

# Argentina: la sorpresa dell'esito del voto amplifica i rischi di mercato e politici



**Abbas AMELI-RENANI**

Portfolio Manager,  
Emerging Markets Debt



**Yerlan SYZDYKOV**

Global Head of  
Emerging Markets



**Sosi VARTANESYAN**

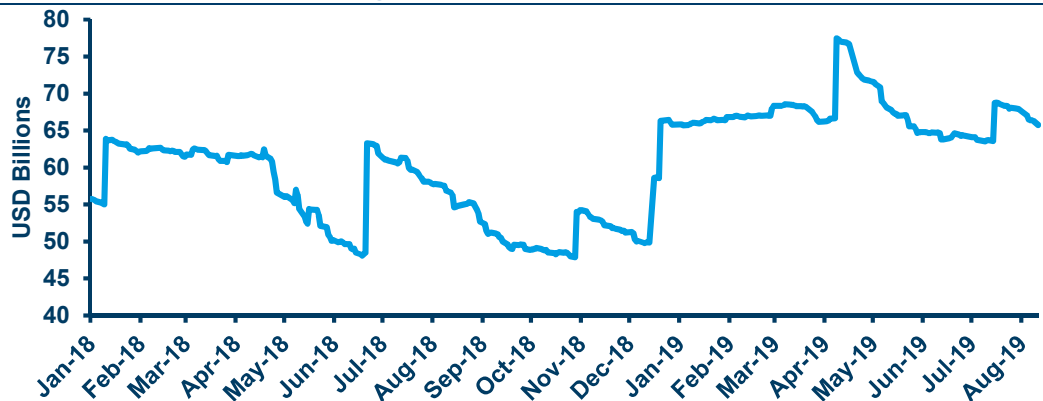
Senior Economist, Ph.D.

- **Elezioni primarie in Argentina:** il candidato dell'opposizione Alberto Fernandez ha vinto con un margine maggiore del previsto contro il presidente Macri. A questo punto, i mercati prezzano la vittoria di Fernandez alle elezioni di ottobre.
- **View di investimento sull'Argentina:** il risultato delle primarie ha sorpreso negativamente il mercato. I mercati argentini sono crollati dopo la sconfitta di Macri. L'indice azionario argentino (l'indice Merval) è sceso del 48% in dollari americani lunedì 12 agosto - il secondo maggior calo mai registrato in una sola giornata di qualsiasi mercato azionario a livello mondiale. I recenti eventi, che minacciano il percorso di riforma e aumentano il rischio di ristrutturazione del debito, dovrebbero indurre gli investitori a riconsiderare l'Argentina come caso di investimento. Siamo diventati molto più cauti sul debito estero, mentre confermiamo la nostra convinzione che il debito in valuta locale non sia interessante dal punto di vista del rischio / rendimento.
- **Effetto contagio e implicazioni per l'universo dei mercati emergenti:** nel complesso, vediamo limitate ripercussioni sul resto dell'universo dei mercati emergenti. L'Argentina è un'economia relativamente chiusa, quindi l'impatto economico diretto sulle economie emergenti e a livello globale è molto limitato. Anche il contagio finanziario dovrebbe essere circoscritto, poiché il peso dell'Argentina negli indici è piuttosto modesto (circa il 2% nell'indice EMBI Global e lo 0,3% nell'indice MSCI EM). Una riduzione del rischio nei portafogli degli investitori globali a seguito di un deterioramento materiale (l'Argentina è stata generalmente una posizione lunga sul mercato) dovrebbe essere condivisa tra i partecipanti del mercato con effetti limitati sull'universo degli emergenti. Tuttavia, i rischi geopolitici sono elevati a livello globale, portando ad un aumento dell'avversione al rischio degli investitori. I mercati emergenti non saranno immuni da una rinnovata volatilità. L'attenzione si concentrerà sulla protezione del patrimonio e una maggiore gestione del rischio.

## Quali sono le vostre considerazioni sulle primarie in Argentina?

Domenica 11 agosto in Argentina si è votato per le primarie, con il candidato dell'opposizione Alberto Fernandez che ha vinto con un margine superiore al previsto contro il presidente Macri. A questo punto, i mercati prezzano la vittoria di Fernandez alle elezioni di ottobre. Per vincere al primo turno, il candidato deve ottenere subito il 45% dei voti o più del 40% con una differenza del 10% per evitare il ballottaggio. L'implicazione per i mercati è stata una grande svendita di tutte le tipologie di attività argentine. Vale la pena ricordare che una vittoria di Fernandez implicherà probabilmente una ristrutturazione del debito, anche se si spera che possa essere ordinata (alcune analisi di ricerca indicano ora un taglio del 40-60%). Ad ogni modo, il debito estero dell'Argentina è diventato insostenibile e con un po' di ripresa nella crescita il disavanzo delle partite correnti si allargherebbe.

