

Secondo trimestre 2025

Ripensare i mercati emergenti in valuta forte



Katherine Renfrew

Head of Emerging Markets Corporates and Quasi-Sovereigns



John Espinosa

Head of Sovereigns



Melissa Zaccagnino

*Associate Portfolio Manager,
Emerging Markets Debt*



Jeffrey Smith

*Client Portfolio Manager,
Emerging Markets Debt*

Tradizionalmente, l'approccio all'esposizione in valuta forte dei mercati emergenti prevede la gestione separata di obbligazioni sovrane e societarie in portafogli distinti.

Il presente documento mette in discussione questa idea. Riteniamo che gli investitori debbano ripensare i metodi attuali. Esponiamo il caso che un portafoglio in valuta forte con la possibilità di investire sia in titoli sovrani sia societari migliori la capacità di:

- ottimizzare le prospettive d'investimento a livello nazionale*
- gestire efficacemente il rischio attivo e il rischio di ribasso*
- conseguire con maggiore efficienza gli obiettivi di rischio-rendimento*

LE DINAMICHE DI PAESE SONO CRITICHE

I mercati emergenti (EM) presentano un ampio spettro di opportunità diversificate, che spaziano da mercati dei capitali consolidati come il Brasile e i centri finanziari dell'Arabia Saudita, fino ai mercati di frontiera come il Ghana e l'Ucraina, quest'ultima segnata dalla crisi. Nell'universo EM in valuta forte, l'esposizione è

ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI RILEVANTI RIPORTATE NELLE NOTE FINALI.

NON ASSICURATO FDIC | NESSUNA GARANZIA BANCARIA | PUÒ PERDERE VALORE

accessibile attraverso obbligazioni sovrane denominate in dollari statunitensi o in altre valute dei mercati sviluppati, tramite agenzie governative (denominate quasi-sovrane) oppure attraverso emittenti societari con sede o focus operativo nei mercati emergenti.

A prescindere dal settore o dalla tipologia, il rischio paese rappresenta generalmente il fattore dominante che gli investitori nei mercati emergenti devono valutare con particolare attenzione. La gamma dei rischi sovrani è estremamente variegata tra i diversi mercati emergenti, spaziando da una regolamentazione permissiva su questioni politiche, fino a controlli sui capitali o, nei casi più estremi, rischi di esproprio.

Una delle manifestazioni più evidenti della varietà dei mercati del debito emergente si riflette nella dispersione dei rendimenti. La figura 1 illustra i dati relativi all'ultimo decennio. Ogni anno evidenzia un significativo differenziale di rendimento tra i Paesi con le performance migliori e peggiori. Nel 2024, per esempio, il Paese con la performance più elevata ha registrato un rendimento del 118%, mentre quello con la performance più debole ha subito una flessione di quasi il 6% - un divario di 124 punti percentuali.

I rendimenti medi dei primi e degli ultimi cinque Paesi mostrano un andamento analogo, con un'escursione superiore agli 80 punti percentuali nel 2024. I dati evidenziano inoltre come le marcate differenze nei rendimenti tra Paesi rappresentino una costante strutturale nel debito dei mercati emergenti.

Questa dispersione dimostra come la selezione dei paesi eserciti un'influenza determinante sulla performance

del portafoglio. Per definire il posizionamento ottimale dell'esposizione a un paese all'interno di un portafoglio di debito emergente, è fondamentale sviluppare una comprensione esaustiva del rischio paese.

Le dinamiche di performance dei Paesi sono in gran parte funzione dei fattori di crescita economica, della dinamica dell'inflazione, delle ragioni di scambio e dei livelli di indebitamento sovrano. Gli investitori devono valutare le politiche fiscali e monetarie sovrane, la liquidità dei mercati dei capitali, l'attività di importazione ed esportazione, le dinamiche valutarie e il livello delle riserve valutarie. Oltre agli indicatori finanziari, come gli spread di credito e i rating, è necessario considerare anche gli aspetti qualitativi. Questi includono l'integrità delle istituzioni sociali, la struttura politica, le norme di governance, lo stato di diritto attraverso la legislazione e adeguati diritti dei creditori in caso di fallimento o ragionevoli protezioni degli azionisti di minoranza.

Questi fattori influenzano il profilo di rischio e il potenziale di rendimento di un Paese. Di conseguenza, i fattori di rischio sovrano sono in genere i principali driver della performance del debito, soprattutto su orizzonti temporali più lunghi.

