanno avuto le stesse pressioni inflazionistiche e quindi hanno optato per una politica dei tassi di interesse meno aggressiva). Anche le valute dell'Europa orientale stanno soffrendo a causa dei problemi

strutturali che la guerra ha creato in Europa (l'EUR stesso ha perso quasi il 15% contro l'USD e rimane al di sotto della parità).²

Figura 2. Flussi di portafoglio da/verso i mercati emergenti (miliardi di USD).

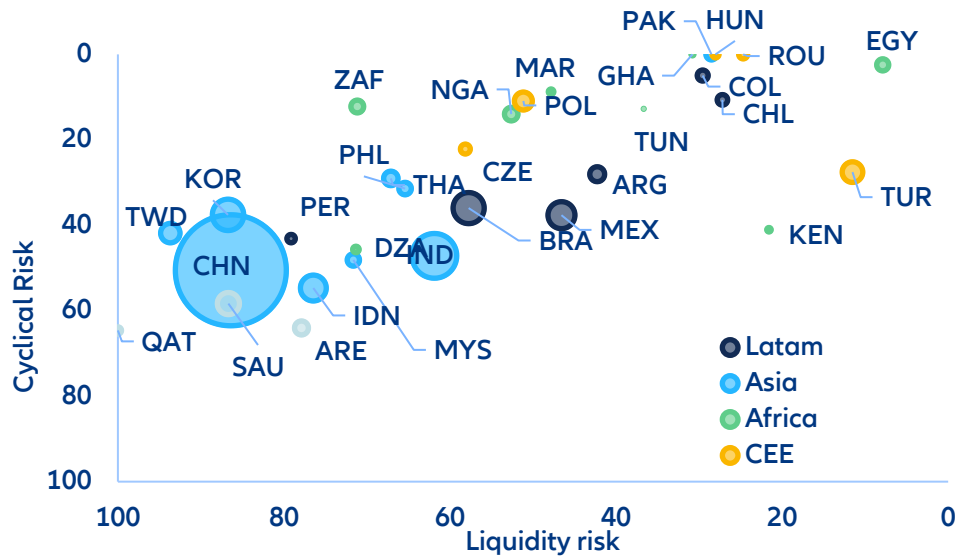


Fonti: IIF, Refinitiv, Allianz Research. Note: i) Il sottocampione comprende tutti i paesi per i quali l'IIF riporta questi dati. ii) Dati mensili aggregati per trimestri. iii) Diversi paesi segnalano ritardi diversi, il che significa che gli ultimi aggregati regionali cambieranno.

Mentre i paesi hanno gradualmente migliorato le loro posizioni esterne e costruito riserve politiche nel tempo, ci sono diversi (grandi) ME che sono diventati altamente vulnerabili a condizioni di finanziamento più restrittive. Valutando la liquidità e i rischi ciclici, identifichiamo alcuni paesi dell'Europa emergente (Ungheria, Romania e Turchia), dell'Africa (Egitto, Ghana, Kenya e Tunisia), del Pakistan in Asia e, in misura minore, dell'America Latina (Argentina, Colombia e Cile). In questi paesi, il ciclo di restringimento globale potrebbe causare periodi di stress in termini di gravi deflussi di capitali e potenziali crisi della BdP, soprattutto se non vengono adottate le giuste misure di controbilanciamento (Figura 3). Mentre queste metriche si riferiscono all'economia del paese e non al settore pubblico in particolare, le tensioni saranno trasmesse alle finanze pubbliche, e sproporzionatamente di più in quelle con un rischio sovrano più elevato. Dall'altra parte dello spettro, troviamo i paesi asiatici, anche se in deterioramento rispetto a tre mesi fa. Anche i paesi del Golfo – che hanno beneficiato degli eventi (prezzi elevati, volatilità, sanzioni alla Russia) nei mercati delle materie prime energetiche – si trovano in una situazione migliore. Se le condizioni finanziarie globali dovessero rimanere più strette più a lungo, i rischi in questi paesi diventerebbero acuti e potrebbero diffondersi a una seconda serie di paesi (tra cui Messico, Sudafrica e Polonia). La nostra analisi mostra che un anno di tassi di interesse superiori al 3,5% negli Stati Uniti e al 2,5% nell'Eurozona sarebbe sufficiente per innescare una situazione del genere..

