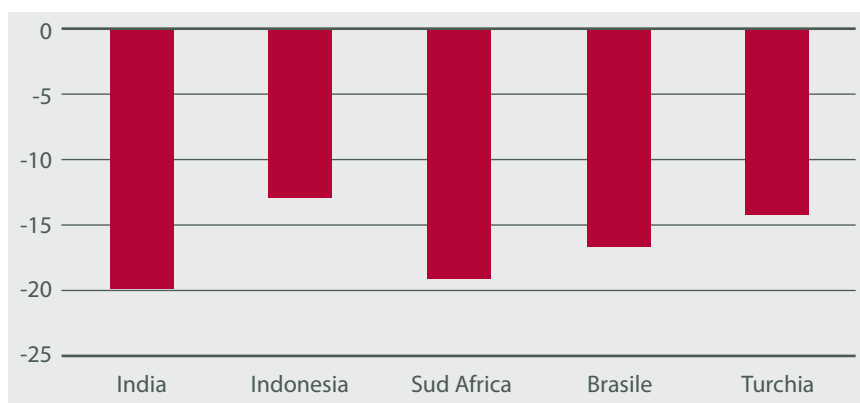


Un'estate calda per i paesi emergenti

A partire da metà maggio sono andate aumentando le tensioni sui mercati dei capitali internazionali. Le valute di 5 grandi economie (India, Turchia, Sudafrica, Brasile e Indonesia) hanno subito pressioni al ribasso che hanno comportato deprezzamenti nell'ordine del 15-20% da inizio anno.

Figura 1: svalutazione del tasso di cambio rispetto al dollaro statunitense (var. % gennaio-agosto 2013)



Fonte: Datastream

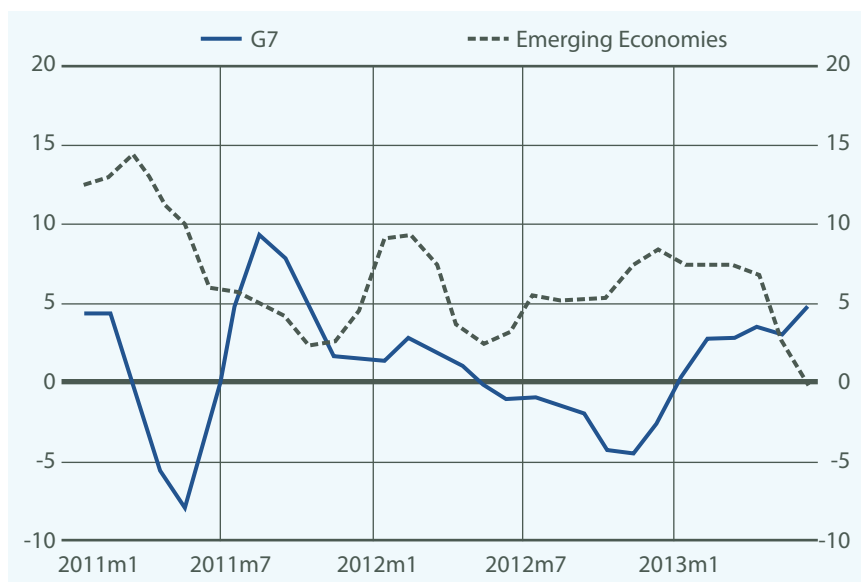
Alla base di questi deprezzamenti sta un riaggiustamento nel flusso dei capitali internazionali che ha provocato un aumento dei movimenti in uscita dai mercati emergenti. Cosa c'è dietro questi movimenti? Essenzialmente due fenomeni:

- La riduzione del gap di crescita tra paesi avanzati e paesi emergenti;
- L'annuncio di una revisione della politica iper-espansiva della Federal Reserve negli Stati Uniti.

Le dinamiche di crescita globali

Nel corso degli ultimi mesi si è andata accentuando la ripresa economica negli USA, in Giappone e in UK, mentre segnali positivi giungono anche dall'area Euro; al contrario, alcuni fra i principali paesi emergenti mostrano un trend di crescita reale in rallentamento; tale dinamica non deve sorprenderci: trattandosi di paesi che nell'ultimo decennio hanno fatto registrare tassi medi di crescita dell'economia intorno al 5% ed oltre, fattori quali la crescita della produttività e il dividendo demografico (il favorevole rapporto tra popolazione in età lavorativa e popolazione complessiva) cominciano probabilmente ad esaurire la loro forza propulsiva.