ESPANDERE L'ORIZZONTE DELLE OPPORTUNITÀ

La capacità di implementare strategie d'investimento su un determinato Paese attraverso titoli sia societari che sovrani offre agli investitori ulteriori leve per generare rendimenti corretti per il rischio più elevati rispetto

Figura 1: Rendimenti del debito dei mercati emergenti

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023	2024
Paese migliore	41.8%	41.2%	57.1%	14.0%	31.7%	17.3%	48.0%	6.9%	116.5%	118.4%
Media della Top 5	24.7%	34.0%	30.0%	4.4%	27.6%	14.6%	22.4%	3.3%	73.8%	79.5%
JPM EMBI-GD	1.2%	10.2%	10.3%	-4.3%	15.0%	5.3%	-1.8%	-17.8%	11.1%	6.5%
Media degli ultimi 5	-13.4%	-8.8%	3.0%	-15.7%	-13.4%	-39.6%	-20.5%	-52.6%	-8.8%	-2.8%
Paese peggiore	-19.5%	-36.3%	0.5%	-24.8%	-36.5%	-74.6%	-29.7%	-76.5%	-34.3%	-5.7%

Rendimenti dell'indice JPMorgan EMBI Global Diversified. Fonte: Morningstar Direct, JPMorgan. Correlazioni a 3 anni. Fonte: Morningstar Direct, JPMorgan. Correlazioni a 3 anni. Migliore, peggiore. 2024: Libano, Venezuela. 2023: El Salvador, Bolivia. 2022: Iraq, Ucraina. 2021: Zambia, El Salvador. 2020: Uruguay, Libano. 2019: Ucraina, Libano. 2018: Mozambico, Zambia. 2017: Belize, Bolivia. 2016: Ecuador, Belize. 2015: Ucraina, Zambia..

*2022 Esclude la Russia che è uscita dal benchmark. Tutti i periodi precedenti al 2024 escludono il Venezuela

a un portafoglio composto esclusivamente da titoli sovrani (dove la leva intra-paese è sostanzialmente limitata al posizionamento sulla curva). Inoltre, l'ampliamento dell'universo investibile alle obbligazioni societarie fornisce maggiori opportunità di diversificazione e di gestione dei rischi di duration e di qualità creditizia.

Come evidenziato nella figura 2, dopo aver superato la soglia di 1.000 miliardi di dollari nel 2012, lo stock di obbligazioni societarie in valuta estera dei mercati emergenti ha oltrepassato i 2.000 miliardi nel 2017, raggiungendo quota 2.500 miliardi di dollari entro fine 2024. Tale ammontare supera significativamente sia la dimensione del mercato del debito sovrano estero dei mercati emergenti (1.500 miliardi di dollari) sia quella del mercato obbligazionario high yield statunitense (1.500 miliardi di dollari).¹

Un'ulteriore caratteristica distintiva del mercato societario, significativamente meno frequente nei

mercati del debito sovrano, è la costante presenza di nuovi emittenti, sia quasi-sovrani che corporate.

Gli emittenti corporate che si affacciano per la prima volta sul mercato stanno emettendo titoli di debito (cfr. fig. 3), ampliando così lo spettro delle opportunità d'investimento e offrendo maggiore diversificazione e potenziale di rendimento. Si prevede che questa tendenza proseguia. Per il 2025, le proiezioni indicano che le società dei mercati emergenti emetteranno titoli per 383 miliardi di dollari, quasi il doppio delle emissioni sovrane in valuta forte.²

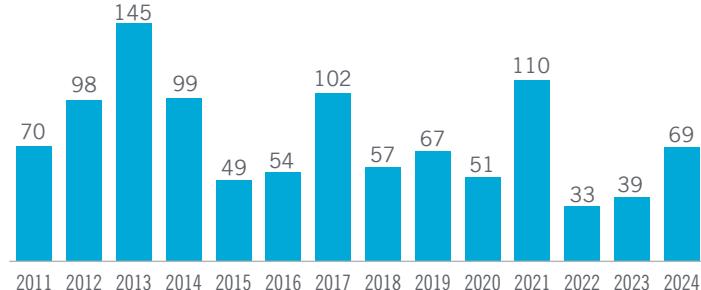
Gli investitori focalizzati esclusivamente sui titoli sovrani, che seguono il diffuso indice JPMorgan Emerging Market Bond Index (EMBI), presentano già una certa esposizione alle obbligazioni societarie, sebbene questa possa essere classificata sotto una denominazione differente. L'EMBI include una quota significativa di debito societario grazie all'allocazione di quasi il 20% ai titoli quasi-sovrani, definiti come interamente controllati dal governo nazionale.

Figura 2: La crescita delle opportunità in valuta forte delle imprese EM



Fonte: J.P. Morgan al 31 ottobre 2024.

