



Emerging Market Corporate Debt: rischio o opportunità?

Ascospin Workshop, Milano – Palazzo Mezzanotte, 22 gennaio

Relatore: Andrea Praderio

Via Calprino 18, 6900 Lugano –Paradiso, Svizzera

www.compass-am.com

Indice

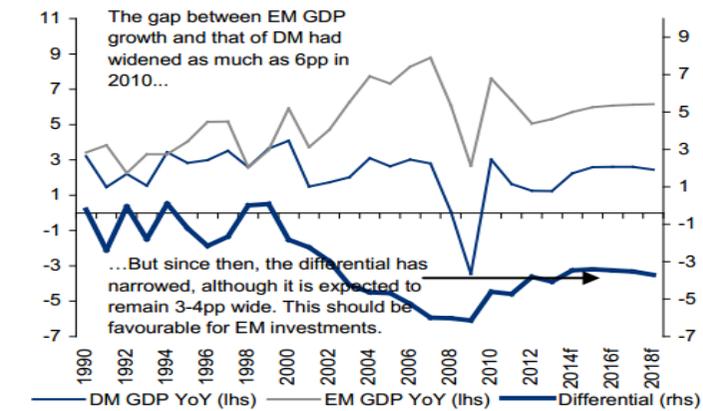
1.	Fondamentali macro	3
2.	Domanda e offerta	9
3.	Valuation	14
4.	Conclusioni e Outlook	16



Il tasso di crescita degli EM e' superiore a quello dei DM anche se il differenziale e' in contrazione

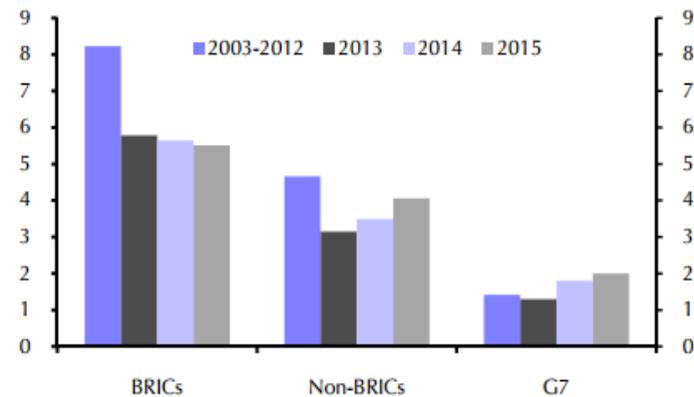
A rallentare sono essenzialmente i cosiddetti BRICs

Crescita percentuale del PIL degli emerging markets (EM) rispetto ai developed (DM)

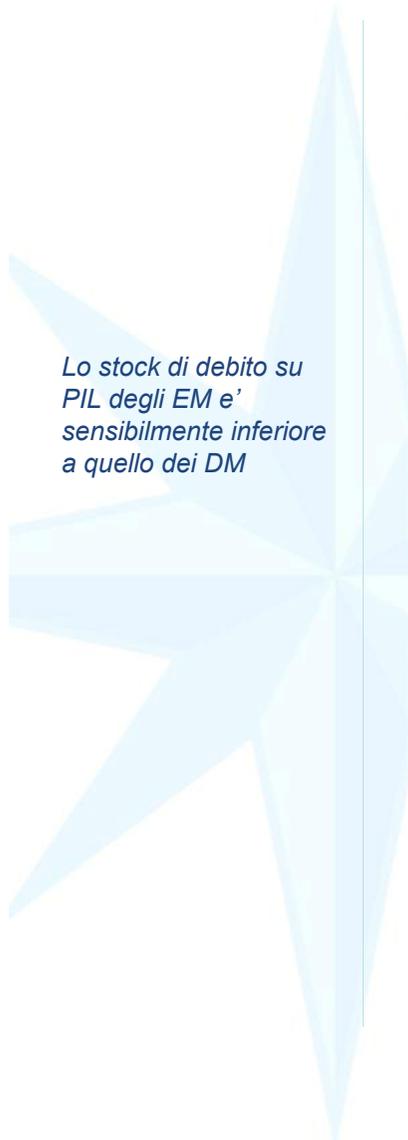


Fonte: ING Bank

Crescita annua media del PIL (%)