² In effetti, all'ultima Assemblea Generale delle Nazioni Unite, diversi rappresentanti dei Paesi EM hanno sottolineato che l'impatto della politica monetaria statunitense sta limitando la loro capacità di sostenere le sanzioni occidentali contro la Russia (ad esempio, il recente passaggio a flussi netti negativi di capitali in uscita).

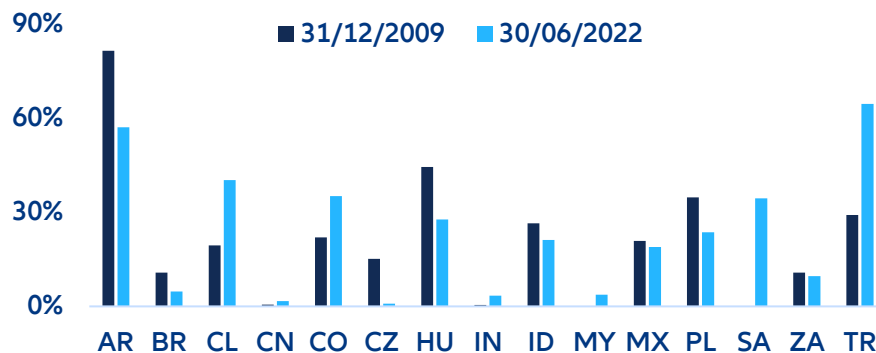
Figura 3. Vulnerabilità dei paesi emergenti alla stretta finanziaria globale



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Le bolle indicavano la dimensione relativa in termini di PIL. Rischi maggiori corrispondono a valori più vicini a 0.

Tuttavia, ci sono alcuni segnali che i Mes sono più resilienti oggi di quanto non lo fossero durante le precedenti crisi del debito negli anni 1980 e 1990 a causa dei tassi di cambio fluttuanti, di un ruolo più ampio (e dello sviluppo) del mercato del debito locale (in valuta) e del loro precoce inasprimento della politica monetaria. I forti ancoraggi esistenti negli anni 1980 sono stati uno dei motivi che hanno ritardato il graduale ribilanciamento esterno attraverso il tasso di cambio. Durante le passate crisi della BdP nei mercati emergenti, le banche centrali hanno prosciugato le loro riserve valutarie per difendere i tassi di cambio insostenibili, ampliando il differenziale tra i tassi di cambio effettivi nominali e reali. Ciò alla fine ha portato a un brusco ed estremo calo delle valute dei paesi, che a sua volta ha portato a un'inflazione e a un default ancora più elevati. Al giorno d'oggi, anche se i paesi intervengono nei mercati valutari, le loro valute rimangono fluttuanti, consentendo un graduale aggiustamento del costo relativo delle importazioni / esportazioni e riducendo le pressioni sulle banche centrali. D'altra parte, più le importazioni sono cruciali per il funzionamento dei paesi (ad esempio cibo e petrolio), più doloroso è l'aggiustamento e maggiore è la pressione che aggiunge ai responsabili politici per cercare di intervenire sul calo del cambio.

Figura 4. Quota di valuta forte in % del debito sovrano totale, rispetto agli anni 2009.

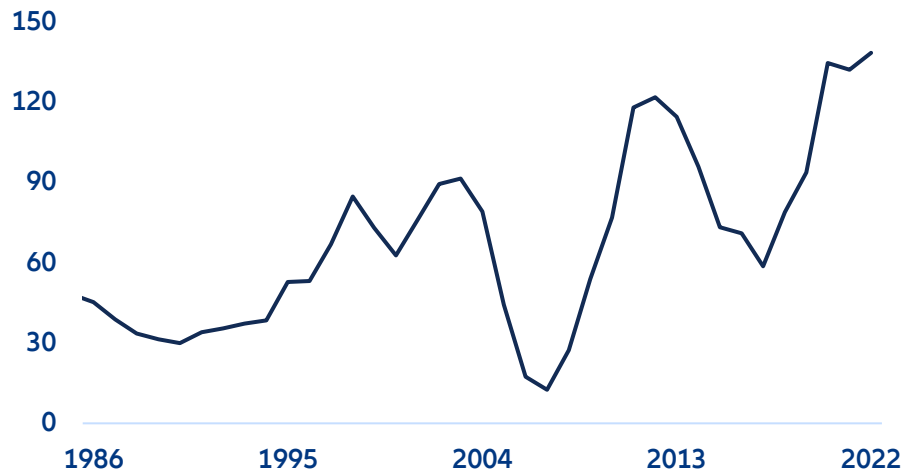


Fonti: IIF, Allianz Research.