Figura 3: Debutto di emittenti societari EM



Fonte: Presentazione della strategia aziendale di JPM, prospettive per il 2025. Al 26 novembre 2024 (ultimo dato disponibile).

Figura 4: Caratteristiche di investimento del debito in valuta forte degli EM

Settore	Capitalizzazione di mercato \$ (utilizzando un ampio indice)	Investment Grade %	Valutazione media	Durata (anni)	Numero di paesi	Numero di emittenti
Sovrano (EMBI)	1,268 milioni di dollari	34.8%	BB+	6.65	72	79
Quasi sovrano (EMBI)	0,291 milioni di dollari	71.2%	BBB+	5.99	27	83
Aziende (CEMBI)	1,166 milioni di dollari	57.9%	BBB-	4.13	63	748

Fonte: JPM al 31 dicembre 2024.

Tale componente comprende obbligazioni per un controvalore di circa 339 miliardi di dollari emesse da 27 Paesi diversi (cfr. fig. 4), e solo una minima parte (l'1% dei quasi-sovrani) beneficia di garanzie.

Sebbene JPMorgan applichi criteri rigorosi e proprietari per la classificazione degli emittenti quasi-sovrani, esiste un ampio spettro di emittenti che si collocano in una posizione intermedia tra il settore privato e il controllo statale. Limitare rigorosamente l'universo d'investimento agli emittenti sovrani e quasi-sovrani ammissibili all'EMBI significa rinunciare a un'importante leva per la generazione di rendimenti corretti per il rischio.

Una considerazione ulteriore riguarda i casi in cui le entità quasi-sovrane procedono alla quotazione di titoli azionari, perdendo così l'ammissibilità all'indice EMBI. Ciò può comportare una rotazione del portafoglio potenzialmente inefficiente o penalizzante. Un esempio emblematico è rappresentato da Saudi Aramco che, nel maggio 2019, era interamente controllata dallo Stato quando ha effettuato la sua prima emissione obbligazionaria in valuta forte, risultando così ammissibile all'EMBI. Gli investitori in titoli sovrani erano già consapevoli che la forza economica di Saudi

la kazaka KazMunayGas e Abu Dhabi National Energy Company. Questa sovrapposizione sottolinea l'importanza di una comprensione integrata delle dinamiche sia societarie che sovrane nell'analisi delle emissioni obbligazionarie.

Ripensando l'approccio ai mercati emergenti in valuta forte per includere obbligazioni sovrane, societarie e quasi-sovrane con partecipazione statale parziale, gli investitori possono accedere a un ventaglio più ampio di strumenti per implementare le proprie strategie d'investimento e gestire i portafogli. L'adesione rigida ai criteri di inclusione negli indici potrebbe precludere l'accesso ad alcune delle entità economiche più dinamiche o strategicamente rilevanti nelle economie emergenti.

AUMENTARE L'ESPOSIZIONE AI BOND SOCIETARI, GESTIRE IL RISCHIO

I bond societari possono svolgere un ruolo significativo nella gestione del rischio di ribasso e del rischio attivo di un portafoglio in valuta forte, consentendo agli investitori di catturare l'alfa in modo più efficiente.

I portafogli di soli titoli sovrani dovranno generalmente assumere un rischio paese più attivo per sovrapassare il benchmark, data l'ampia dispersione dei rendimenti precedentemente menzionata. Un set di opportunità ristretto, limitato ai titoli sovrani, potrebbe portare a sottopesare i Paesi con rendimenti inferiori alla media ma solidi dal punto di vista dei fondamentali. Un set di opportunità più ampio che include i bond societari offre agli investitori un maggior numero di opzioni per generare rendimenti, potenzialmente più elevati, che possono integrare o sostituire l'esposizione ai titoli sovrani.

Il Cile, ad esempio, ha uno dei fondamentali creditizi più solidi dell'America Latina e vanta uno dei rating più stabili tra i mercati emergenti, con un profilo di rating A2, A e A- rispettivamente da parte di Moody's, S&P e Fitch.

Grazie ai solidi fondamentali del Cile e al miglioramento sul fronte degli sviluppi istituzionali, il suo mercato corporate e quasi-sovrano è fiorito, offrendo un insieme robusto e diversificato di emittenti in una serie di settori e profili di rating. Guardando al di là del debito sovrano, gli investitori possono sfruttare la stabilità del contesto macroeconomico cileno, ma anche



L'inclusione dei bond societari offre agli investitori un maggior numero di opzioni di rendimento, potenzialmente più elevate, che possono integrare o sostituire l'esposizione ai titoli sovrani.

