

Ottobre 2024

Tendenze e opportunità nel credito a impatto

A colloquio con Stephen Liberatore e Jessica Zarzycki



Stephen M. Liberatore, CFA®
*Gestore di portafoglio, Head of ESG/Impact,
Global Fixed Income*



Jessica Zarzycki, CFA®
Gestore di portafoglio

Il mercato in rapida crescita del credito a impatto offre agli investitori una ricca fonte di opportunità e diversificazione.

I gestori di portafoglio di Nuveen Stephen Liberatore, CFA® e Jessica Zarzycki, CFA® discutono le tendenze di mercato dalle emissioni globali, passando per le transazioni innovative, fino alla definizione dell'impatto e al bilanciamento degli obiettivi di rendimento e sostenibilità. offrono spunti di riflessione sui diversi tipi di obbligazioni disponibili, evidenziando i vantaggi per gli investitori derivanti da diversificazione, dimensioni e strutturazione delle operazioni.

Quali sono i trend delle emissioni da lei riscontrate sul mercato delle obbligazioni sostenibili rispetto al mercato obbligazionario in generale?

SL: Probabilmente, quest'anno, supereremo 1.000 miliardi di USD in emissioni di obbligazioni definite green, sociali e sostenibili (GSS). Sul mercato ci saranno oltre 5.000 miliardi di dollari in emissioni storiche e il valore di mercato supererà i 4.000 miliardi. Anche se in Nuveen non definiamo l'impatto attraverso le etichette GSS, queste rappresentano comunque un ottimo indicatore della crescita di questo mercato.

Lo stock di emissioni dimostra che il mercato è maturo. Inoltre, ci consente di posizionare i portafogli in modo che siano performanti e ampiamente diversificati, indipendentemente dal contesto di mercato.

Individuiamo opportunità correlate all'impatto non solo nei titoli societari, ma anche nella maggior parte dei segmenti del mercato obbligazionario, tra cui titoli sovrani, sovranazionali, titoli garantiti da asset, titoli garantiti da ipoteche residenziali e commerciali, obbligazioni municipali, titoli emessi da agenzie governative, mercati emergenti e high yield.

Sono presenti differenze regionali?

JZ: L'Europa è il principale emittente di emissioni di GSS, rappresentando il 50% circa del mercato. Parte di questo volume più elevato è attribuibile alle

emissioni pubbliche, in particolare ai green bond di Italia, Francia e Germania. Le emissioni in Asia sono in crescita, mentre l'Australia ha emesso il suo primo green bond nel giugno di quest'anno. Tuttavia, la Cina rimane il principale emittente della regione, seguita da Corea e Giappone.

Attualmente individuiamo un numero crescente di enti sovrani e societari sui mercati emergenti che emettono obbligazioni GSS. A fronte dell'impellente necessità di far confluire capitali verso le economie a basso reddito, il mercato delle GSS offre un modo per aumentare la base degli investitori. Prevediamo che la maggior parte degli enti sovrani nei mercati emergenti si concentri su un perimetro di sostenibilità per le emissioni obbligazionarie, i cui proventi possono essere destinati a progetti *green* o sociali. È interessante notare tra l'altro che sempre più progetti green producono anche benefici sociali. Tra gli esempi in questo senso rientrano i prestiti alle donne agricoltrici volti a rafforzare la loro attività e implementare prassi agricole sostenibili. Ma anche i filtri in ceramica per l'acqua in grado di ridurre le emissioni di carbonio, che forniscono al contempo acqua potabile più sicura ai bambini delle scuole e permettono a insegnanti e studenti di trascorrere più tempo in aula.

Nel 2026, è prevista la scadenza di 1.000 miliardi di dollari di obbligazioni sostenibili. Questo quadro in che modo influenzerà l'emissione di obbligazioni sostenibili?

SL: Sicuramente rappresenta un'altra opportunità per aumentare le emissioni. Per esempio, anche se il mercato nel suo complesso continua a crescere, negli USA gli emittenti sono stati un po' più lenti a emettere titoli sostenibili nel 2024. Ciò è dovuto principalmente agli sforzi degli emittenti nel comprendere meglio le caratteristiche dell'*Inflation Reduction Act* prima di annunciare piani strategici, fissare budget per le spese di capitali e, in generale, determinare come potrebbero beneficiare di questa legge, che è ancora una novità. Man mano che ci avviciniamo al 2026, è probabile che gli emittenti formulino i loro piani.

Nuveen come definisce l'impact investing nel reddito fisso?