Così come i rischi di crisi della BoP sono aumentati, così sono aumentati i rischi di default sovrani

Le istituzioni finanziarie internazionali hanno aumentato il loro sostegno ai mercati emergenti. Mentre alcuni paesi emergenti hanno cercato aiuto dalla Cina come grande creditore esterno, il FMI rimane il principale prestatore di crisi. Quest'anno, i prestiti del FMI ai paesi vulnerabili hanno raggiunto un nuovo record di oltre 130 miliardi di dollari di prestiti erogati finora.

Figura 5. Prestiti del FMI negli ultimi 40 anni. Prestiti erogati in miliardi di USD.



Fonti: FMI, Allianz Research. Il valore per il 2022 tiene conto solo dei primi otto mesi dell'anno.

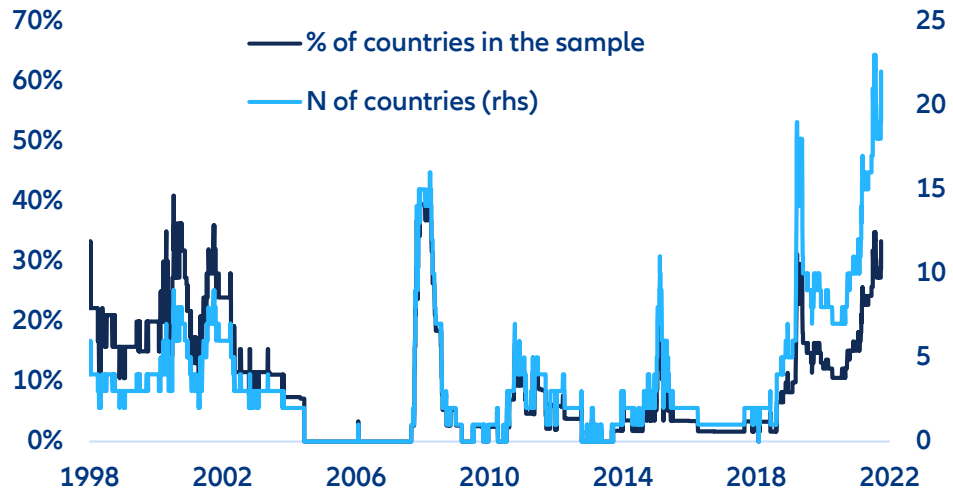
Liquidità a breve termine vs solvibilità a medio termine. Poco dopo l'inizio della guerra, la combinazione dell'impennata dei prezzi delle materie prime e dell'aumento dei deflussi di capitali ha rivendicato il suo primo default: lo Sri Lanka. Sebbene la rilevanza dello Sri Lanka nel mercato globale del debito sia piccola, è servita come campanello d'allarme per l'ampliamento del rischio di default dei mercati emergenti. Quello che è stato allora il picco di un problema di liquidità per gli importatori di materie prime³ potrebbe trasformarsi in un problema di sostenibilità del debito se la situazione non migliorasse. Ad eccezione di Argentina, Pakistan, Egitto e Turchia, che presentano un rischio di default significativo, non prevediamo un'ondata di default tra i grandi mercati emergenti nel corso del prossimo anno. Tuttavia, non si può escludere un'ondata di default tra le economie in via di sviluppo, con El Salvador, Etiopia, Ghana, Kenya, Malawi, Mozambico e Tunisia che sono i più a rischio. Inoltre, dato il fragile contesto che i mercati emergenti continueranno ad affrontare nel 2023, un deterioramento rispetto alle nostre aspettative di base aumenta il rischio di insolvenza dei quattro grandi mercati emergenti sopra menzionati e potrebbe aumentare i default dei paesi emergenti più piccoli, in particolare in Africa. Tale deterioramento potrebbe essere innescato da diversi fattori scatenanti, ad esempio dalla recessione globale che si è rivelata peggiore del previsto, dalla Cina che non riesce a contenere la crisi del debito o dalle banche centrali delle economie avanzate che devono mantenere tassi elevati più a lungo..