Aramco derivasse principalmente dalle sue vaste riserve di idrocarburi di alta qualità a basso costo di estrazione, gestite in esclusiva, e dalla sua posizione dominante nell'OPEC e nei mercati petroliferi globali. Tuttavia, in seguito all'IPO del gennaio 2020, con la quotazione del 3% del capitale, il debito è stato successivamente trasferito nell'indice JPMorgan Corporate Emerging Markets (CEMBI).

Questo caso evidenzia la sottile linea di demarcazione tra supporto pubblico e proprietà, illustrando perché gli investitori dovrebbero ampliare il proprio orizzonte nell'universo delle valute forti. Altri esempi significativi di titoli quasi-sovrani migrati dall'EMBI al CEMBI includono Indian Railway Finance Corporation,

Figura 5: il continuum di investimento della Turchia riflette il premio di complessità del paese, che richiede una certa specializzazione

Turkiye Government	Turkish Wealth Fund	Export Credit Bank of Turkiye	Turkiye Vakiflar Bankasi	Ford Otosan	Ulker Biskivi	TurkCell Iletisim Hizmetleri	Limak Cemento	Eregli Demir ve Celik Fabrikalar	
Descrizione dell'emittente	Governo sovrano della Turchia.	Investe in servizi finanziari, trasporti e logistica, energia, tecnologia, telecomunicazioni, agricoltura e immobili. Serve i clienti nazionali.	Offre prestiti all'esportazione, assicurazioni sui crediti e prodotti derivati. Serve una base di clienti domestica.	Offre depositi e servizi di corporate retail e investment banking. Servizi di prestito e di gestione patrimoniale.	Produce e distribuisce autocarri, autovetture, autobus, rimorchi e pick-up Ford. Leader nella produzione/esportazione di veicoli commerciali in Turchia.	Produce biscotti, torte, wafer, cioccolato. Esporta in tutta la Turchia, Europa, Nord America, Africa e Asia.	Servizi di comunicazione e tecnologia convergenti con asset regionali e servizi globali.	Produttore di cemento e prodotti a base di cemento con distribuzione in tutta la Turchia.	Produce acciaio utilizzato nei settori automobilistico, dei tubi, degli elettrodomestici e dei macchinari. Mercati in Europa, Stati Uniti e Giappone.
Settore	Sovrano	Quasi-Sovereign	Quasi-Sovereign	Partial Quasi-Sovereign	Corporate	Corporate	Corporate	Corporate	
Industria	Governo	Govt-related	Govt-related (Bank)	Govt-related (Bank)	Auto manufacturing	Food products	Wireless	Building materials	
In EMBI	Sì	Sì	Sì	No	No	No	No	No	
In CEMBI	No	No	No	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	
Qualità	BB-	BB-	BB-	B+	BB	BB	BB-	B	

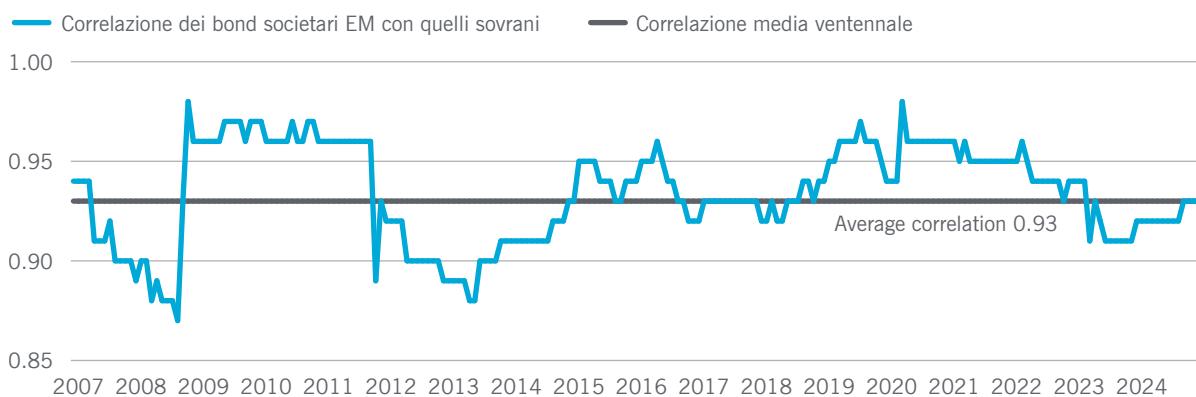
Fonte: Nuveen, Bloomberg

essere adeguatamente compensati con interessanti opportunità di rendimento e di spread.