SL: Per noi, un investimento ad impatto deve avere un risultato sociale e/o ambientale diretto e misurabile. Il termine diretto si riferisce all'impiego dei proventi dell'obbligazione, mentre quello

misurabile fa riferimento alla trasparenza e alla pertinenza della rendicontazione sull'impatto per quanto riguarda i risultati. Tuttavia, e questo è un elemento fondamentale, siamo investitori che cercano di generare un extra rendimento nel corso del tempo; non stiamo erogando sovvenzioni o concedendo capitale.

Pertanto, quando esaminiamo una transazione, anche se fosse l'emissione di maggior impatto che abbiamo mai visto, non procederemo a un investimento se non avesse un interessante profilo di rendimento totale.

Quali sono, a suo giudizio, gli sviluppi più interessanti a livello di strumenti di finanziamento?

SL: Assisteremo a una maggiore innovazione in questo settore, e la finanza mista sarà probabilmente in prima linea in questo senso. La finanza mista si avvale di partenariati pubblico-privati al fine di creare transazioni con un qualche tipo di meccanismo di *de-risking*, così da renderle più attraenti per gli investitori.

Abbiamo preso parte ad alcune recenti operazioni innovative, in cui l'impiego molto chiaro dei proventi ci ha permesso di capire esattamente cosa avrebbero finanziato le transazioni. Quando ci impegniamo con emittenti e sottoscrittori per contribuire alla strutturazione di un'operazione, siamo guidati dalla nostra attenzione verso l'impiego dei proventi e una rendicontazione trasparente e basata sui risultati. Il nostro obiettivo consiste nel determinare esattamente come verrà utilizzato il capitale e come possiamo misurare i risultati.

JZ: Un vantaggio delle transazioni in finanza mista è avere agli esperti di settore. Parliamo con gli scienziati, i responsabili dei progetti e i funzionari governativi per comprendere non solo l'impatto ambientale, ma anche quello economico e sociale. Ciò ci permette di approfondire argomenti e discipline specifici quali la maggior parte dei gestori patrimoniali non ha competenze, come ad esempio la biologia dei rinoceronti o la biodiversità delle aree marine e la scienza alla base della riduzione delle emissioni rispetto ai crediti di rimozione.

Impariamo sempre e creiamo le nostre competenze analizzando nuovi progetti ambientali e sociali - come essi si ripercuotono sulle aziende, come

incidono sui governi e come possiamo migliorare la situazione in futuro. Vogliamo continuare ad ampliare il comparto, in modo da passare da \$1.000 miliardi di emissioni, a \$1.500 miliardi, fino a raggiungere \$2.000 miliardi. Poi, collettivamente, il mercato potrà iniziare a conseguire altri obiettivi sostenibili su larga scala.

Alcuni commentatori si chiedono se queste transazioni costituiscano una forma di finanziamento agevolato. Come si fa a bilanciare il rendimento finanziario di queste strutture con gli obiettivi a livello d'impatto?

SL: Il modo in cui valutiamo l'impatto di una transazione è se a quest'ultima sia associato un risultato diretto e misurabile. In questo senso, le critiche mosse ai *debt-for-nature swap* o ai *debt-for-climate swap* sembrano ignorare che non ci siano solo benefici ambientali, ma anche sociali. La riduzione del debito è legata alle opportunità economiche.

Uno dei nostri *debt-for-nature swap*, ad esempio, ha riguardato l'Ecuador. Il Paese è stato in grado di ridurre il suo debito residuo di oltre 1 miliardo di USD netti e di rimetterlo a un costo inferiore, grazie alla struttura di finanza mista associata all'operazione.

Una parte dei risparmi sul debito è stata destinata al miglioramento della gestione della pesca. Attualmente, l'Ecuador non può vendere il proprio pescato all'Unione Europea poiché non soddisfa i requisiti comunitari in materia di pratiche di pesca legali e sostenibili. I programmi che verranno lanciati e finanziati aumentano il valore aggiunto dell'intero processo di gestione della pesca ecuadoregno, fino al punto in cui il pesce dell'Ecuador potrà essere venduto nell'UE.

In questo caso, una migliore gestione della pesca può essere vantaggiosa per l'ambiente, in particolare per le zone attorno alle Galapagos, così da ridurre la pesca illegale. Tuttavia, genera anche opportunità sociali ed economiche, aumentando l'apertura del mercato, creando posti di lavoro e migliorando i mezzi di sussistenza. Inoltre, contribuisce a migliorare il profilo creditizio dell'Ecuador, grazie alle maggiori riserve in valuta forte e all'aumento delle entrate fiscali derivanti dal comparto della pesca. L'intera operazione, se strutturata correttamente, dovrebbe fornire non solo benefici ambientali, ma anche opportunità sociali.

