

Marzo 2026

## Oltre i paradigmi tradizionali: un framework integrato per l'allocazione obbligazionaria a livello globale

*Le tradizionali distinzioni tra mercati sviluppati ed emergenti stanno diventando sempre più sfumate. I rischi politici, fiscali e istituzionali, tradizionalmente associati alle economie emergenti, si riscontrano con crescente frequenza anche nei mercati avanzati, mentre molti Paesi emergenti hanno sensibilmente rafforzato i propri fondamentali, ampliando le opportunità di generazione di alpha nel reddito fisso a livello globale.*

---

### PUNTI CHIAVE:

- **Lo stadio di sviluppo non è più indicativo del rischio.** La disciplina fiscale, la credibilità delle banche centrali e la solidità istituzionale variano tanto all'interno dei mercati quanto tra di essi.
- **La disciplina fiscale ha subito uno spostamento strutturale.** Numerosi mercati emergenti hanno stabilizzato i propri livelli di indebitamento nel periodo post-pandemico, mentre i deficit dei mercati sviluppati rimangono strutturalmente elevati, con implicazioni rilevanti per la sostenibilità del debito sovrano.
- **I mercati emergenti offrono un profilo rischio-rendimento interessante.** Le obbligazioni sovrane emergenti possono generare uno spread aggiuntivo significativo rispetto ai titoli dei mercati sviluppati con rating equivalente e fondamentali comparabili, premiando gli investitori disposti ad adottare un approccio selettivo.
- **Il debito societario dei mercati emergenti è un mercato core.** La dimensione del mercato supera sia quella dei titoli sovrani dei mercati emergenti che quella dei titoli ad alto rendimento statunitensi, offrendo un maggiore potenziale di diversificazione senza aggiungere un significativo tracking error.
- **Il rischio è sempre più determinato a livello di emittente.** La solidità dei bilanci aziendali prevale sui rating sovrani come fattore discriminante, consentendo una differenziazione granulare basata sulla qualità creditizia piuttosto che sull'esposizione geografica.

## I CONFINI TRADIZIONALI STANNO SFUMANDO

Per decenni, i portafogli obbligazionari globali sono stati costruiti sulla base di una semplice distinzione: i mercati sviluppati offrivano stabilità e credibilità istituzionale, mentre i mercati emergenti offrivano un premio di rendimento insieme a un rischio politico, fiscale e valutario più elevato. Questo quadro è sempre più messo in discussione.

Oggi, le traiettorie fiscali, la credibilità istituzionale e la stabilità politica variano tanto all’interno dei mercati sviluppati ed emergenti quanto tra di essi. Il rischio politico, i deficit fiscali e l’incertezza politica, un tempo considerati caratteristiche prevalentemente dei mercati emergenti, sono sempre più evidenti nelle principali economie sviluppate. Nel frattempo, molti mercati emergenti hanno rafforzato i propri bilanci, migliorato i quadri politici e dimostrato una maggiore reattività alla disciplina di mercato.

Il risultato è una crescente convergenza che richiede un approccio più unificato e incentrato sul rischio alle allocazioni globali nel reddito fisso.

## LA DIVERGENZA FISCALE E ISTITUZIONALE NON È PIÙ GEOGRAFICA

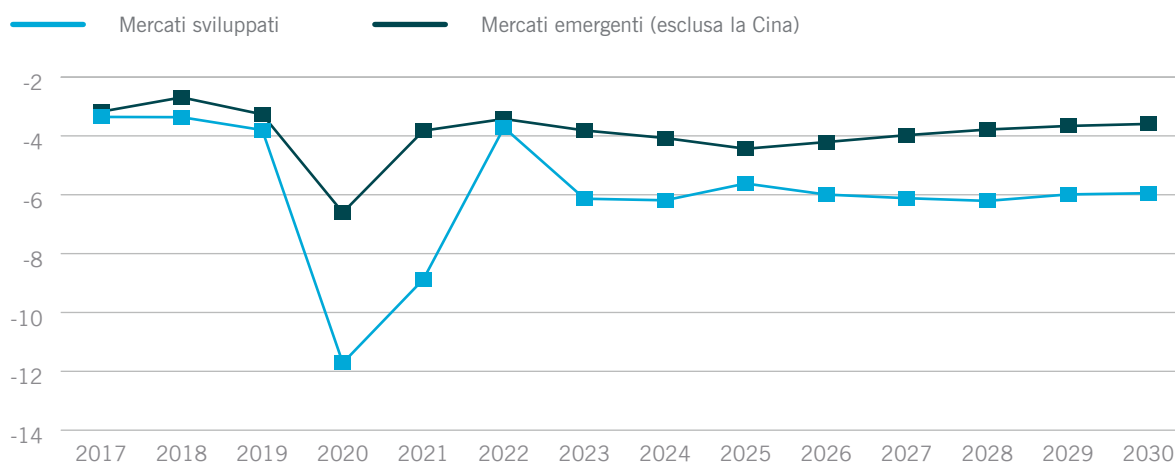
Il periodo post-pandemia ha accelerato la divergenza delle traiettorie fiscali. I deficit dei mercati sviluppati rimangono strutturalmente elevati, con un disavanzo aggregato che dovrebbe attestarsi intorno al 4-5% del PIL fino alla fine del decennio (Figura 1). L’aumento del debito pubblico, la crescente dipendenza dal sostegno fiscale e la resistenza politica al consolidamento hanno accentuato le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito a lungo termine.