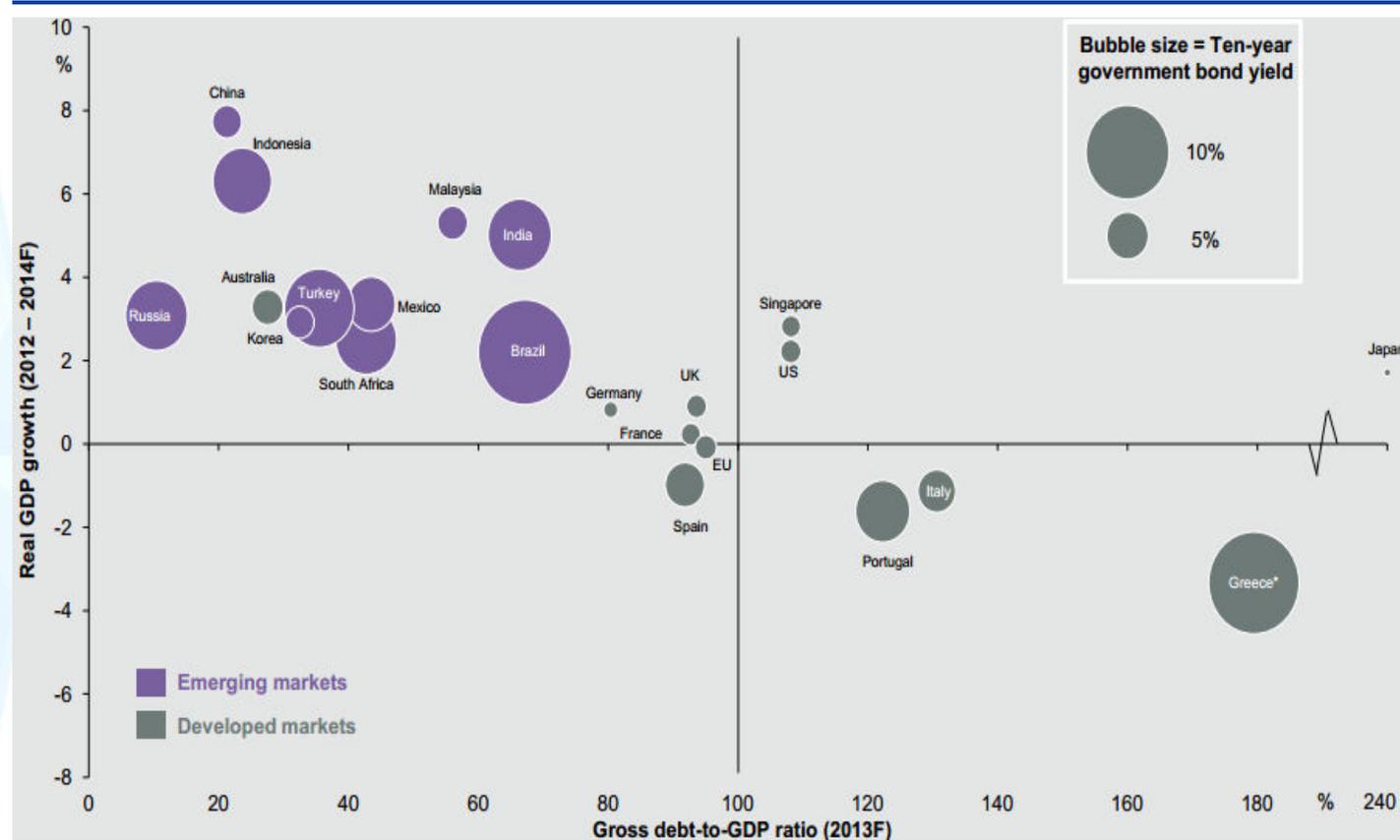


Fonte: Capital Economics



Lo stock di debito su PIL degli EM e' sensibilmente inferiore a quello dei DM

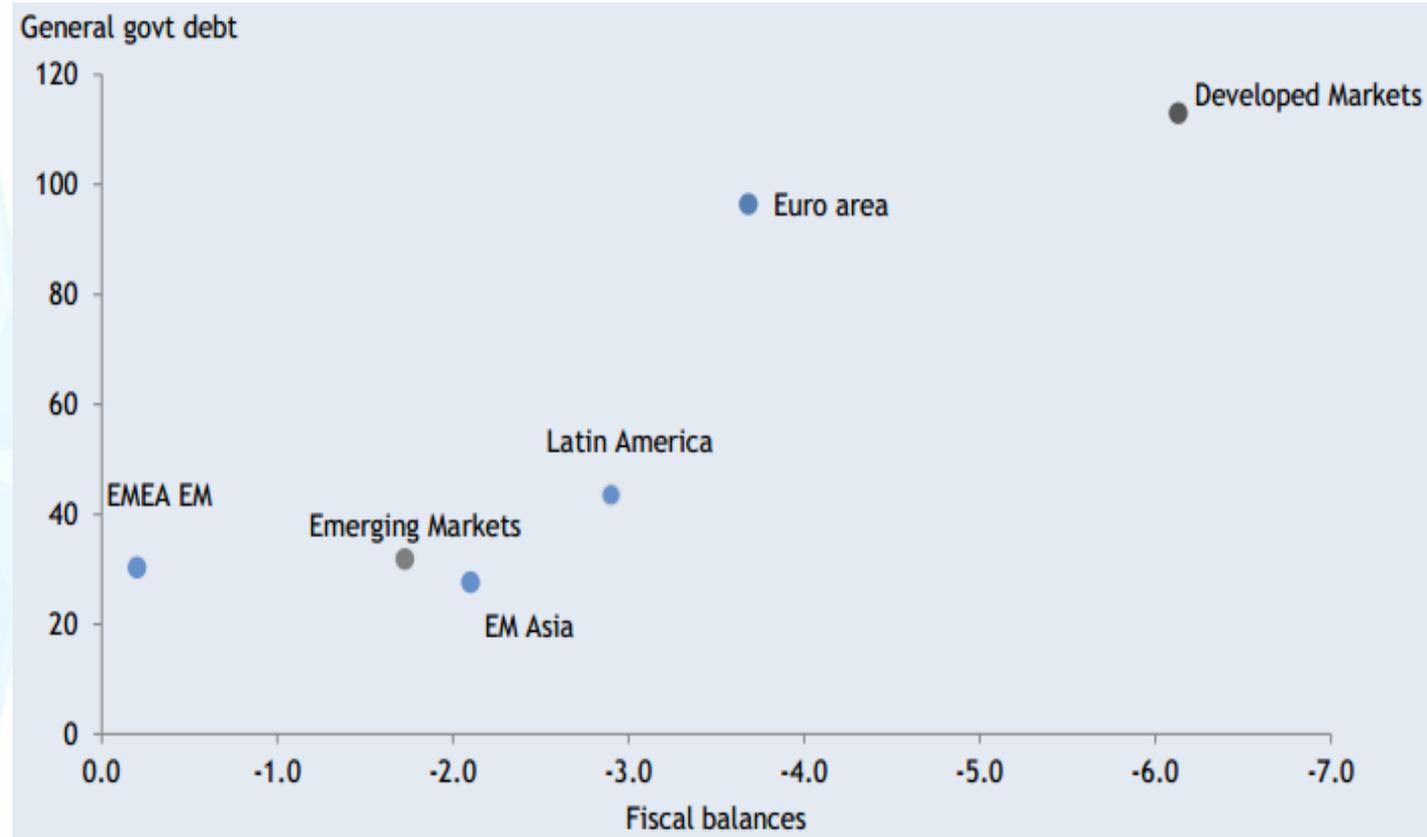
Crescita percentuale del PIL, debito/PIL e costo del servizio del debito



Fonte: JPMorgan

Il deficit di bilancio dei DM e' decisamente superiore a quelle degli EM

Debito e saldo fiscale in relazione al PIL (%)

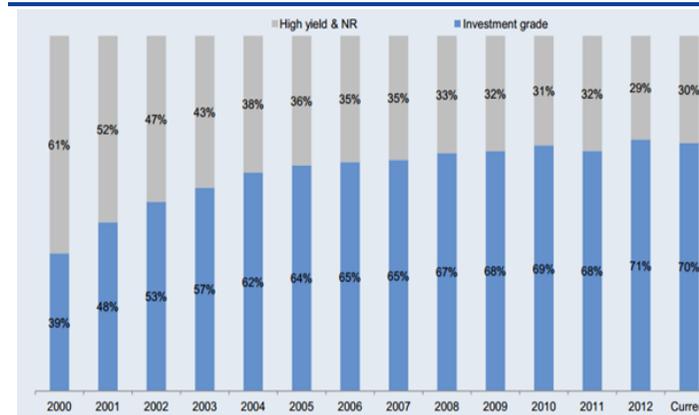


Fonte: JPMorgan

I migliori fondamentali macro degli EM hanno portato ad un re-rating dell'asset class sia a livello sovrano che a livello societario: l'Emerging Market Corporate Debt e' sempre piu' un asset class IG

Inoltre l'Emerging Market Corporate Debt ha un rating medio ormai superiore a quello del debito sovrano EM

EM corporate bonds per rating (IG e HY)



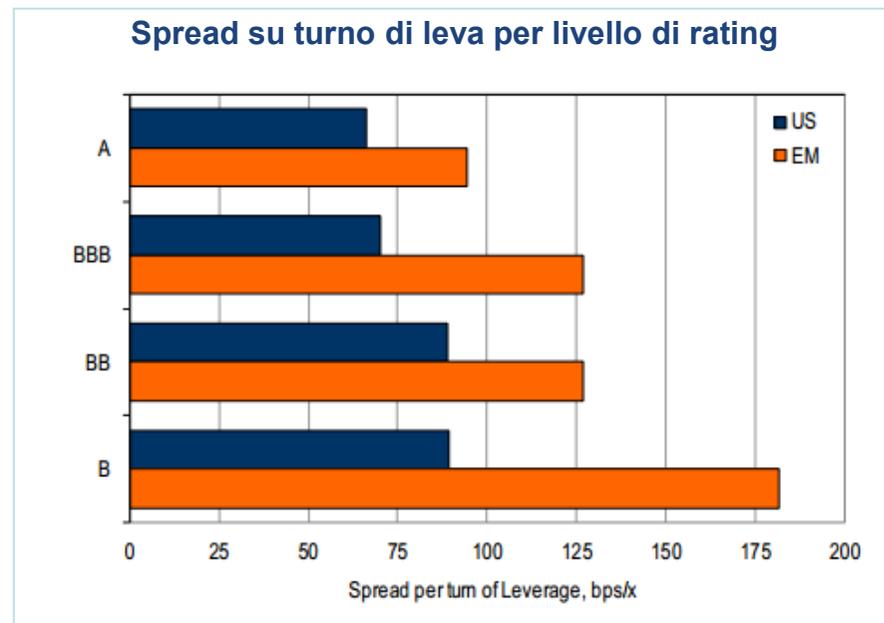
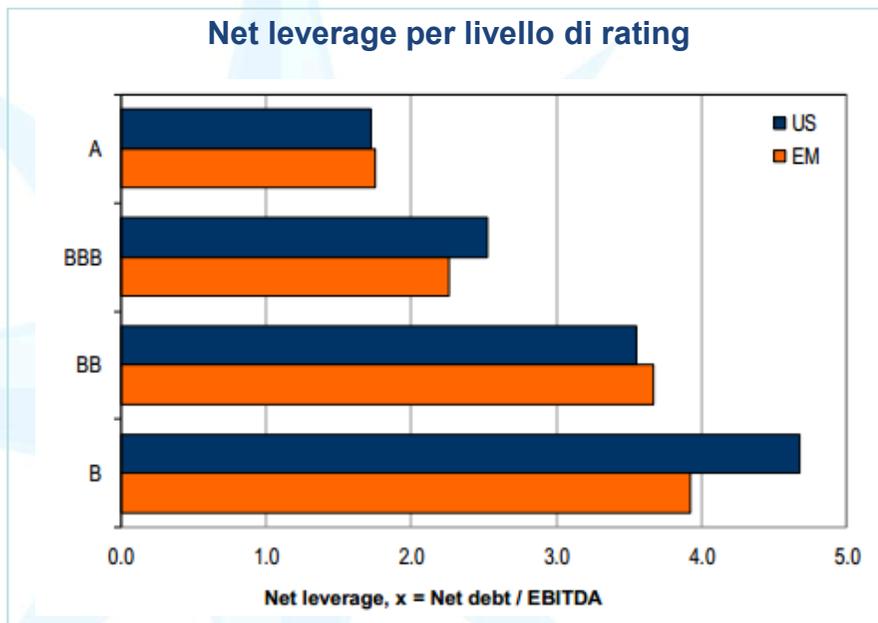
Fonte: JPMorgan

Andamento storico dei rating EM sovereign e corporate



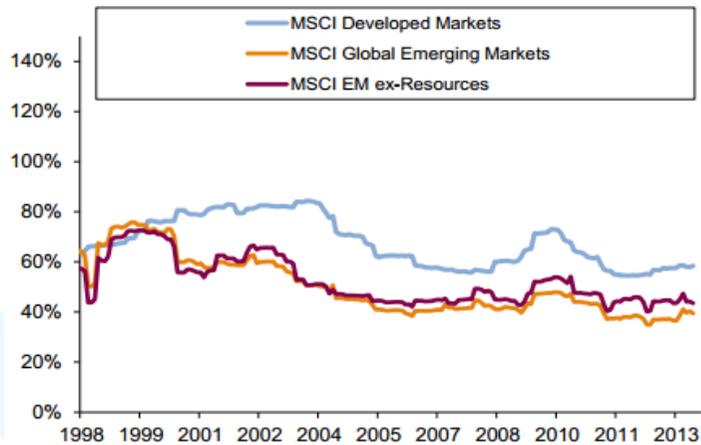
Fonte: Thomson, Bloomberg, Capital Economics, BoAML

La leva finanziaria delle società EM non desta preoccupazione ed è inferiore a quello delle società DM

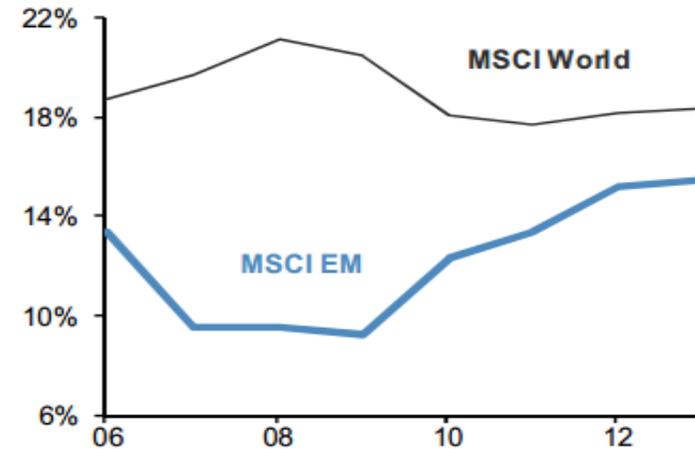


Fonte: Merrill Lynch, 20 settembre 2013

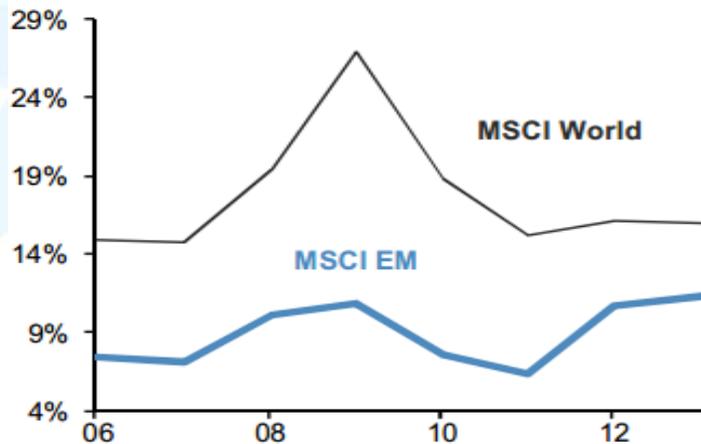
Net debt / equity ratios (leverage %)



Net debt / assets ratio per corporate non financial

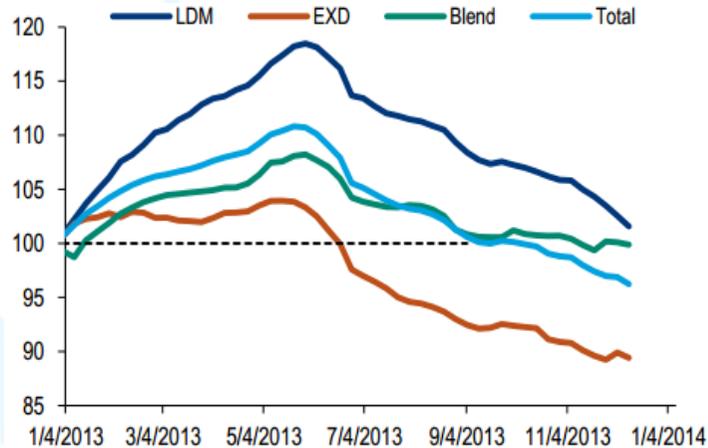


Spesa per interessi in relazione ai profitti aziendali

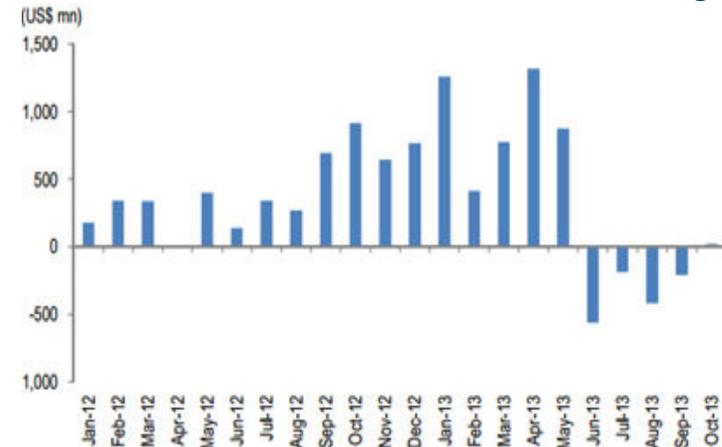


- Net debt / equity ratio migliore (grafico 1, JPMorgan AM, 3Q13)
- Net debt / assets ratio migliore (grafico 2, JPMorgan, Datastream, 3Q13)
- Spesa per interessi su profitti migliore (grafico 3, JPMorgan, Datastream, 3Q13)

Flussi cumulativi sui fondi EM debito, da gennaio 2013



Flussi sui fondi a benchmark sul CEMBI di JPMorgan

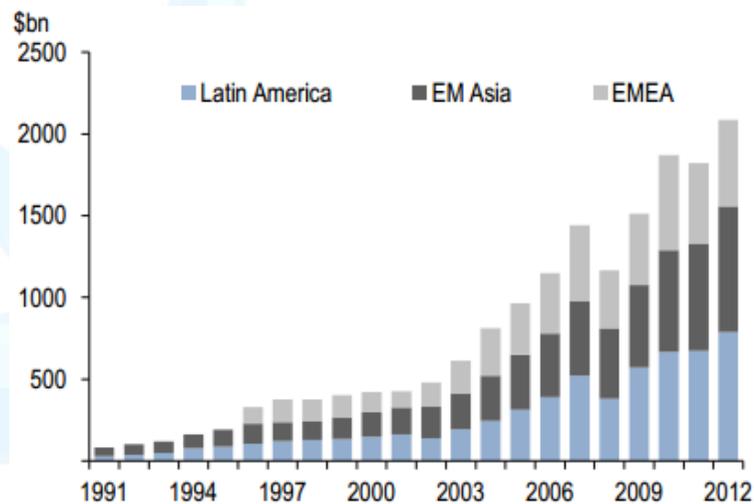


Flussi nei fondi EM debito (% , fino al 06 novembre 2013)

	1w (%)	4w (%)	YTD (%)	1y (%)	AUM (bn)	1w (\$mn)
LDM Funds	0.0	-2.5	-0.9	-3.1	104.8	9
EXD Funds	-0.1	-1.1	-11.6	-13.2	98.8	-1,897
Corp flows	-0.2	-1.2	-0.5	2.6	18.6	-39
Blended Funds	0.1	-1.1	-1.3	0.0	33.1	38
Total EM	0.0	-1.7	-5.4	-7.0	236.6	-1,851
Global Bond Funds	0.2	-0.1	-0.3		921.4	1,851
HY Bond Funds	0.2	0.3	26.5		445.8	1,025

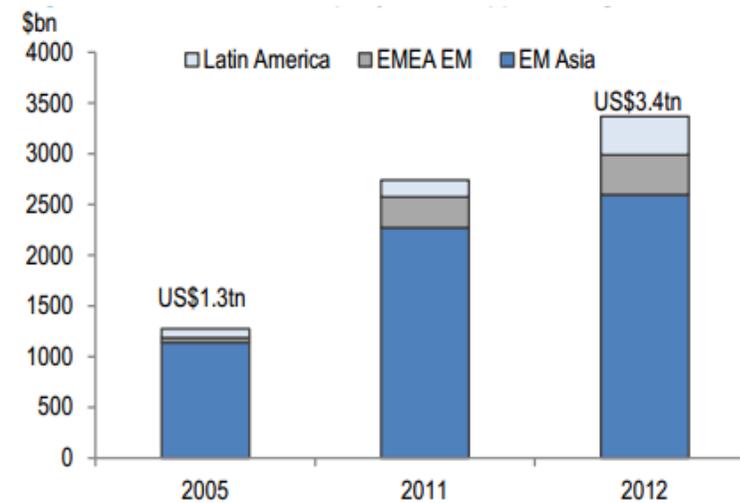
- Nel corso del 2013 ci sono stati retail outflows dai fondi emerging market debt (grafico 1, Merrill Lynch)
- Gli outflows si sono concentrati soprattutto sui Fondi Local Currency e sui Fondi Sovereign, mentre i Fondi Corporate hanno flussi netti positivi (grafico 2, JPMorgan; tabella 3, Merrill Lynch)

I fondi pensione EM hanno raggiunto la dimensione di 2.1TR USD a fine 2012, massimo storico



Fonte: JPMorgan

Le assicurazioni EM hanno raggiunto la dimensione record di 3.4TR USD

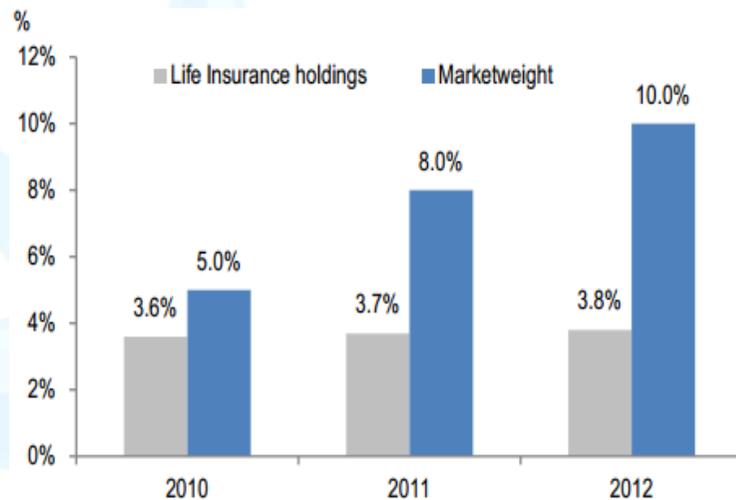


Fonte: JPMorgan

L'asset class e' oggetto di importanti flussi istituzionali di natura strategica

- Essi costituiscono una fonte stabile e crescente di domanda che aiuta a contrastare i volatili flussi retail
- Gli attivi dei fondi pensione locali e delle compagnie di assicurazione locali hanno raggiunto i 5.5TR USD

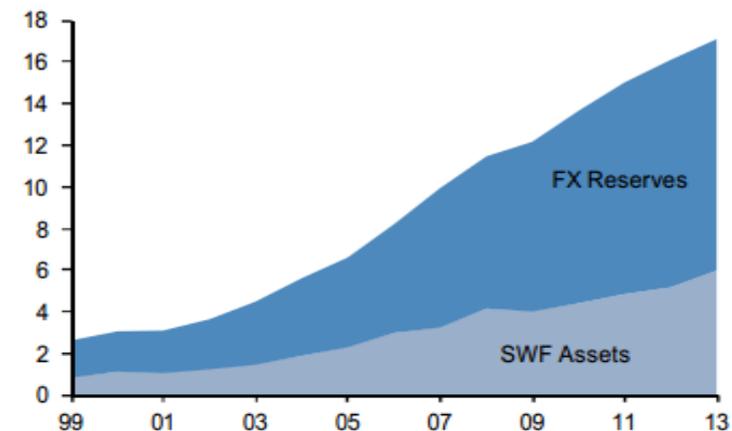
Esposizione EM corporate delle assicurazioni vita ben sotto benchmark



Fonte: JPMorgan, SNL

Dimensione dei sovereign wealth fund e delle riserve in FX (EM)

Str. Annual data. Latest obs is for Q3 2013.



Fonte: JPMorgan, SWF Institute

L'asset class e' oggetto di importanti flussi istituzionali di natura strategica

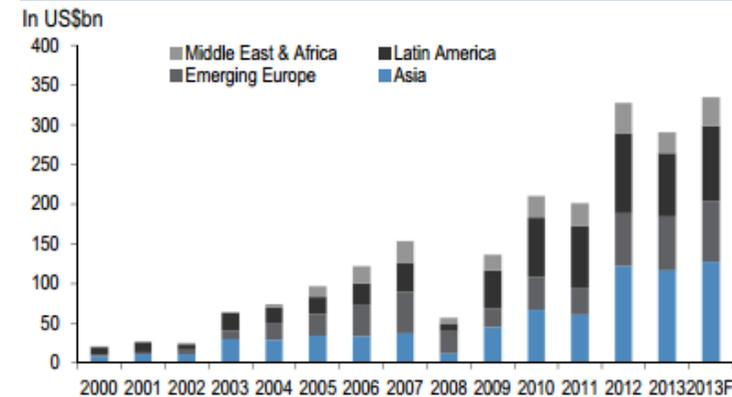
- Gli attivi dei fondi pensione US ammontano a 17TR Usd e solo il 4% é allocato a EM fixed income, la stessa percentuale del 2006
- Le compagnie di assicurazione vita US, pur avendo aumentato la loro esposizione agli Emerging Market Corporate Debt, rimangono tuttora fortemente sottopesate
- Infine, un'altra importante fonte di domanda é costituita dalle riserve FX e dai Fondi Sovrani degli EM

Abbiamo assistito ad un drastico calo di nuove emissioni durante il 2008 seguito da un primo picco di nuove emissioni nel 2009. Il 2010 ha superato i volumi di primario raggiunti prima della crisi mentre il 2011, iniziato a ritmi superiori rispetto al 2010, ha chiuso, insieme con l'andamento dei mercati, ad un livello inferiore. Nel 2012 le emissioni EM hanno stabilito un nuovo massimo assoluto in termini di volumi che si mantengono pressoché costanti nel 2013

Dopo i primi segnali di ripresa durante il 2010, il 2011 e il 2012 mostrano la sostanziale riapertura agli emittenti dei paesi emergenti indipendentemente dall'area regionale di provenienza

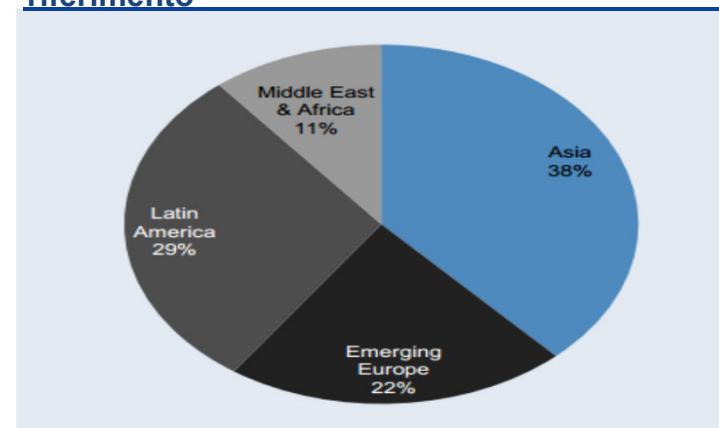
Il trend è consolidato nell'anno corrente

Emissioni EM per anno di riferimento (governative e societarie)



Fonte: JPMorgan

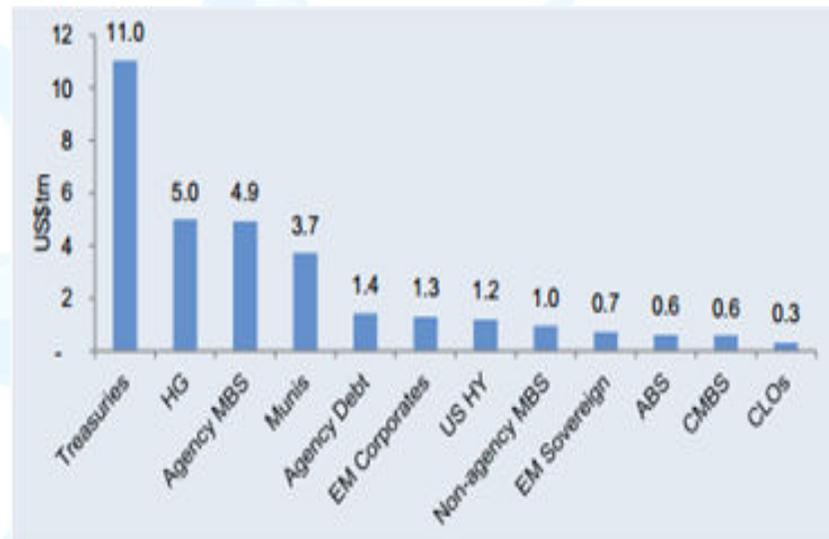
Nuove emissioni societarie per regione di riferimento



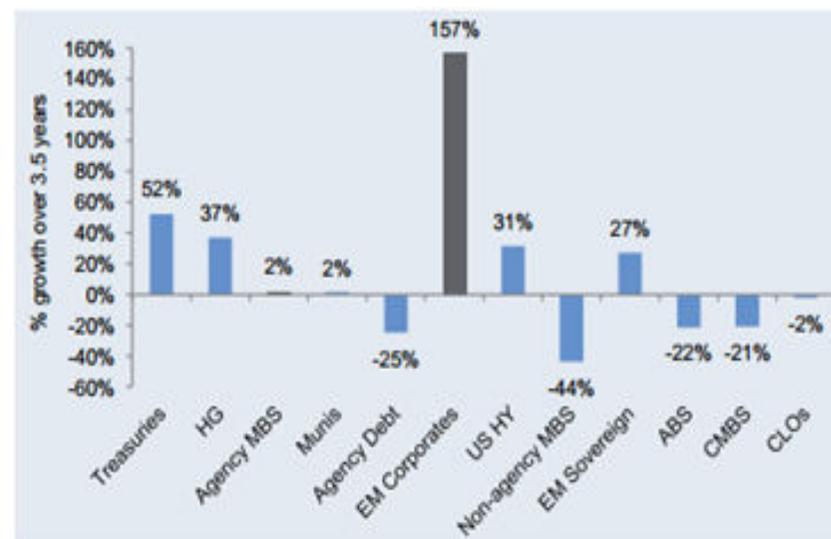
Fonte: JPMorgan

Cio' ha portato l'asset class a superare per dimensione gli US HY, essendo gli Emerging Market Corporate l'asset class col piu' alto tasso di crescita

Dimensioni TR Usd delle diverse asset class



Crescita (%) per asset class negli ultimi 3.5 anni

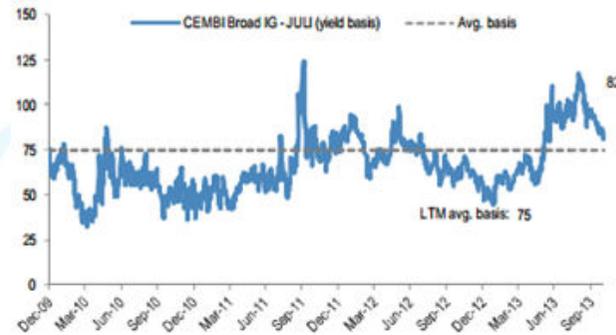


Fonte: JPMorgan

Relative value verso US e fra le categorie EM fixed income

- Nonostante esibiscano fondamentali migliori e siano tuttora oggetto di consistenti flussi di investimento gli Emerging Market Corporate offrono un sensibile pick up di rendimento sia rispetto al debito societario US IG che al debito HY US
- Inoltre gli Emerging Market Corporate risultano cheap anche rispetto agli Emerging Market Sovereign, avendo uno spread superiore a fronte di un rating migliore e di una duration piu' bassa

Differenziale di rendimento US IG (JULI) e EM IG (CEMBI IG)



Fonte: JPMorgan

Differenziale di rendimento US HY (US HY BB) e EM HY (CEMBI HY)



Fonte: JPMorgan

Indici ML per credit class, rating corrispettivi e relative metriche

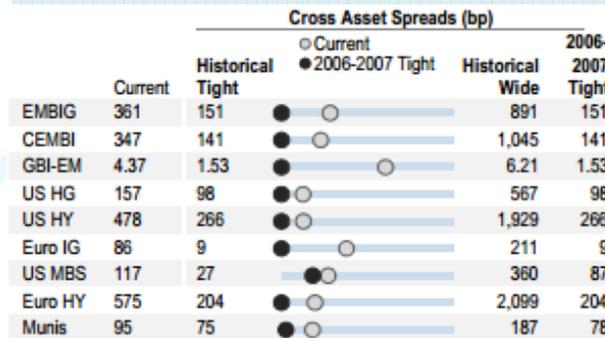
	Yield (%)	Duration (yrs)	Govt. OAS Spread (bp)	Average Rating
EM USD Sovereign	5.03	6.83	300	BBB3
EM USD Corporate	4.91	5.12	343	BBB2
Emerging Asia	4.22	4.74	287	BBB1
Latin America	6.01	6.03	424	BBB3
EMEA	4.72	4.76	335	BBB2
US Corporate BBB	3.79	6.66	194	BBB2
US Corporate BB	4.95	5.17	311	BB2

Fonte: Merrill Lynch, Bloomberg, Capital Economics

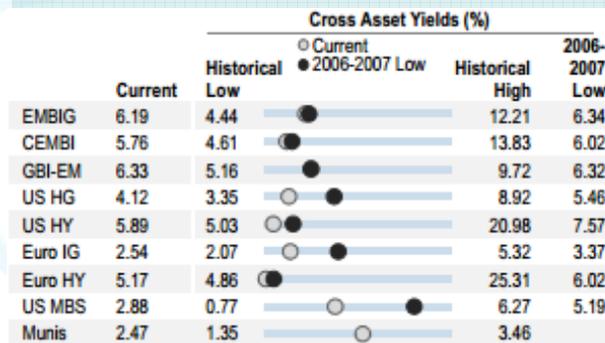
Relative value rispetto a spread e rendimenti storici

- Gli spread EM fixed income sono piu' larghi di oltre 200 bps rispetto ai minimi pre Lehman, pari a oltre il 139% di questi ultimi. Valutando il valore assoluto di questo livello di spread per gli indici EM e considerando l'incidenza della crisi bancaria europea e dei debiti sovrani periferici implicita negli spread Euro IG e HY, riteniamo il livello attuale interessante rispetto alle medie storiche e alle asset class alternative
- Anche i rendimenti attuali si attestano a livelli prossimi a quelli pre Lehman e sono attrattivi, come valore relativo, rispetto alle altre asset classes che hanno rendimenti ai minimi storici

Spread storici dal 2006 – 2007



Yield storici dal 2006 – 2007



Valore degli spreads EM IG reddito fisso rispetto ai fondamentali (rating)



- Interessante inoltre la valutazione dei fondamentali intesa in termini di rating rispetto al livello di spread dell'indice EM: anche in questo caso il posizionamento nell'asset class EM fixed income (IG) risulterebbe interessante in termini assoluti di valore considerando lo spread per livello di merito creditizio

Fonte: JPMorgan

Conclusioni e Outlook

Emerging Market Corporate Debt

- Differenziale di crescita economica tra EM e DM in riduzione
- QE tapering
- Valutazioni interessanti sia in termini assoluti che relativi
- Esistenza di importanti e costanti flussi da parte di investitori istituzionali
- Correlazione con la crescita recente dei DM delle economie di alcuni EM

Rappresentano degli oggettivi ostacoli per l'asset class

Rendono l'asset class attraente rispetto ad altri mercati

Riteniamo infine che la selezione del paese e del credito saranno comunque determinanti in quanto il principale rischio per l'asset class non e' di natura sistemica bensì idiosincratICA