Veniamo ad alcune delle transazioni in cui Nuveen è stata *lead investor*. Qual è il vantaggio per i nostri clienti?

SL: Siamo stati capocordata di alcune transazioni uniche nel loro genere: l'obbligazione per la riduzione delle emissioni in Vietnam, che ha fornito acqua pulita agli studenti delle scuole rurali vietnamite; il *debt-for-nature swap* in Ecuador; l'obbligazione per la conservazione della fauna selvatica, che ha finanziato programmi di protezione e riproduzione per la popolazione di rinoceronti neri, che sono in via d'estinzione, in Sudafrica; un'obbligazione per la riforestazione, che fornisce capitali per l'acquisto di aree precedentemente disboscate dell'Amazzonia. Stiamo parlando della prima transazione sul mercato pubblico del reddito fisso volta a rimuovere CO2 dall'ambiente.

Essendo leader in questo settore, veniamo spesso contattati prima che queste operazioni siano rese note a livello generale. Possiamo esprimere i nostri giudizi su ciò che avremmo bisogno di osservare in una operazione per prendervi parte.

Il coinvolgimento nella strutturazione ci permette di rappresentare i nostri investitori. Siamo in grado di ottenere la struttura più ottimale, i dati e le rendicontazioni appropriate e l'accesso agli esperti rilevanti, così da avere la miglior comprensione e conoscenza possibili su ciò che sta accadendo.

JZ: Il potere del no può essere altrettanto importante. Abbiamo detto no a transazioni che non soddisfacevano il nostro quadro di riferimento per un impatto diretto e misurabile. Di conseguenza, abbiamo assistito a transazioni successive con strutture migliori e più rigide.

Un buon esempio è stato il nostro giudizio non basato sul consenso sulle obbligazioni legate alla sostenibilità ("SLB").

Non soddisfano i nostri requisiti diretti e misurabili, quindi non siamo attivi in quello spazio. Siamo stati tra i primi investitori a individuare i numerosi punti deboli della struttura, tali da mettere in discussione la credibilità dei SLB. E ora l'emissione di SLB potrebbe aver raggiunto il picco. Nonostante il mercato label sia cresciuto di circa il 5% su base annua, le emissioni di SLB, da inizio anno, hanno registrato un calo di circa il 50%.

Il mercato dei social bond sembra essere cresciuto più lentamente rispetto ad altri comparti. Perché, e in

che modo questa situazione potrebbe cambiare in futuro?

SL: Credo che molto abbia a che fare con la natura di ciò che è misurabile. I parametri d'impatto per i green bond vengono meglio compresi sia dagli emittenti che dagli investitori. Se si investe in un progetto di energia idroelettrica, in un impianto geotermico o in un parco eolico, ci si può aspettare parametri come i megawattora di energia prodotta, le stime sul numero di case che verrebbero alimentate da quel particolare progetto e le stime sulle emissioni di gas serra evitate.

L'impatto sociale costituisce un insieme di opportunità molto più ampio ed è più difficile trovare misurazioni specifiche. Tuttavia, la situazione sta cambiando. Dall'inizio della pandemia, gli emittenti sono diventati più attenti e creativi nella misurazione dei risultati, ad esempio calcolando il numero di persone che hanno accesso a un'assistenza sanitaria aggiuntiva o il numero di individui che hanno accesso a cibo fresco. Oggi esistono più parametri per le questioni sociali ritenuti accettabili dagli emittenti e dagli investitori.

Cosa sta facendo Nuveen per contribuire alla crescita di quest'area di mercato?

SL: Siamo molto attivi sul mercato sociale. Siamo stati il lead investor in cinque delle sei transazioni di IIX, Impact Investment Exchange, leader negli investimenti in orange bond. Gli orange bond guardano alla parità di genere e il capitale raccolto è destinato alle donne che vivono in mercati svantaggiati in tutto il mondo. L'etichetta deriva dal colore dell'Obiettivo di sviluppo sostenibile 5 per la parità di genere. Io e Jessica facciamo parte del comitato direttivo della Orange Bond Initiative.

Siamo stati coinvolti in molti tipi diversi di operazioni per le abitazioni a prezzi accessibili in tutti i settori, sia che si tratti di titoli garantiti da ipoteca, con Fannie Mae e Freddie Mac negli Stati Uniti, che del comparto dei titoli garantiti da ipoteche commerciali, dove abbiamo lavorato con sviluppatori di piccole e grandi dimensioni.