### Riserva internazionale dell'Argentina in dollari USA



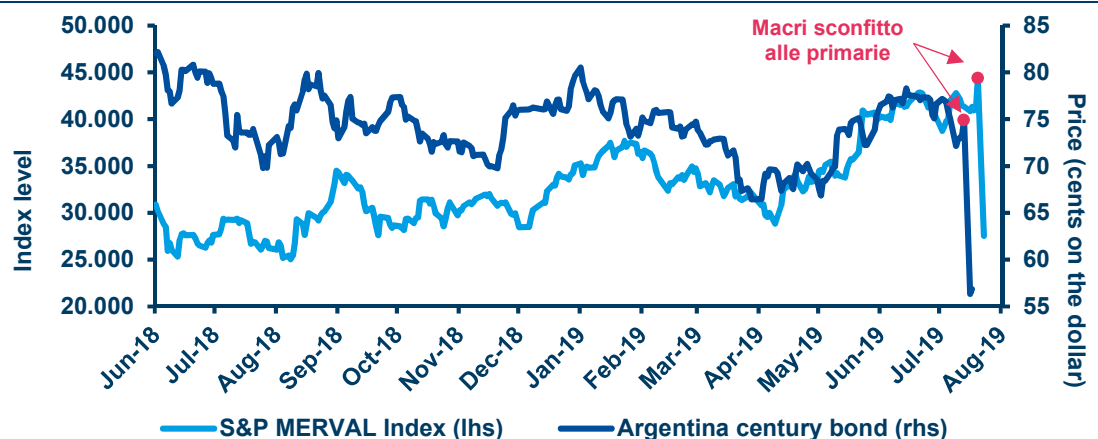
Fonte: elaborazione di Amundi su dati Bloomberg al 13 agosto 2019.

Pertanto, è necessario aumentare i finanziamenti esterni. Inoltre, le riserve internazionali rimangono precariamente basse e stanno evaporando dopo ogni erogazione del Fondo Monetario Internazionale (FMI). Dall'ultima erogazione di 5,4 miliardi di dollari il 16 luglio, 2 miliardi di dollari sono già stati persi. Le erogazioni del FMI terminano quest'anno e nel 2020 sono previsti solo rimborsi del debito.

### Qual è la vostra view sugli asset dell'Argentina alla luce dei risultati?

Il risultato ha sorpreso molto noi e il mercato. Ci aspettavamo un maggior consenso per Alberto Fernandez rispetto a Macri nelle primarie, ma non più del 5-7%, in linea con alcuni sondaggi che prevedevano il peggior risultato per Macri. Il gap del 15%, tuttavia, è stato un grande shock. Riteniamo il risultato molto negativo e riteniamo la probabilità che il presidente in carica venga rieletto come molto esigua. A dimostrazione della grande sorpresa delle elezioni, l'indice del mercato azionario argentino (l'indice Merval) è sceso del 48% in dollari americani lunedì 12 agosto - il secondo maggior calo mai registrato in una sola giornata da qualsiasi mercato azionario a livello mondiale.

### Il collasso dei titoli di Stato e della borsa argentini



Fonte: Elaborazione di Amundi su dati Bloomberg al 13 agosto 2019.

Il nostro scenario di base prevede la vittoria di Fernandez in ottobre e la successiva inversione delle riforme economiche attuate da Macri negli ultimi quattro anni. Vediamo un contesto difficile per l'Argentina, con la probabilità che la ristrutturazione sia relativamente alta nei prossimi anni. Questo evento dovrebbe indurre gli investitori a

**“Il rischio politico è aumentato drasticamente, così come il rischio della ristrutturazione del debito.”**

**“Siamo diventati più cauti sul debito esterno.”**

**“Gli investitori dovrebbero cogliere l'opportunità di un possibile rimbalzo dai livelli compressi, per alleggerire ulteriormente le loro posizioni.”**

riconsiderare l'Argentina come caso di investimento. Siamo diventati molto più cauti sul debito esterno, mentre confermiamo la nostra principale convinzione che il debito in valuta locale non sia interessante dal punto di vista del rischio / rendimento. I prezzi attuali delle obbligazioni riflettono già una probabilità di insolvenza superiore al 70% nei prossimi tre anni. I valori medi storici di recupero negli scenari di ristrutturazione del debito sovrano nei mercati emergenti sono stati vicini al 60% e molte obbligazioni in Argentina sono già scambiate al di sotto di tale livello.