Mentre il Cile è stato relativamente stabile, la Turchia, invece, ha sperimentato molti regimi economici diversi. Recentemente è tornata all'ortodossia, ma alcune delle sue precedenti pratiche economiche meno convenzionali hanno reso diffidenti gli investitori, in particolare quelli che si concentrano sulle obbligazioni sovrane e quasi sovrane. Tuttavia, come mostra la figura 5, la Turchia offre un'ampia gamma di emissioni societarie che rappresentano ulteriori leve per gli

investitori, a seconda del contesto economico. Gli esportatori, ad esempio, possono potenzialmente trarre vantaggio da un deprezzamento della valuta grazie alla riduzione dei costi dei fattori produttivi nel proprio Paese e all'aumento dei prezzi dei prodotti esportati (se aggiustati per la valuta nazionale). Molte società e banche private turche sono riuscite a superare con successo i passati cicli di turbolenza economica, e questo dovrebbe continuare a fornire fiducia degli investitori in caso di cambiamento delle posizioni politiche. La possibilità di investire in questo tipo di emittenti è una leva importante per gestire l'esposizione

Figura 6: Correlazione tra i bond societari EM e i titoli sovrani EM



Bond societari EM e sovrani EM rappresentati rispettivamente da JPMorgan CEMBI Diversified e JPMorgan EMBI Global Diversified. Fonte: Morningstar Direct, JPMorgan: Morningstar Direct, JPMorgan. Correlazioni a 3 anni. Fonte: Morningstar Direct, JPMorgan: Morningstar Direct, JPMorgan. Correlazioni a 3 anni.

Figura 7: Tracking error a 10 anni

Categorie e benchmark di eVestment	Tracking error a 10 anni utilizzando il benchmark preferito dal gestore
Global Emerging Markets	Mediano
Fixed Income, Hard currency	Quartile inferiore (più alto) Quartile superiore (più basso)
Portafoglio ipotetico 60% sovrani/40% corporate	1.47
JPM CEMBI Diversificato	3.68
JPM EMBI Globale Diversificato	0.00

Fonte: eVestment, Nuveen. Dati al 31 dicembre 2024. Il portafoglio ipotetico comprende 60% JPM EMBI GD e 40% JPM CEMBI-D.

al Paese e il profilo di rischio del portafoglio. Molte obbligazioni societarie, ma non tutte, offrono rendimenti e redditi aggiuntivi rispetto alle obbligazioni sovrane esterne, il che può migliorare ulteriormente la diversificazione e i rendimenti per gli investitori.

Con il mutare del contesto politico ed economico, possono cambiare anche gli strumenti che gli investitori utilizzano per esprimere la loro view sul Paese,

aumentando o riducendo l'esposizione sovrana e societaria e ripensando gli emittenti all'interno delle allocazioni societarie.

I dati di correlazione supportano la tesi che l'aggiunta di obbligazioni societarie non introduce necessariamente un maggiore rischio attivo, misurato dal tracking error.

Ciò è evidente nell'elevata correlazione tra l'EMBI e il CEMBI nel tempo. Come mostra la figura 6, le correlazioni tra le obbligazioni societarie dei mercati emergenti e il debito sovrano sono elevate, pari a 0,93 negli ultimi 20 anni. In questo periodo, che comprende la crisi finanziaria globale del 2008, la crisi del debito sovrano dell'euro nel 2011, la pandemia del 2020 e lo scoppio della guerra in Ucraina nel 2022, le correlazioni si sono mantenute costantemente alte, nell'intervallo di 0,87 e 0,98.

Analogamente, un ipotetico portafoglio che combina il 40% di esposizione societaria e il 60% sovrana presenta un tracking error a 10 anni di appena 1,47 rispetto al JPM EMBI GD (figura 7). Lo stesso portafoglio ipotetico 40/60 si collocherebbe nel quintile più basso per tracking error tra quelli della categoria eVestment Global Emerging Markets Hard Currency, e il suo

INQUADRARE IL SET DI OPPORTUNITÀ

Classificazione della coorte di paesi

Stabile

- Un quadro economico solido
- Solidi buffer
- Esigenze di finanziamento gestibili

Riformatore

- Prospettive in miglioramento
- Sta affrontando le principali riforme strutturali
- Potenziale di miglioramento del PIL e del contesto di investimento

Ritardatario

- Prospettive in peggioramento o incerte
- Necessità di una riforma strutturale
- Preoccupazioni per la coerenza delle politiche

Di Frontiera

- Mercati in crescita
- Buone storie di crescita potenziale
- Correlazione inferiore

In crisi

- Significativamente a rischio
- Instabilità politica, economica e strutturale
- La prospettiva rimane scarsa/altamente incerta

Difronte a un universo così ampio e a una gamma così diversificata di dinamiche nazionali, classificare i mercati emergenti con caratteristiche di rischio simili può aiutare a inquadrare le decisioni di investimento. A nostro avviso, ciò è particolarmente appropriato quando si estende il rischio quasi sovrano o il set di opportunità societarie.