Al contrario, molti mercati emergenti, in particolare al di fuori della Cina, sono stati costretti dalla disciplina di mercato ad adeguarsi più rapidamente. La precoce stretta monetaria, i saldi esterni più sani e un maggiore rigore fiscale hanno permesso a diversi Paesi emergenti di entrare nella fase successiva del ciclo da una posizione di relativa stabilità.

Ciò non significa che i mercati emergenti siano uniformemente più forti, né che i mercati sviluppati siano uniformemente più deboli. Piuttosto, il rischio non è più ben rappresentato dalla sola geografia. La dispersione rende sempre più sfumate le tradizionali classificazioni di mercato.

**Figura 1: I deficit fiscali dei mercati emergenti e sviluppati si sono allineati**

*Saldo di bilancio pubblico in % del PIL*



Fonte dei dati: Fondo Monetario Internazionale, World Economic Outlook, 2017-2030. Prestiti netti (+) / prestiti netti (-), amministrazione pubblica, percentuale del PIL.

---

## **IL DEBITO CORPORATE EMERGENTE: UN PILASTRO FONDAMENTALE DEL CREDITO GLOBALE**

Una delle conseguenze più sottovalutate di questo cambiamento è stata l’espansione e la diversificazione dell’universo del debito societario e quasi sovrano dei mercati emergenti.

Quello che era inizialmente un mercato dominato da emissioni sovrane si è evoluto in un insieme di opportunità ampio, profondo e sempre più guidato da titoli corporate. Il debito corporate in valuta forte è cresciuto fino a raggiungere circa 2,6mila miliardi di dollari, superando l’universo sovrano dei mercati emergenti e rivaleggiando — in alcuni casi superando — il mercato high yield statunitense.<sup>1</sup>

Questa evoluzione modifica sostanzialmente il ruolo dei mercati emergenti nei portafogli globali.

In primo luogo, il rischio nei mercati emergenti non è più principalmente sovrano. Gli emittenti societari ora dominano, consentendo agli investitori di esprimere opinioni su Paesi, settori e tematiche con maggiore precisione e minore dipendenza dai bilanci sovrani.

In secondo luogo, le dimensioni contano. Date le attuali dimensioni e profondità, il debito societario dei mercati emergenti non è più un’allocazione marginale. È sempre più in concorrenza con il credito dei mercati sviluppati sia in termini di rendimento che di qualità, in particolare se adeguato ai fondamentali. Il debito dei mercati emergenti in valuta forte offre un vantaggio di rendimento di quasi 100 punti base al 31 dicembre 2025 rispetto ai titoli dei mercati sviluppati con rating simile.<sup>2</sup>

---

## **LA DE-DOLLARIZZAZIONE COME CATALIZZATORE STRATEGICO PER IL REDDITO FISSO GLOBALE**

Gli investitori globali stanno navigando in un regime valutario in evoluzione. Sebbene il dollaro statunitense rimanga la valuta di riserva dominante a livello mondiale, il suo status sta gradualmente diminuendo. Le banche centrali e gli investitori istituzionali stanno diversificando sempre più le loro esposizioni in dollari, spinti dalla frammentazione geopolitica, dall’incertezza fiscale e da considerazioni di gestione del rischio.

È importante sottolineare che la diversificazione sta avvenendo attraverso la copertura dell’esposizione al dollaro statunitense da parte degli operatori di mercato. Questa dinamica crea una pressione al ribasso persistente sul dollaro nel tempo, un vento favorevole per i mercati emergenti.

La debolezza del dollaro migliora direttamente la sostenibilità del debito dei mercati emergenti, riducendo l’onere reale del debito estero. Inoltre, aumenta la competitività e sostiene la crescita, in particolare per le economie orientate alle esportazioni. Sebbene il debito in valuta locale dei mercati emergenti possa trarne il vantaggio più diretto, anche quello in valuta forte potrebbe guadagnarci, poiché il miglioramento delle dinamiche di bilancio riduce il rischio di insolvenza e comprime gli spread.