È possibile che nelle prossime settimane Alberto Fernandez adotterà un tono più conciliante al fine di evitare un collasso del sistema finanziario argentino. Ciò potrebbe includere - anche se non è il nostro caso di base - la nomina di un ministro delle finanze favorevole al mercato, nonché un impegno verbale per il rimborso del debito internazionale. Tale scenario dovrebbe provocare un rimbalzo delle attività argentine. Gli investitori dovrebbero utilizzare tale rimbalzo per ridurre ulteriormente l'esposizione poiché le dinamiche del debito rimarranno difficili in assenza di una disciplina di bilancio estrema e dell'accesso a fonti di finanziamento internazionali.

**“Vediamo un effetto contagio limitato sul resto dell'area dei mercati emergenti.”**

### **Vedete un effetto contagio nell'area dei mercati emergenti o possibili implicazioni nell'universo del debito dei mercati emergenti?**

L'Argentina è un'economia chiusa, quindi l'impatto economico diretto sull'area dei mercati emergenti e a livello globale è molto limitato. Il principale partner commerciale è il Brasile, ma è improbabile che lo stress finanziario in Argentina produca alcun impatto negativo rilevante. L'unico impatto significativo (indiretto) potrebbe essere sul mercato della soia (già influenzato dalle guerre commerciali tra Cina e Stati Uniti), che è il prodotto più esportato del Brasile. Anche il contagio finanziario è limitato perché il peso dell'Argentina negli indici è piuttosto modesto (circa il 2,0% nell'indice EMBI Global e lo 0,3% nell'indice MSCI EM).

Una riduzione del rischio nei portafogli degli investitori globali a seguito di un deterioramento materiale (l'Argentina è stata, in generale, una posizione lunga sul mercato) dovrebbe essere assorbita con effetti limitati per l'universo dei mercati emergenti. Siamo consapevoli che eventuali deflussi potrebbero creare pressioni ai mercati locali, tuttavia, abbiamo visto la capacità dei grandi attori del mercato di aggiungere / raddoppiare il rischio senza causare troppo stress. Diversi paesi di frontiera in Africa hanno un beta<sup>1</sup> simile all'Argentina e sono stati colpiti (tornando ai livelli di inizio anno). La Turchia è un altro mercato a beta elevato, ma la sua sensibilità al mercato è stata in qualche modo persa a causa di un posizionamento estremamente negativo sul mercato. Secondo le nostre stime, i livelli medi di liquidità nel settore degli investimenti sono ancora relativamente sani e i pagamenti netti delle cedole obbligazionarie nel prossimo trimestre potrebbero creare un cuscinetto naturale per far fronte a uno shock di liquidità. In conclusione, crediamo che l'Argentina rimanga una storia idiosincratICA e vediamo un limitato effetto di contagio sul resto dell'universo dei mercati emergenti. Una differenza fondamentale con le turbolenze del mercato argentino nel 2018 è che le banche centrali sono ora diventate accomodanti a livello globale. La Fed ha già avviato un ciclo di allentamento, dando alle banche centrali dei mercati emergenti la possibilità di abbassare i tassi di interesse. Tuttavia, nelle economie emergenti il colpo al *sentiment* è evidente e il mercato è già più fragile dopo lo shock del 10% dei dazi aggiuntivi sulla Cina. Come abbiamo visto ieri (13 agosto) dopo l'annuncio del presidente Trump di posticipare le tariffe, le attività rischiose hanno iniziato a rimbalzare sulla scia dell'ottimismo attorno al rinnovo dei negoziati commerciali Cina-USA nelle prossime settimane. Il rischio geopolitico è elevato, portando ad un aumento dell'avversione al rischio degli investitori e della volatilità del mercato.

<sup>1</sup> Beta – Il beta misura la sensibilità di un investimento (volatilità) ai movimenti del mercato in relazione a un indice. Un beta pari a 1 indica che il prezzo di un titolo si è mosso con il mercato. Un beta inferiore a 1 significa che il titolo è stato meno volatile del mercato. Un beta superiore a 1 significa che il prezzo di un titolo è stato più volatile del mercato.

**“Stiamo navigando in un contesto di mercato più complicato, con fragilità in aumento. Questo richiede un approccio al rischio più cauto.”**

Stiamo navigando in un contesto di mercato più complicato, dopo una robusta ripresa da inizio anno, e le obbligazioni dei mercati emergenti non saranno immuni. In questa fase, perciò, l'attenzione sarà rivolta alla protezione degli attivi e all'aumento della gestione del rischio e della liquidità. Una stabilizzazione delle condizioni economiche e un certo allentamento nelle questioni commerciali potrebbero riaprire opportunità a livelli di rendimento più elevati. Nel complesso, la classe di attività rimane interessante per gli investitori che ricercano il rendimento.

## 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 di primo utilizzo: 14 agosto 2019.