Il fatto che i Treasury statunitensi a 2 anni siano scambiati a un rendimento del 4% ha enormi ripercussioni sul finanziamento del debito dei PME. Per il momento, i rendimenti e gli spread

³ Anche i paesi più grandi hanno dovuto chiedere un sostegno supplementare, ad esempio l'Egitto ha svalutato l'EGP e ha rinegoziato l'aiuto finanziario con il FMI.

delle obbligazioni esistenti sono aumentati nei mercati emergenti più grandi e sono saliti alle stelle nei DE (la Figura 6 mostra come il numero di paesi con spread sovrani superiori a 1.000 pb sia il più grande della serie temporale). Tuttavia, dato che il debito delle DE è più illiquido ed è solo marginale negli indici di riferimento globali, la nostra analisi si concentra di seguito su un sottoinsieme costituito dai più grandi MERCATI emergenti.

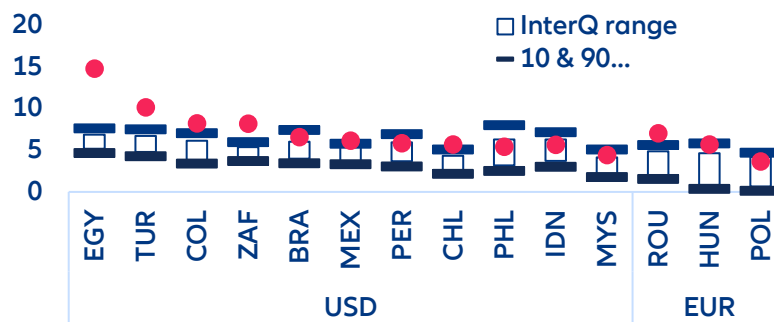
Figura 6. EMDE Spread sovrani USD scambiati sopra i 1000 pb, secondo gli indici JPM.



Fonti: Bloomberg, Allianz Research. Una visione dettagliata degli spread sovrani è disponibile nell'allegato I; è importante sottolineare che, oltre all'Argentina e all'Egitto, nessun altro grande paese emergente ha superato questa soglia.

Sebbene lo stress possa non sembrare così alto se ci concentriamo solo a livelli di indice, la realtà sottostante è tutt'altro che calma. La predominanza degli esportatori di petrolio distorce leggermente gli indici in valuta forte dati gli sviluppi nei mercati dell'energia, e il peso crescente dell'Asia – ancora più robusto, in particolare le maggiori economie – complica i confronti tra diversi punti nel tempo. Tuttavia, il forte aumento dei rendimenti li ha portati ai livelli più alti dal 2009, riflettendo i maggiori rischi. Lasciando da parte i paesi del GCC, dove le entrate da combustibili fossili (e i divieti parziali sulle materie prime russe) hanno migliorato le prospettive, la situazione è peggiorata in modo significativo. I rendimenti delle obbligazioni in valuta forte sono già alla tranche superiore della distribuzione degli ultimi 20 anni (Figura 7), ad eccezione di alcuni paesi asiatici.

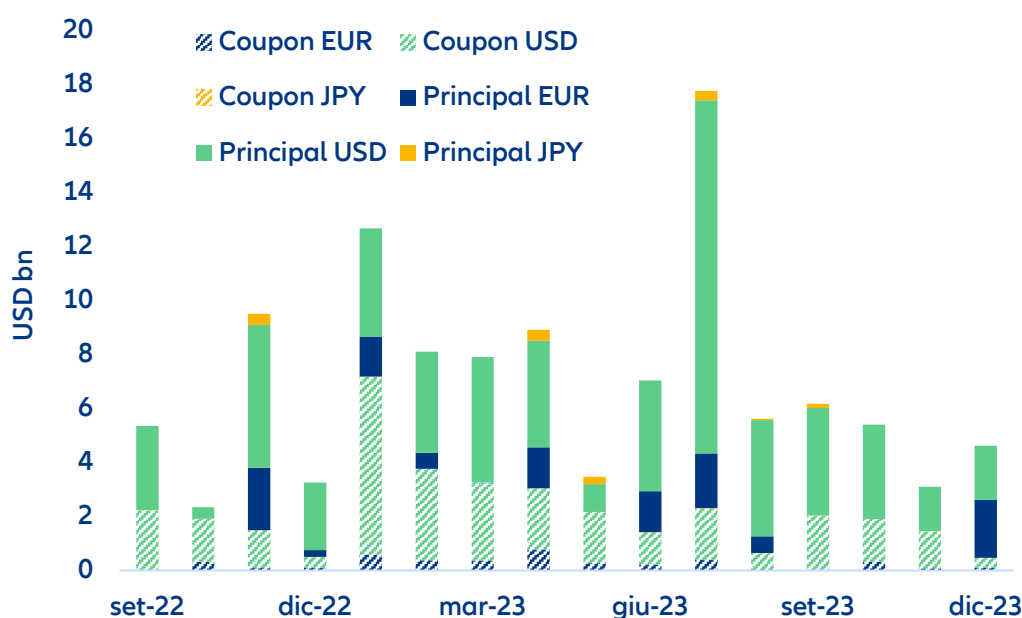
Figura 7. Rendimenti attuali (%) delle obbligazioni sovrane dei principali mercati emergenti rispetto alla distribuzione giornaliera dal 2003. Ex Medio Oriente.