Ciò che stiamo portando avanti in ambito sociale è simile a quello che abbiamo attuato nel comparto dei bond ambientali. Quando siamo ricorsi per la prima volta all'impact investing nel comparto obbligazionario, ho fatto parte del comitato esecutivo iniziale dei Green Bond Principles, contribuendo alla stesura di questi principi guida per l'emissione di green bond. Anche in questo caso, io e Jessica condividiamo la nostra

esperienza e le nostre conoscenze in una serie di gruppi di lavoro in diversi settori, nell'ambito di variegate tipologie di transazioni. Siamo molto attivi nel contribuire a plasmare il mercato, in modo che rappresenti ciò che i nostri investitori stanno cercando.

Ci auguriamo che, condividendo le nostre conoscenze, verrà eseguito sul mercato un numero sempre maggiore di transazioni in grado di soddisfare il nostro approccio agli investimenti a impatto. In qualità di gestori attivi alla ricerca di un *total return*, ciò accresce la nostra opportunità di generare potenzialmente un extra rendimento nel corso del tempo.

JZ: La speranza è che il modo e i progetti in cui investiamo consentano al mercato di progredire, facendo confluire il capitale in aree che oggi ne hanno bisogno. I nostri clienti ci chiedono di sostenere risultati che siano realizzabili ora, senza la necessità di etichette o di rientrare in regimi di tassonomia troppo rigidi.

Perché il mercato delle obbligazioni legate alla transizione non è ancora decollato?

SL: Credo che il termine "transizione" riguardi un livello più elevato. Riteniamo che ciò equivalga a un vero e proprio cambiamento del modello di business dell'emittente e/o del suo settore.

Abbiamo esaminato tutte le obbligazioni correlate alla transizione e investito solo in una: Marfrig, un'azienda brasiliana che produce proteine. I proventi dell'emissione sono stati impiegati per monitorare via satellite il bestiame che l'azienda possiede o sta pensando di acquistare. In questo modo, la società può evitare il bestiame localizzato nelle aree disboscate della foresta pluviale amazzonica. Stiamo parlando di un'obbligazione correlata alla transizione, perché se Marfrig è in grado di procedere in questo senso, allora anche altre aziende che producono proteine operanti in Brasile potrebbero fare la stessa cosa. È un'asticella molto alta e credo che questo sia il motivo per cui le obbligazioni correlate alla transizione non sono decollate come ci si attendeva inizialmente.

Ci descriva le caratteristiche distintive della strategia a impatto Global Credit lanciata di recente da Nuveen.

JZ: La strategia investe esclusivamente in titoli a impatto. Tutti gli investimenti del portafoglio rientreranno nel perimetro di riferimento a impatto di Nuveen, utilizzando il nostro approccio diretto, che prevede l'impiego dei proventi, con

risultati misurabili e con un focus sulle nostre quattro tematiche legate all'impatto: abitazioni accessibili; comunità e sviluppo economico; energie rinnovabili e cambiamento climatico; risorse naturali.

Abbiamo scelto un benchmark noto e convenzionale di obbligazioni societarie. Riteniamo che la strategia abbia un potenziale per sovraperformare questo benchmark e i suoi pari, considerata l'ampiezza e la profondità del mercato degli impact bond. La maturità del mercato ci consente d'investire in modo trasversale spaziando a livello settoriale, qualitativo e valutario e di posizionare il portafoglio in base alla fase del ciclo creditizio in cui ci troviamo.

Ci concentreremo principalmente su emissioni societarie di tipo investment grade e contribuiremo a indirizzare i capitali su larga scala verso la transizione energetica dell'emittente. Tutto questo, spesso, avrà anche dei co-benefici positivi per la società. Inoltre, investiremo in altri strumenti, tra cui titoli garantiti da ipoteca, titoli garantiti da attività, obbligazioni municipali, mercati emergenti, comparto high yield, obbligazioni sovranazionali e agenzie. Investiremo anche in operazioni innovative di finanza mista con risultati ambientali e sociali.

Le tradizionali tecniche d'investimento attivo nel reddito fisso, come l'asset allocation, la selezione dei titoli, il posizionamento sulla curva dei rendimenti e le valute, rimarranno fattori chiave per la performance. Riteniamo che la strategia sia adatta non solo ai mandati sostenibili, ma anche ai modelli tradizionali di asset allocation.