Figura 2: produzione industriale (var. %)

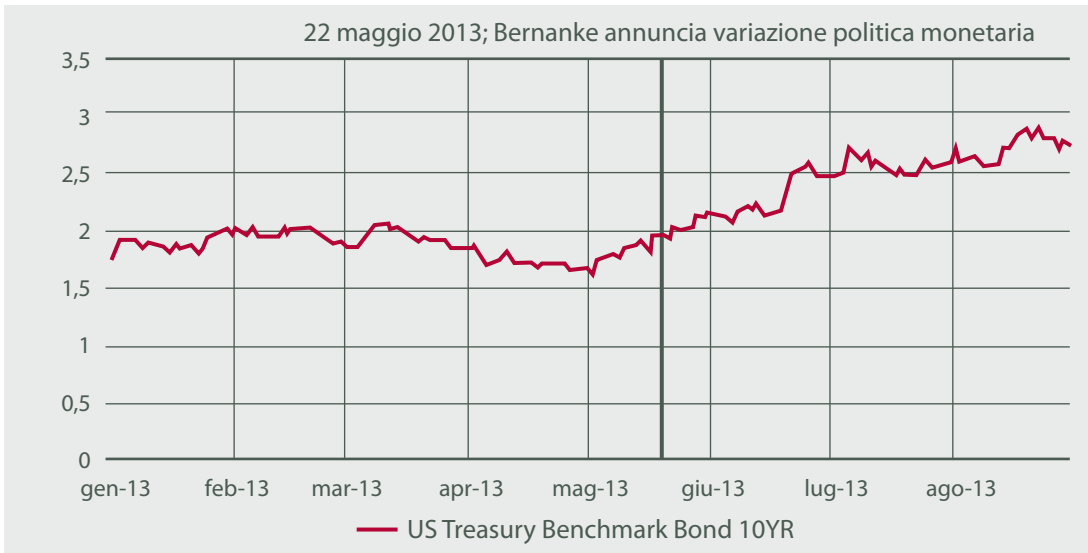


Fonte: OCSE

La politica monetaria della FED

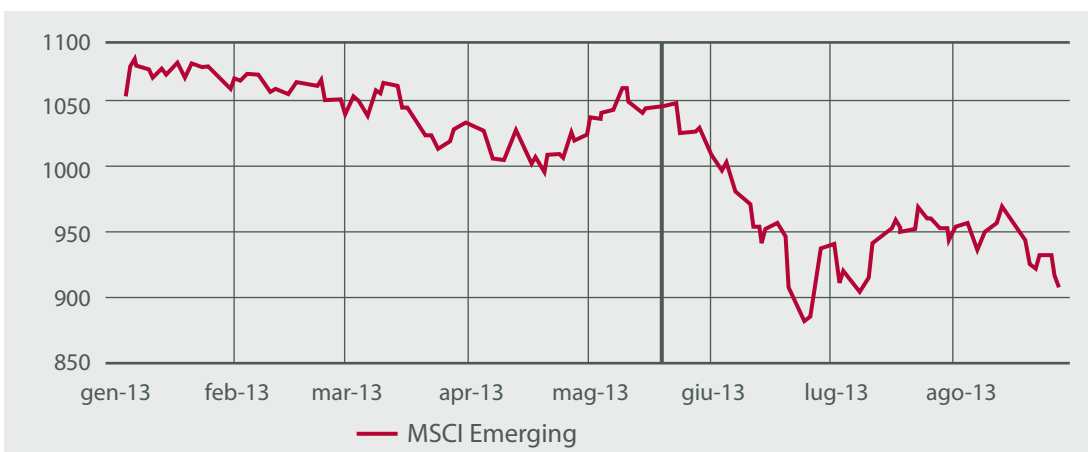
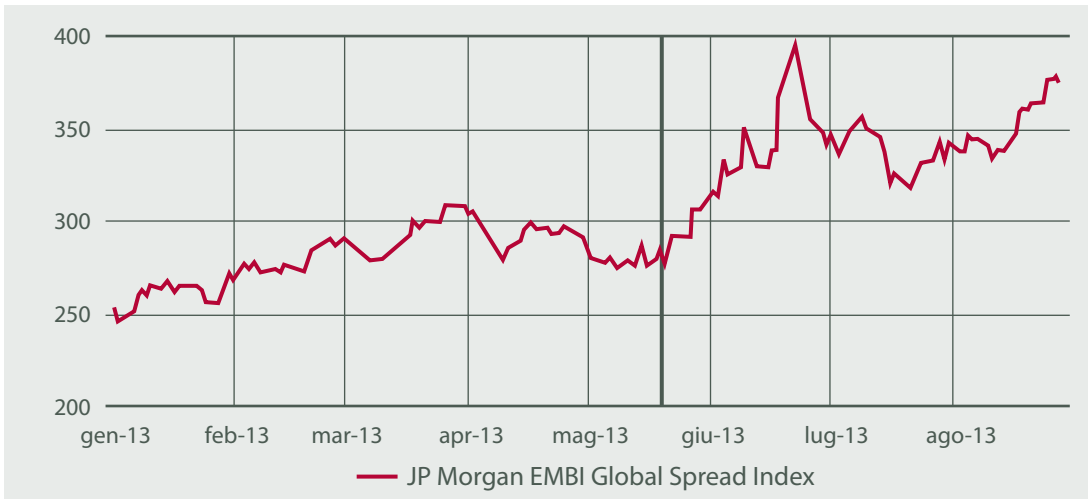
I segnali positivi provenienti dall'economia USA hanno spinto la FED a valutare la possibilità di rallentare il programma di *Quantitative Easing* (acquisto di titoli da parte della FED con conseguente immissione in circolazione di dollari). Tale modifica d'indirizzo della politica monetaria statunitense, se portata a compimento, indurrebbe una contrazione della liquidità in circolazione e un aumento dei tassi di interesse statunitensi. Entrambe queste conseguenze spingerebbero chi investe nei paesi emergenti, soprattutto con logiche di breve termine, a liquidare degli *asset*, al duplice scopo di (i) evitare di trovarsi in portafoglio titoli poco liquidi e (ii) perdere le opportunità derivanti dalla crescita dei tassi USA.

Figura 3: rendimento 10Y Benchmark US Treasury Bond (var. %)



Fonte: Datastream

Figura 4: andamento mercati obbligazionari ed azionari nei mercati emergenti

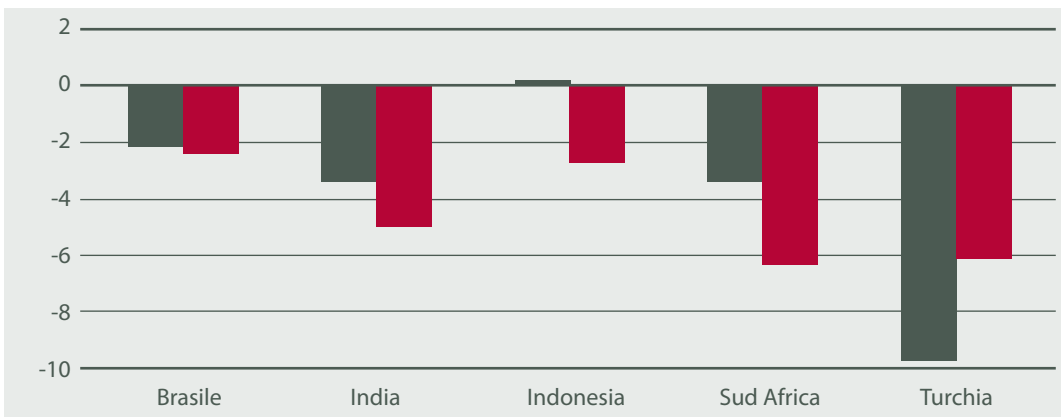


Fonte: Bloomberg

I paesi in difficoltà, situazioni simili ma non uguali

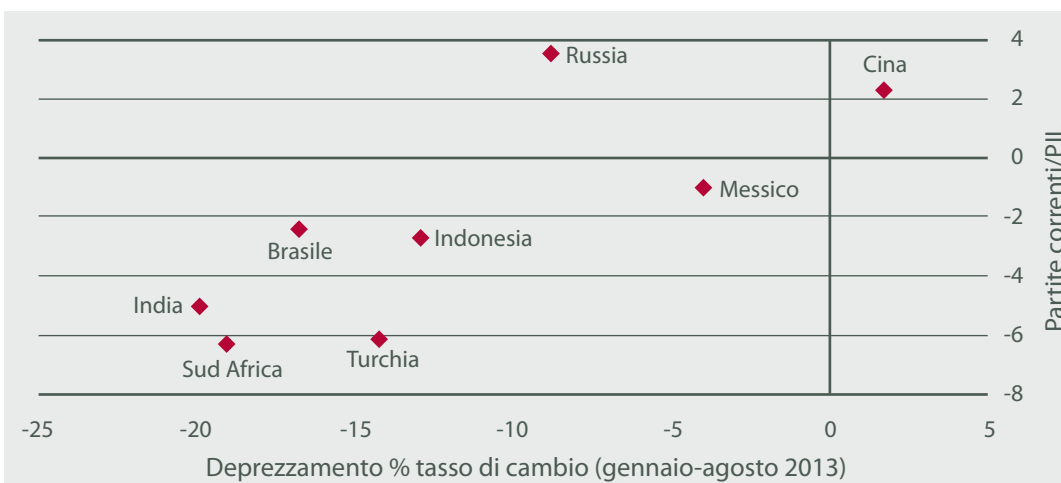
I paesi che hanno registrato un più marcato peggioramento nel cambio delle proprie valute con il dollaro negli ultimi mesi¹ sono caratterizzati da partite correnti negative e quasi ovunque in peggioramento, che comportano necessariamente una maggiore domanda di capitali per riequilibrare la bilancia dei pagamenti. Se tale necessità di finanziamento non è un problema in una fase di forte propensione al rischio da parte degli investitori, un potenziale restringimento delle condizioni di liquidità sui mercati finanziari internazionali potrebbe determinare pressioni sulla valuta domestica. La conseguente svalutazione dovrebbe, nel medio termine, portare ad un riequilibrio delle partite correnti attraverso una maggiore competitività della produzione locale; occorre tuttavia tenere conto di (i) possibili fenomeni di *overshooting*² e (ii) della struttura delle transazioni correnti di ciascun paese che, a seconda del tipo di beni importati ed esportati, può implicare significative differenze nei tempi e nei modi del dispiegarsi dei meccanismi di aggiustamento automatico.

Figura 5: partite correnti/PIL (var. %)



Fonte: Datastream

Figura 6: deprezzamento delle valute vs situazione partite correnti (% PIL)



Fonte: Datastream

In termini di rischio paese, quale sarebbe nel breve termine l'impatto di queste consistenti variazioni nel tasso di cambio per India, Turchia, Indonesia, Brasile e Sud Africa? Si tratta di nazioni con situazioni macroeconomiche difformi, che non consentono una risposta univoca.

In termini di esposizione creditizia, per quanto paesi come India e Brasile presentino livelli di debito pubblico consistenti, la percentuale di debito in valuta estera risulta contenuta, sia in relazione al solo debito pubblico sia considerando anche il debito del settore privato. Diverso il caso di Turchia, Indonesia e Sudafrica, che hanno livelli di debito estero più elevati (nel caso del Sudafrica concentrato soprattutto nel settore privato).

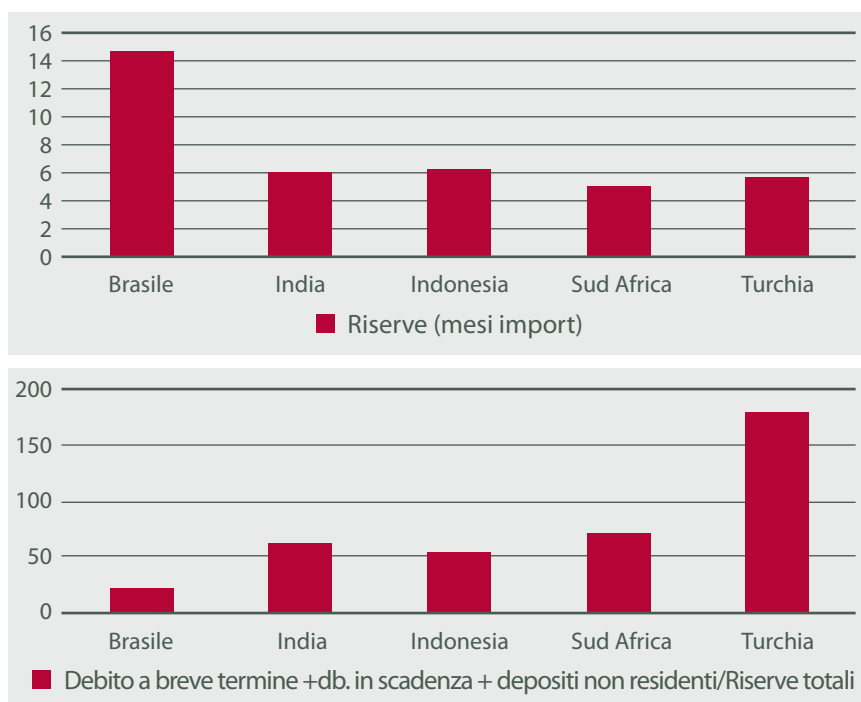
Figura 7: situazione del debito (var. %)



Fonte: Datastream

Al fine di valutare l'effettiva "pericolosità" dell'esposizione debitoria, collegata all'attuale fuoriuscita di capitali e al deprezzamento dei tassi di cambio, occorre guardare in particolare all'ammontare di debito in scadenza a breve termine e alle disponibilità di riserve valutarie; questi elementi ci consentono di capire quanto sia concreto il rischio di liquidità derivante da un improvviso prosciugarsi dei flussi di capitale dall'estero. Per quanto l'indicatore tipico ai fini della misurazione dell'adeguatezza delle riserve, il numero di mesi di copertura dell'import, sia adeguato in tutti e cinque i paesi, considerando il rapporto tra le riserve e l'ammontare di debito in scadenza (a cui sommiamo per ulteriore cautela i depositi a vista dei non residenti) la Turchia mostra una inadeguatezza delle proprie riserve in caso di "scenario catastrofico" in cui si registri un massiccio rifiuto da parte degli operatori a rinnovare il debito estero in scadenza.

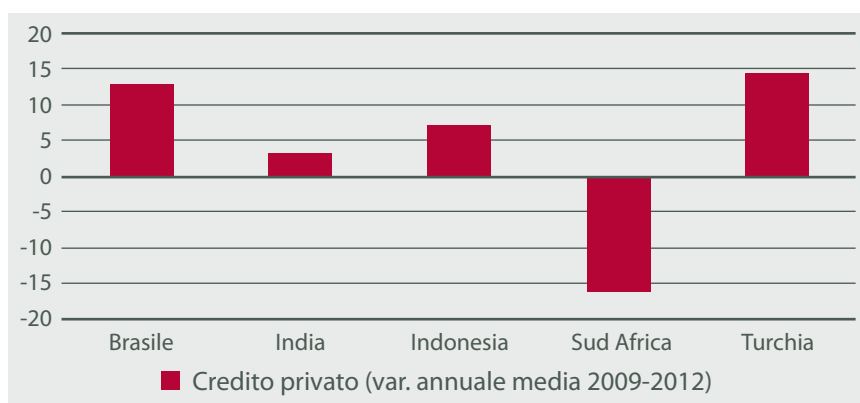
Figura 8: situazione delle riserve (var. %)



Fonte: Datastream

È interessante anche esaminare l'espansione del credito avvenuta in questi paesi negli ultimi anni, visto il rischio che un deprezzamento delle valute nazionali possa ripercuotersi negativamente sulle imprese più indebitate (soprattutto in valuta estera) e quindi sui NPL delle banche. Da questo punto di vista Brasile e Turchia mostrano tassi di espansione del credito particolarmente elevati, che ci inducono a una particolare attenzione nel valutare - in particolare - il rischio del settore bancario.

Figura 9: variazione del credito al settore privato (periodo 2009-2012) (var. %)



Fonte: Datastream

Conclusioni

È difficile pensare che le attuali turbolenze sui mercati valutari possano portare verso una crisi finanziaria in piena regola paesi quali India, Turchia, Indonesia, Brasile o Sudafrica. Ulteriori pressioni sulle valute di riferimento non sono tuttavia da escludere e, se sommate ad altre fragilità (vedi in particolare il caso del Sudafrica), potrebbero creare seri problemi all'economia dei singoli paesi. Il rischio è legato maggiormente alle controparti private ed alla loro esposizione in valuta estera in termini di debito, costi e ricavi.

Attenzione quindi a controparti locali particolarmente esposte al deprezzamento della valuta, dovuto a:

- elevata percentuale di debito in valuta forte (soprattutto se a breve scadenza);
- scarsa integrazione verticale e necessità di approvvigionamenti dall'estero, in particolare qualora i clienti di riferimento siano concentrati sul mercato locale ed in settori ad alta elasticità della domanda al prezzo.

1 escludiamo Venezuela, Argentina ed Egitto caratterizzati da fragilità di tipo specifico non collegate al tema in discussione.

2 oscillazioni eccessive del tasso di cambio dovute a fenomeni di contagio, scarso spessore dei mercati, etc.