## RISCHIO SOVRANO: DAI RATING PAESE AI PROFILI CREDITIZI OMOGENEI

Con il progressivo venir meno della rilevanza delle tradizionali classificazioni tra mercati sviluppati ed emergenti, gli investitori sono chiamati a evolvere da un approccio geografico verso un’analisi strutturata per coorti creditizie. Secondo il framework proprietario di Nuveen, i titoli sovrani — indipendentemente dalla loro classificazione convenzionale — vengono valutati attraverso un’unica lente analitica, incentrata sui fondamentali della sostenibilità fiscale, della qualità istituzionale e della credibilità della politica monetaria (Figura 2).

All’interno di questo quadro emergono diverse coorti distinte:

- **Paesi stabili:** istituzioni forti, esigenze di finanziamento gestibili e framework politici credibili, indipendentemente dal livello di reddito. Questa coorte rappresenta 22 Paesi e 58 emittenti, quasi un terzo dell’indice EMBI Global Diversified su base nazionale e oltre la metà in termini di capitalizzazione di mercato.<sup>3</sup>

- **Riformatori:** miglioramenti strutturali e credibilità delle politiche che determinano guadagni fondamentali e slancio dei rating. Questo gruppo comprende 11 Paesi nell’EMBI e 6 nel Corporate EMBI, a dimostrazione delle opportunità in espansione.<sup>4</sup>
- **Ritardatari:** necessitano di riforme strutturali e devono affrontare prospettive fiscali o politiche in deterioramento e premi di rischio in aumento. Questa categoria include sempre più alcune economie dei mercati sviluppati con sfide fiscali irrisolte, oltre alle tradizionali preoccupazioni dei mercati emergenti.
- **Mercati di frontiera:** potenziale di crescita nella fase iniziale e vantaggi di diversificazione, accompagnati da una maggiore volatilità.
- **Emittenti soggetti a crisi:** dove l’instabilità politica o economica domina i risultati di rendimento.

L’approccio di Nuveen abbraccia diverse aree geografiche, livelli di reddito e rating creditizi. È dinamico e si evolve al mutare dei fondamentali dei Paesi. Soprattutto, tratta i mercati sviluppati ed emergenti con lo stesso occhio, riconoscendo che la qualità istituzionale e la credibilità delle politiche contano più della semplice geografia.

### Figura 2: I rendimenti sovrani dei mercati emergenti mostrano un’ampia dispersione

Rendimenti del debito dei mercati emergenti (%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023	2024	2025
<b>Miglior paese</b>	41,2	57,1	14,0	31,7	17,3	48,0	6,9	116,5	118,4	98,5
<b>Media delle prime 5</b>	34,0	30,0	4,4	27,6	14,6	22,4	3,3	73,8	79,5	67,6
<b>Indice</b>	10,2	10,3	-4,3	15,0	5,3	-1,8	-17,8	11,1	6,5	14,3
<b>Media dei 5 peggiori</b>	-8,8	3,0	-15,7	-13,4	-39,6	-20,5	-52,6	-8,8	-2,8	2,4
<b>Paese peggiore</b>	-36,3	0,5	-24,8	-36,5	-74,6	-29,7	-76,5	-34,3	-5,7	-20,2

\*Il 2022 esclude la Russia, che è uscita dal benchmark. Tutti i periodi precedenti al 2024 escludono il Venezuela.

Fonte dei dati: Morningstar Direct, JPMorgan. I dati di rendimento riportati rappresentano i risultati passati e non prevedono né garantiscono risultati futuri. **Indice rappresentativo:** JPMorgan EMBI Global Diversified Index correlazioni su 3 anni. **Migliori, peggiori:** 2025: Venezuela, Senegal; 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.

---

## **CREDITO CORPORATE E INFRASTRUTTURALE: UN PRESIDIO CONTRO LA VOLATILITÀ SOVRANA**

La convergenza tra mercati emergenti e sviluppati è particolarmente evidente nel credito corporate e infrastrutturale. Il finanziamento globale delle infrastrutture — che spazia dall'energia, ai trasporti, alle telecomunicazioni e ai servizi pubblici — supera sempre più i confini tradizionali dei mercati.

Gli enti quasi sovrani e le società ben capitalizzate presentano spesso profili di credito più solidi rispetto ai loro sponsor sovrani, grazie a ricavi regolamentati, flussi di cassa contrattuali e importanza strategica. Nei mercati emergenti, ciò consente agli investitori di accedere alla crescita e al reddito riducendo al contempo l'esposizione al rischio di bilancio sovrano.

Allo stesso modo, le opportunità specifiche di settore — dagli esportatori che beneficiano del deprezzamento della valuta ai fornitori di tecnologia e telecomunicazioni che supportano infrastrutture digitali — offrono modi per esprimere le opinioni macroeconomiche attraverso la selezione degli emittenti piuttosto che la sola allocazione per Paese.