Per ulteriori informazioni, visitare il sito nuveen.com.

Note finali

Dati tratti da Sustainable Bonds Insights 2024, Environmental Finance.

Il presente materiale non è da intendersi come una raccomandazione o una consulenza in materia d'investimento, né costituisce una sollecitazione alla compravendita o alla detenzione di un titolo o di una strategia d'investimento, e non viene fornito a titolo fiduciario. Le informazioni riportate non tengono conto degli obiettivi specifici o delle circostanze di un particolare investitore, né suggeriscono una particolare linea d'azione. Le decisioni in materia d'investimento dovrebbero essere assunte in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore e in consultazione con i suoi professionisti finanziari. I giudizi e le opinioni espressi vengono rilasciati solo a scopo informativo ed educativo alla data di redazione/ scrittura e possono mutare senza preavviso in qualsiasi momento, in base a numerosi fattori, come le condizioni di mercato o di altro tipo, gli sviluppi legali e normativi, ulteriori rischi e incertezze e potrebbero non realizzarsi. Questo materiale potrebbe contenere informazioni "previsionali", che non sono di natura puramente storica. Tali informazioni possono includere, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e la composizione proposta o prevista del portafoglio. Eventuali modifiche alle ipotesi formulate nella redazione di questo materiale potrebbero avere un impatto significativo sulle informazioni qui presentate a titolo esemplificativo. I dati sui rendimenti indicati rappresentano i risultati passati e non predicano né garantiscono i risultati futuri. L'investimento comporta dei rischi; la perdita del capitale è possibile. Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non viene rilasciata alcuna dichiarazione o garanzia circa l'accuratezza, l'affidabilità o la completezza, né alcuna responsabilità per le decisioni basate su tali informazioni e non si deve fare affidamento su di esse. Per le definizioni dei termini e le descrizioni degli indici, si prega di accedere al glossario all'indirizzo nuveen.com. Non è possibile investire direttamente in un indice. Informazioni importanti sul rischio L'investimento comporta un rischio; è possibile la perdita del capitale. Tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio e non viene rilasciata alcuna garanzia che un investimento assicuri una performance positiva in qualsiasi periodo di tempo. L'investimento in obbligazioni municipali comporta dei rischi, quali quello legato ai tassi d'interesse, il rischio creditizio e il rischio di mercato. Il valore del portafoglio fluttuerà in base a quello dei titoli sottostanti. Sono presenti rischi particolari legati agli investimenti in obbligazioni high yield, alle attività di copertura e al potenziale utilizzo della leva finanziaria. I portafogli che includono obbligazioni municipali con rating inferiore, comunemente denominate "high yield" o "junk", che sono considerate speculative, comportano un incremento del rischio creditizio e d'investimento del portafoglio. L'assicurazione obbligazionaria garantisce solo il pagamento del capitale e degli interessi dell'obbligazione alla scadenza, e non il valore delle obbligazioni stesse, che fluttuerà in base al mercato obbligazionario e al successo finanziario dell'emittente e dell'assicuratore. Non viene fornita alcuna garanzia sulla capacità dell'assicuratore di far fronte ai propri impegni.

Queste informazioni non devono sostituire la consultazione da parte di un investitore di un professionista finanziario in merito alla propria situazione fiscale. Nuveen non è un consulente fiscale. Gli investitori dovrebbero rivolgersi a un fiscalista per valutare l'opportunità di investimenti esenti da imposte nel proprio portafoglio. Se vendute prima della scadenza, le obbligazioni municipali sono soggette a guadagni/perdite in base al livello dei tassi d'interesse, alle condizioni di mercato e alla qualità creditizia dell'emittente. Il reddito può essere soggetto all'imposta minima alternativa (AMT) e/o alle imposte statali e locali, a seconda dello Stato di residenza. Il reddito delle obbligazioni municipali detenute da un portafoglio potrebbe essere dichiarato imponibile a causa di modifiche sfavorevoli delle leggi fiscali, di interpretazioni avverse da parte dell'Internal Revenue Service o delle autorità fiscali statali, o di una condotta non conforme dell'emittente delle obbligazioni. È importante rivedere i propri obiettivi d'investimento, la tolleranza al rischio e le proprie esigenze di liquidità prima di scegliere uno stile d'investimento o un gestore.

Nuveen, LLC fornisce soluzioni d'investimento tramite i suoi specialisti degli investimenti.

Le presenti informazioni non costituiscono una ricerca in materia di investimenti secondo la definizione della MiFID.

nuveen

A TIAA Company

1669651

3976259-0926