Nell'analisi dei Paesi, il team di Nuveen Emerging Markets Debt valuta il quadro giuridico, il sistema di governo, le infrastrutture e le politiche normative di un Paese per classificarlo come stabile, riformatore, ritardatario, di frontiera o in crisi. Questa classificazione, definita qui a fianco, segnala una visione sullo stato di un Paese e viene utilizzata insieme a dati tecnici, valutazioni e selezione dei titoli per determinare l'esposizione al Paese e il modo migliore per esprimere la convinzione a livello nazionale attraverso l'insieme di opportunità ammissibili.

Vale la pena notare che la classificazione è una valutazione qualitativa e un'analisi quantitativa. Non è statica e può cambiare a seconda degli sviluppi di un Paese. Il quadro di riferimento consente di raggruppare in modo dinamico i Paesi che seguono traiettorie simili e che possono essere trasversali alle regioni geografiche, ai livelli di reddito e ai rating creditizi, consentendo una visione approfondita.

Sharpe ratio migliora significativamente su un periodo di tempo più lungo. Per un periodo di dieci anni, il rapporto è stato di 0,21, con un aumento del 40% rispetto al valore di 0,15 del JPM EMBI GD.³

Un’ulteriore considerazione per gli investitori è il rischio di concentrazione. Un portafoglio che può investire sia in obbligazioni societarie che in titoli sovrani dovrebbe, in teoria, essere in grado di minimizzare i rischi rispetto a portafogli sovrani e societari gestiti separatamente. Per i portafogli incentrati sui titoli sovrani, le decisioni di selezione dei titoli consistono generalmente nel posizionamento della curva e, nel migliore dei casi, in una manciata di titoli quasi sovrani che possono offrire un modesto spread rispetto alla loro controparte sovrana. La leva più importante per la determinazione dei rendimenti è la ponderazione relativa dei Paesi rispetto al benchmark, ossia l’allocazione per Paese.

Sebbene si tratti di una leva preziosa, un’eccessiva enfasi sulle ponderazioni per Paese può portare a sostanziali periodi di sottoperformance anche se solo alcune di queste posizioni attive vanno male, in particolare tra i crediti con rating più basso, dove aumenta il rischio di default. Esempi di questo tipo sono i portafogli che hanno ipotizzato un elevato recupero per il default del debito venezuelano nel 2018 prima dell’applicazione delle sanzioni, portafogli

rialzisti sull’Argentina prima della sconfitta alle primarie del presidente Macri nel 2019 e portafogli che hanno sottovalutato la portata dell’invasione russa dell’Ucraina all’inizio del 2022 e la risposta rapida e coordinata dell’Occidente per isolare la Russia dai mercati globali.

Quei portafogli hanno subito notevoli ribassi che potrebbero richiedere molti trimestri o addirittura anni per essere recuperati.

Separatamente, il profilo di rischio aggregato dei due singoli portafogli societari e sovrani potrebbe essere troppo concentrato in un particolare Paese se i gestori assumono gli stessi rischi attivi o rischi simili e non sono consapevoli del posizionamento reciproco. Ciò potrebbe comportare dei problemi data l’esposizione dell’asset class ai rischi idiosincratici specifici di un Paese, come illustrato in precedenza. Inoltre, ciò comporta un onere aggiuntivo per gli investitori, che potrebbero aver bisogno di risorse supplementari per monitorare due portafogli e gestori separati nel contesto del loro più ampio portafoglio di investimenti.

APPROFONDIMENTI SUGLI INVESTIMENTI

La possibilità di utilizzare sia le obbligazioni sovrane che quelle societarie nello stesso portafoglio di debito dei mercati emergenti non solo offre agli investitori più strumenti con cui esprimere la propria convinzione d’investimento e aiutare a gestire i rischi, ma può anche approfondire le conoscenze su cui basare le decisioni d’investimento.

Le condizioni macroeconomiche di un Paese - compresi i livelli di attività economica e di inflazione, nonché la politica monetaria e fiscale – determinano il contesto in cui opera un’impresa, mentre la giurisdizione è fondamentale. Un team dedicato all’EM corporate che sia consapevole di come i settori economici e le grandi aziende operano e competono in un contesto globale, può fornire spunti importanti che un approccio puramente sovrano potrebbe trascurare.

L’integrazione delle competenze a livello sovrano e societario genera un potenziale vantaggio competitivo, consentendo un approccio olistico agli investimenti nei mercati emergenti che minimizza i punti ciechi nell’analisi.

Figura 8: Profilo dell’emittente EMBI

	No. Paesi	Emittenti	% EMBI
Stabile	23	70	53.2
Riformatore	13	29	22.2
Ritardatario	7	27	8.0
Di Frontiera	22	25	12.9
In crisi	7	11	3.7

Figura 9: Profilo dell’emittente CEMBI

	No. Paesi	Emittenti	% CEMBI
Stabile	24	231	57.5
Riformatore	9	70	16.1
Ritardatario	6	132	22.0
Di Frontiera	7	11	4.1
In crisi	1	2	0.3

Fonte: JPMorgan, Nuveen, al 31 dicembre 2024

Gli eventi recenti in Panama rappresentano un caso emblematico delle sinergie tra analisi societaria e sovrana.

All'inizio del 2024, il profilo creditizio di Panama ha mostrato segnali di deterioramento. La decisione governativa di chiudere una miniera gestita da First Quantum ha accentuato le preoccupazioni degli investitori, considerate le potenziali ripercussioni negative sulla crescita economica e sul bilancio statale. L'integrazione dell'analisi societaria con quella sovrana ha permesso di affinare e perfezionare le valutazioni d'investimento, in particolare riguardo alla probabilità di riapertura della miniera e alle prospettive dell'arbitrato. Con l'intensificarsi delle pressioni sul debito sovrano e l'allargamento degli spread, Panama ha annunciato l'intenzione di privilegiare il finanziamento sul mercato interno, segnando una svolta significativa rispetto alla sua tradizionale dipendenza dal mercato obbligazionario in euro. Gli analisti del settore corporate hanno così potuto valutare la capacità del sistema bancario locale e la sostenibilità dei piani governativi, conducendo a un'analisi più approfondita del rischio paese.

Questo caso evidenzia come la comprensione delle dinamiche del debito sovrano influenzi le prospettive settoriali e, conseguentemente, le valutazioni su specifici emittenti e strumenti di credito.

Allo stesso modo, una conoscenza approfondita del settore bancario locale può influenzare le opinioni sul debito sovrano. I segnali di stress nel sistema bancario, come l'aumento dei prestiti in sofferenza, potrebbero essere indicatori anticipatori di problemi macroeconomici. Può anche indicare se le politiche macroeconomiche stanno funzionando.

Se, ad esempio, una banca centrale sta attuando una politica restrittiva, ma l'analisi del settore industriale mostra che il credito sta crescendo in altri segmenti del settore finanziario, questo sarebbe un dato importante sull'efficacia della politica nell'economia reale e probabilmente influenzerebbe le valutazioni sul debito sovrano.

Il concetto di *sovereign ceiling* (tetto sovrano) ha un ruolo fondamentale nell'analisi delle società. È raro che una società abbia un rating superiore a quello del Paese in cui è domiciliata, il che è noto come sfondamento del tetto sovrano. Anche le società gestite bene sono soggette a rischi di ribasso, se hanno la sede in un Paese in crisi. Al contrario, le dinamiche negative specifiche di un'azienda avranno probabilmente la precedenza, indipendentemente dall'andamento dell'economia di un Paese. Ecco perché una visione olistica delle imprese, che comprenda non solo una visione macro a livello nazionale, ma anche l'analisi specifica delle singole società, è fondamentale.

CONCLUSIONE

Il ripensamento dell'esposizione al debito in valuta forte dei mercati emergenti dischiude nuove opportunità per gli investitori. Un portafoglio che può investire sia in emissioni societarie che sovrane consente di diversificare strategicamente le esposizioni attive ai singoli Paesi. Tale approccio permette di ottimizzare l'esposizione al rischio Paese specifico attraverso una selezione mirata delle emissioni sovrane e/o societarie, fornendo al contempo strumenti aggiuntivi per la gestione dei rischi sia al rialzo che al ribasso.

Rispetto alla gestione separata di portafogli sovrani e societari, un portafoglio integrato dispone di maggiori leve per il conseguimento degli obiettivi d'investimento. Un portafoglio più diversificato può attingere a un universo investibile significativamente più ampio, catturando le dinamiche di crescita e sviluppo dei mercati emergenti, con accesso a strumenti che possono contenere l'eccessiva esposizione al rischio di mercato o di default. La maggiore diversificazione settoriale consente agli investitori di rispondere in modo dinamico all'evoluzione dei fondamentali e del valore relativo attraverso aggiustamenti mirati della duration, del rischio di credito e di mercato. Questo approccio integrato, che incorpora sia obbligazioni societarie sia titoli sovrani in un portafoglio in valuta forte, può: approfondire gli insight d'investimento, ottimizzare la gestione del rischio e offrire un potenziale di rendimenti corretti per il rischio superiore nell'arco di un intero ciclo di mercato.

Per ulteriori informazioni, visitare il sito nuveen.com.

Note finali

- 1 Fonte: JPMorgan, al 31 dicembre 2024.
- 2 Fonte: JPMorgan, al 29 aprile 2025.
- 3 Fonte: eVestment, Nuveen. Dati al 31 dicembre 2024. Il portafoglio ipotetico comprende 60% JPM EMBI-GD e 40% JPM CEMBI-D.

Fonti

Prodotto interno lordo: Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti; **Rendimenti e rapporti del Tesoro:** Bloomberg (abbonamento richiesto); **Rendimenti delle obbligazioni municipali:** Municipal Market Data; **Flussi di fondi ICI:** <http://www.ici.org/research/stats>; **Emissioni municipali:** Seibert Research; **Inadempienze:** Municipals Weekly, Bank of America/Merrill Lynch Research, 7 luglio 2017; **Entrate statali:** The Nelson A. Rockefeller Institute of Government, State Revenue Report, giugno 2017; **Riserve di bilancio dello Stato:** Pew Charitable Trust; **Crescita globale:** Fondo Monetario Internazionale (FMI) e Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE); **Standard & Poor's and Investortools:** <http://www.invttools.com/>; **Flow of Funds, The Federal Reserve Board:** <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1.pdf>; **Payroll Data:** Bureau of Labor Statistics; **Valutazioni obbligazionarie:** Standard & Poor's, Moody's, Fitch; **New Money Project Financing:** The Bond Buyer; **Indice dei prezzi al consumo:** <http://www.bls.gov/cpi/> <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/CPIAUCNS>; Relazione finanziaria annuale completa dello Stato del Connecticut per l'anno fiscale 2017; Dichiarazione informativa annuale dello Stato del Connecticut; Dichiarazione ufficiale dello Stato della California del 6 marzo 2018; Moody's Analytics, California, 2 aprile 2018; BLS.gov; Stato della California, Comprehensive Annual Financial Report, FYE 30 giugno 2017; New Fiscal Plan for Puerto Rico, Restoring Growth and Prosperity, aprile 2018; Audizione del Financial Oversight and Management Board di Porto Rico del 19 aprile 2018; The Bond Buyer, Governor's opposition to Puerto Rico fiscal plan could end up in court, 20 aprile 2018.

Questo materiale non è da intendersi come una raccomandazione o un consiglio d'investimento, non costituisce una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla detenzione di un titolo o di una strategia d'investimento e non è fornito a titolo fiduciario. Le informazioni fornite non tengono conto degli obiettivi specifici o delle circostanze di un particolare investitore, né suggeriscono una specifica linea d'azione. Le decisioni di investimento devono essere prese in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore e in consultazione con i suoi consulenti.

I punti di vista e le opinioni espresse sono solo a scopo informativo ed educativo alla data di produzione/scrittura e possono cambiare 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 può contenere informazioni "previsionali" che non sono di natura puramente storica. Tali informazioni possono includere, tra l'altro, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e la composizione proposta o prevista del portafoglio. Eventuali modifiche alle ipotesi formulate nella preparazione di questo materiale potrebbero avere un impatto significativo sulle informazioni qui presentate a titolo esemplificativo. **I risultati passati non sono garanzia di risultati futuri.** L'investimento comporta un rischio; la perdita del capitale è possibile. Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non vi è 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.

Glossario

Un punto base equivale a .01%, o 100 punti base equivalgono all'1%. Le scale **Municipal Market Data AAA** sono compilazioni degli scambi effettivi del giorno precedente per le obbligazioni assicurate con rating AAA. Il **deflatore delle spese per consumi personali (PCE)** indica l'aumento medio dei prezzi di tutti i consumi personali nazionali.

CFA® e Chartered Financial Analyst® sono marchi registrati di proprietà del CFA Institute.

Una parola sul rischio

Tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio e non vi è alcuna garanzia che un investimento fornisca una performance positiva in qualsiasi periodo di tempo. L'investimento in obbligazioni municipali comporta rischi quali il rischio di tasso d'interesse, il rischio di credito e il rischio di mercato, compresa la possibile perdita del capitale. Il valore del portafoglio fluttuerà in base al valore dei titoli sottostanti. Esistono rischi particolari associati agli investimenti in obbligazioni ad alto rendimento, 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", considerate speculative, aumentano il rischio di credito e di 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.

Nuveen Asset Management, LLC è un consulente d'investimento registrato e un'affiliata di Nuveen, LLC.

NON ASSICURATO FDIC | NESSUNA GARANZIA BANCARIA | PUÒ PERDERE VALORE

nuveen

A TIAA Company