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Molti ME hanno posticipato l'emissione del debito poiché il costo dell'emissione di nuovo debito sta diventando proibitivo. Sfruttare il mercato locale (dove c'è ancora una certa richiesta), abbreviare il profilo di scadenza o testare nuovi mercati (emissioni in EUR o, in misura minore, JPY, GBP o CNY) potrebbero essere soluzioni che consentirebbero ai paesi di far fronte al ciclo attuale. I paesi in cui i rendimenti non sono aumentati a livelli insostenibili hanno anche un margine di manovra più ampio. Tuttavia, i mercati emergenti più grandi devono affrontare obbligazioni in valuta forte per un valore superiore a 75 miliardi di dollari in scadenza entro la fine del 2023 (figura 8). Di questi, un'analisi degli importi in scadenza, della capacità di pagamento e delle recenti sollecitazioni suggerisce che Argentina, Turchia e Pakistan sarebbero i punti deboli nel 2023, in termini di come il programma del debito si adatta al ciclo finanziario globale..

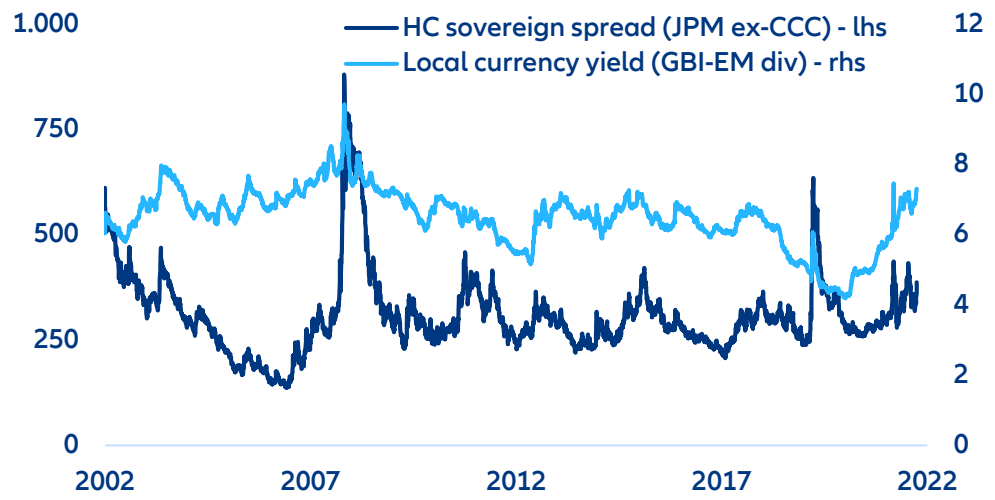
Figura 8. Programma di rimborso (cedola e scadenza) del debito denominato in valuta estera per i mercati emergenti più grandi.



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Il programma comprende il debito di sei paesi dell'America Latina, sei in Asia, cinque in Europa emergente e cinque in Africa. Non include alcun paese con ancoraggio ufficiale all'USD / EUR.