---

## **IMPLICAZIONI PER IL PORTAFOGLIO: INTEGRAZIONE, NON SEGMENTAZIONE**

La convergenza tra mercati sviluppati ed emergenti rappresenta un cambiamento strutturale, non un'anomalia ciclica. I modelli di allocazione basati su una rigida segmentazione geografica rischiano di diventare sempre più inefficienti.

Anziché trattare i mercati emergenti come un comparto separato definito dalla geografia, gli investitori potrebbero trarre maggiori vantaggi dall'applicazione di un quadro analitico unificato all'intero insieme di opportunità, valutando in modo coerente la sostenibilità fiscale, la credibilità istituzionale, l'indipendenza della politica monetaria e le vulnerabilità esterne.

Questo approccio supporta:

- Mandati più ampi in valuta forte che abbracciano titoli sovrani e societari
- Un maggiore ricorso alla diversificazione valutaria come strumento di gestione del rischio
- Una maggiore enfasi sulla selezione a livello di emittente e basata su coorti
- Portafogli più resilienti in grado di affrontare l'incertezza fiscale e geopolitica

---

## **CONCLUSIONI: UN NUOVO PARADIGMA PER L'ALLOCAZIONE OBBLIGAZIONARIA GLOBALE**

La sfumatura dei confini tra mercati emergenti e mercati sviluppati sta ridefinendo il panorama globale dei titoli a reddito fisso. Le opportunità si stanno ampliando, ma sono sempre più determinate dai fondamentali piuttosto che dalle etichette.

In un mondo in cui la credibilità fiscale e la forza istituzionale non sono più strettamente legate alla geografia, la vecchia mappa non è più utile. Ne occorre una nuova.

---

**Per ulteriori informazioni, visitate il sito [nuveen.com](https://nuveen.com).**

#### Note

1 Fonte dei dati: JPMorgan, 31 ottobre 2025.

2 Fonti dei dati: JPMorgan; Bloomberg, L.P., 30 novembre 2025.

3 Fonte dei dati: JPMorgan, Nuveen, 31 dicembre 2025. JPMorgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified (EMBI).

4 Fonte dei dati: JPMorgan, Nuveen, 31 dicembre 2025. Indice JPMorgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified (EMBI) e indice JPMorgan Corporates Emerging Markets Bond Index.

Il presente materiale non costituisce una raccomandazione o un consiglio di investimento, non rappresenta una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla detenzione di un titolo o di una strategia di investimento e non è fornito in qualità di fiduciario. Le informazioni fornite non tengono conto degli obiettivi o delle circostanze specifiche di alcun investitore particolare, né suggeriscono alcuna linea di condotta specifica. Le decisioni di investimento devono essere prese in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore e previa consultazione con i propri consulenti finanziari.

Le opinioni e i pareri espressi hanno scopo puramente informativo ed educativo alla data di produzione/redazione e possono cambiare in qualsiasi momento senza preavviso in base a numerosi fattori, quali condizioni di mercato o di altro tipo, sviluppi normativi e regolamentari, rischi e incertezze aggiuntivi, e potrebbero non verificarsi. Il presente 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 composizione del portafoglio proposta o prevista. Qualsiasi modifica alle ipotesi formulate nella preparazione del presente materiale potrebbe avere un impatto significativo sulle informazioni qui presentate a titolo esemplificativo. **I dati di rendimento riportati rappresentano i rendimenti passati e non prevedono né garantiscono risultati futuri.**

**Investire comporta dei rischi; è possibile la perdita del capitale.**

Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non vi è alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità o alla completezza attuali di tali informazioni, né alcuna responsabilità per le decisioni basate su di esse, che non devono essere considerate attendibili in quanto tali. Per le definizioni dei termini e le descrizioni degli indici, consultare il glossario su [nuveen.com](https://nuveen.com). **Si prega di notare che non è possibile investire direttamente in un indice.**

#### Informazioni importanti sul rischio.

Investire comporta dei rischi; è possibile una perdita del capitale. I titoli di debito o a reddito fisso sono soggetti a rischio di mercato, rischio di credito, rischio di tasso di interesse, rischio di rimborso anticipato, rischio derivati, rischio di transazione dollar roll e rischio di reddito. Quando i tassi di interesse aumentano, i prezzi delle obbligazioni diminuiscono. Gli investimenti esteri comportano rischi aggiuntivi, tra cui fluttuazioni valutarie, instabilità politica ed economica, mancanza di liquidità e standard legali e contabili diversi. Questi rischi sono amplificati nei mercati emergenti.

Nuveen, LLC fornisce soluzioni di investimento attraverso i propri specialisti in materia.

Le presenti informazioni non costituiscono una ricerca in materia di investimenti ai sensi della MiFID.

**NON ASSICURATO DALLA FDIC | NESSUNA GARANZIA BANCARIA | POTREBBE PERDERE VALORE**

# nuveen

A TIAA Company