Prevediamo un aumento contenuto per il nostro benchmark per gli spread in USD dei mercati emergenti, anche se riconosciamo che i rischi di ribasso sono significativi. Se lo shock dovesse derivare unicamente da un inasprimento delle condizioni finanziarie (escludendo eventi estremi come un altro GFC), troviamo una sensibilità alle variazioni degli spread EM e degli spread delle società BBB compresa tra 0,65 e 1,25 per il nostro insieme di Paesi. Altri shock importanti potrebbero derivare da una riduzione del prezzo del petrolio, dato che anche il trasferimento agli spread sovrani degli esportatori di materie prime è piuttosto significativo - una sensibilità di circa -0,8 tra l'aumento del prezzo del barile (USD/bbl) e l'ampliamento degli spread sovrani (bps). In uno scenario negativo, gli spread EM potrebbero temporaneamente raggiungere livelli superiori a 600 pb, come già accaduto in passato.

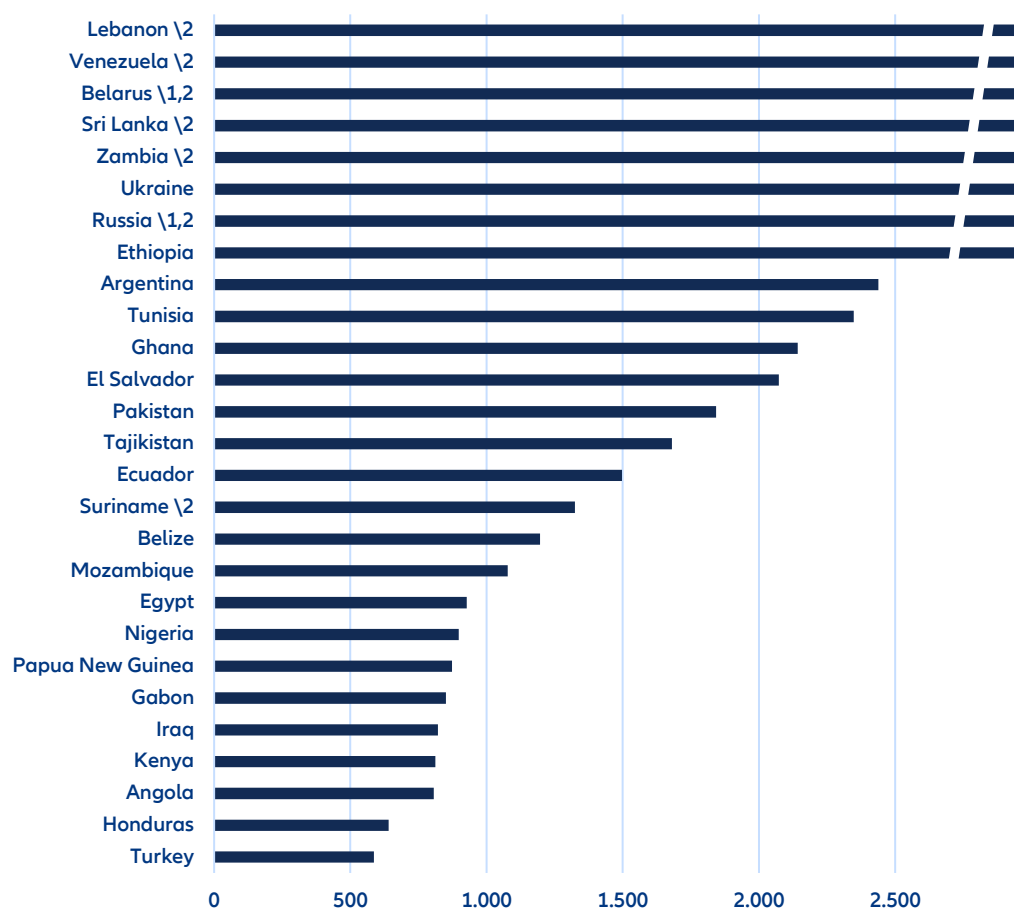
Figura 9. Evoluzione dei principali indici sovrani dei mercati emergenti dagli anni 2000



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Allegato I. Selezione dei paesi con i maggiori spread sovrani

Figura AI.1. Sottoselezione dei paesi con i maggiori spread.



Fonti: Refinitiv, JPM, Allianz Research. Note: \1 La Russia e la Bielorussia sono state escluse dagli indici JPM, i valori mostrati sono gli ultimi riportati; in ogni caso entrambi sono già in default. \2 Paesi attualmente in impostazione predefinita. L'Ucraina è stata declassata a default selettivo, ma è stata poi aggiornata dopo che il paese ha raggiunto un accordo con i creditori per ritardare i pagamenti del debito.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes.