

e

# Emerging Markets Fixed Income

Guida a cura di



Con la collaborazione di



BlueBay  
Asset Management

## **Autori**

### **Samuele Barni, MSc in Economics and Finance - Portfolio Management for Institutional Client - Prometeia Advisor SIM**

Attualmente lavora presso Prometeia SIM dove si occupa di gestire clientela istituzionale nelle scelte di investimento e nelle scelte di gestione dei vari portafogli, con focus su Fondi Pensione italiani. Ha conseguito una laurea magistrale in Economia e Finanza, con specializzazione in ambito quantitativo, presso l'Università degli studi di Milano Bicocca. Oltre a ciò, vanta, come esperienza accademico lavorativa, un periodo di ricerca in Inghilterra dove si è focalizzato sullo sviluppo di modelli di scelta di Asset Allocation Tattica guidato da sviluppi macroeconomici (Fundamental Macro Investing).

### **Giuliano Palumbo, MSc, CFA - Portfolio Manager & Strategist - Euromobiliare SGR**

Inizia la sua carriera nel 2002 come analista quantitativo presso l'ufficio studi di Pioneer Investments (oggi Amundi). Dopo aver lavorato come analista e gestore sul credito presso Arca SGR, nel 2011 è diventato responsabile dei prodotti dedicati Emerging Markets della stessa società. Attualmente è senior portfolio manager & strategist in Euromobiliare SGR, dove si occupa della gamma prodotti absolute return. È laureato in Economia e Finanza ed ha conseguito un Master in Finance alla London School of Economics. È CFA charterholder dal 2009 e dal 2021 è il Presidente di CFA Society Italy.

### **Andrea Spinatelli, CFA - Portfolio Manager - Intesa Sanpaolo Vita**

Si è occupato di investimenti finanziari sia in ambito bancario che di Asset Management. Dopo essersi dedicato alla gestione dei portafogli multi-asset per la clientela private, ha focalizzato la sua attenzione sull'asset class obbligazionaria, approfondendo anche le tematiche legate all'utilizzo degli strumenti derivati in ambito assicurativo ed alle politiche di investimento sostenibile. Si occupa attualmente di investimenti obbligazionari emergenti, sia in titoli che tramite fondi di investimento, ed è CFA Charterholder dal 2019.

# e

# Emerging Markets Fixed Income

Guida a cura di



**CFA Society  
Italy**



Con la collaborazione di



**RBC BlueBay  
Asset Management**

# **CAPITOLO 1**

---

## **IL DEBITO GOVERNATIVO EMERGENTE**

12

---

di **Andrea Spinatelli, CFA**

### **Verso la riglobalizzazione**

a cura di **Guido Giammattei, portfolio manager  
emerging markets equity - RBC BlueBay**

34

# **CAPITOLO 2**

---

## **CORPORATE EMERGING MARKETS BOND**

36

---

di **Samuele Barni**

### **I mercati emergenti traggono vantaggio dai venti favorevoli**

a cura di **Polina Kurdyavko, head of BlueBay  
emerging markets - RBC BlueBay**

72

# CAPITOLO 3

## LA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO NEI MERCATI EMERGENTI

74

di **Giuliano Palumbo, CFA**

### **Mercati emergenti e tematiche ESG**

a cura di **Polina Kurdyavko, head of BlueBay  
emerging markets - RBC BlueBay**

86

#### **18 | EMERGING MARKETS**

Allegato ad AP ADVISOR PRIVATE n. 43  
settembre-ottobre 2023 (registrato presso il  
Tribunale di Milano n. 302 del 23/10/2015)

#### **REALIZZAZIONE:**

a cura della redazione ADVISOR

#### **DIRETTORE RESPONSABILE:**

Francesco D'Arco

#### **GRAPHIC DESIGNER:**

Luca Baraggia

#### **PROPRIETARIO ED EDITORE:**

Open Financial Communication Srl  
Via Savona, 1/B - 20144 Milano

#### **NON VENDIBILE**

# Introduzione

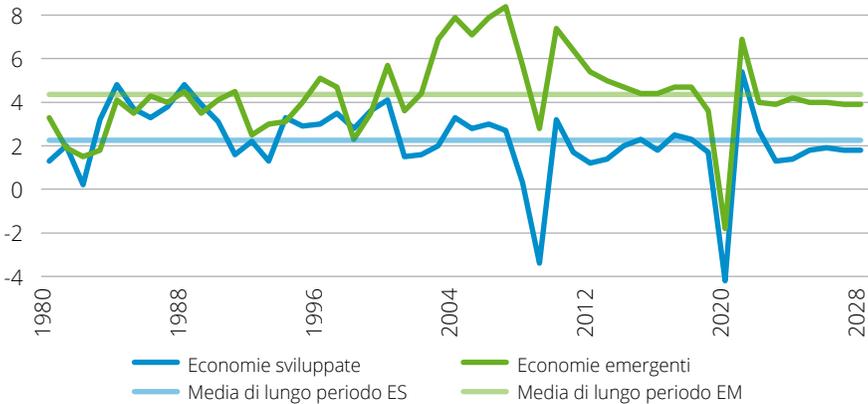
**di Giuliano Palumbo, CFA**

“Mercati emergenti” (EM) è il termine coniato negli anni Ottanta per definire i Paesi in via di sviluppo, per i quali il dinamismo economico e demografico alimenta un potenziale di crescita superiore a quello dei Paesi sviluppati. Come si può notare dalla Figura 1, i Paesi emergenti hanno dinamiche di crescita del PIL in termini reali ben superiori rispetto ai Paesi sviluppati. Da sottolineare che, in questo caso, l’ “effetto base” gioca un ruolo distorsivo poichè le economie emergenti partono da PIL che, in termini assoluti, sono più bassi rispetto al PIL delle economie sviluppate, per cui la crescita incide maggiormente in termini relativi. In pratica, se si parte da 100\$ di PIL e si cresce di 10\$ la crescita risulterà pari al 10%; se invece si partisse da 1.000\$, tenendo costante la crescita di 10\$ avrei un incremento di appena 1%. Oltre a ciò, anche le stime di crescita del Fondo Monetario Internazionale segnalano una maggior crescita futura attesa da parte di questo gruppo di Paesi.

La spinta all’urbanizzazione e all’industrializzazione, il trend in calo del tasso di povertà, il miglioramento delle esportazioni e l’aumento della domanda interna sono elementi che dimostrano le buone possibilità di crescita economica e sociale di un Paese emergente. Se si innesca questo circolo virtuoso, esso porta ad un aumento degli investimenti esteri, che trainano il reddito pro capite e le esportazioni e supportano l’ingresso stabile nell’ecosistema finanziario internazionale.

Nell’ambito dei mercati emergenti, si è sviluppato nel corso degli ultimi decenni un ampio spettro di obbligazioni, classificate in base alla valuta di denominazione e al tipo di emittente (governativo, sovranazionale o corporate). Questa suddivisione in macro categorie aiuta gli investitori a valutare meglio la componente di rischio da inserire nei propri portafogli diversificati. Tuttavia, come già ampiamente approfondito in precedenti edizioni delle guide di CFA Society Italy, le caratteristiche di rischio

**Figura 1**  
**Crescita PIL reale nel tempo**



Fonte: Fondo Monetario Internazionale. World Economic Outlook aprile 2023

dei Paesi emergenti si differenziano notevolmente da quelle dei Paesi sviluppati, soprattutto quando si analizzano le caratteristiche e le peculiarità che contraddistinguono questi mercati. Si può affermare che gli investitori abbiano premiato queste economie, conferendo loro “fiducia” mediante afflussi di capitale in valuta locale. Il risultato è che il debito in valuta forte, nel complesso, si è contratto a favore di quello denominato in valuta locale. Anche in termini di stabilità politica interna, i Paesi emergenti hanno fatto grossi passi avanti. Le economie emergenti mostrano

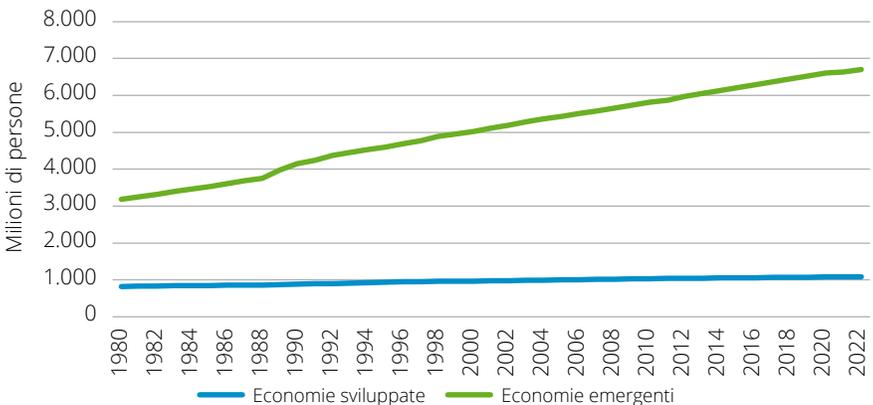
una crescita del PIL sui generis, con dinamiche interne alla bilancia dei pagamenti, alla demografia e all'economia in generale che differiscono notevolmente da quelle dei Paesi sviluppati. Ciò comporta pressioni inflazionistiche differenti che influenzano la capacità, da parte di questi Paesi, di onorare impegni in valute diverse dalla propria locale. Anche il tipo di emittente gioca un ruolo significativo, soprattutto negli EM, in cui lo Stato può essere coinvolto direttamente o indirettamente in molte delle principali attività economiche, attraverso partecipazioni o garanzie più o meno

esplicite. Inoltre, i Paesi emergenti spesso subiscono notevoli influenze dalla politica interna, e un cambiamento nelle politiche di apertura o chiusura dell'economia nei confronti dell'estero può avere conseguenze estreme sulle esposizioni di portafoglio a quei determinati Paesi. A titolo di esempio, si veda nella Figura 2 come la demografia, uno dei princi-

pali driver di crescita, segua un trend completamente diverso tra i due gruppi di Paesi.

Per avere un'idea di quanto i Paesi emergenti, nel tempo, si siano sviluppati possiamo pensare al fatto che la sola Cina, peraltro seconda economia globale ma considerata ancora "emergente", abbia un PIL superiore

**Figura 2**  
**Crescita demografica**



Fonte: Fondo Monetario Internazionale. World Economic Outlook aprile 2023

a quello di tutta l'Unione Europea, mentre agli inizi degli anni 2000 il suo peso sul PIL globale risultava irrisorio (nel 2000 la Cina aveva un PIL circa 15 volte inferiore, pari a 1.211 trilioni \$, pari a circa il 17% di quello dell'Unione Europea) (*La Cina ha registrato un PIL pari a 17.963 trilioni di \$ mentre l'India ha registrato un PIL pari a 3.385 trilioni di \$. L'Unione Europea ha registrato, complessivamente, un PIL pari a 16.641 trilioni di \$.* Fonte dati: *Trading Economics con riferimento all'anno 2022*).

Un elemento critico da considerare quando si studiano gli EM obbligazionari riguarda il grado di liquidità, che peraltro vale per tutti i tipi di bond, ma soprattutto per quelli emergenti. Nel corso del tempo, codesti mercati sono diventati sempre più liquidi, grazie alla diffusione dei titoli EM nei Paesi sviluppati e all'emancipazione crescente della classe media nelle economie emergenti, che ha consentito l'ingresso nel mercato di fasce di popolazione prima escluse. In generale, i Paesi emergenti sono parti-

colarmente influenzati dalla politica interna, e quindi una diversificazione ampia è particolarmente importante quando si considerano i debiti emessi in valuta estera. Per onorare i debiti contratti in divisa forte, infatti, le dinamiche della bilancia dei pagamenti con l'estero, la crescita dell'economia locale e le dinamiche inflattive giocano un ruolo fondamentale che, se non gestito correttamente, può generare squilibri. Inoltre, esistono casi in cui Stati, per ragioni politiche e/o geopolitiche, decidono di non onorare il debito contratto in valuta estera, nonostante siano finanziariamente in grado di farlo. Questo è solo un esempio di come gli EM presentino rischi aggiuntivi rispetto a quelli dei mercati sviluppati. Pertanto, l'investimento nelle due diverse tipologie di mercati emergenti (local currency o hard currency) è profondamente differente, con il rischio valutario che rappresenta, negli investimenti obbligazionari, il principale elemento da tenere in considerazione per una corretta allocazione di portafoglio.

Nel corso degli anni, Organismi internazionali come la World Bank hanno ideato politiche di finanziamento e sensibilizzazione allo scopo di orientare e guidare la sfera delle economie emergenti verso il libero mercato. Il successo dei loro sforzi è risultato di fatto determinante, e l'apertura di questi Paesi ai mercati internazionali ha rappresentato la via più rapida per migliorare uno standard di vita che risultava ancora troppo arretrato. Il rovescio della medaglia è stato che quelli che erano singoli Paesi, individualità economicamente e culturalmente molto differenti, si sono concettualmente evoluti in modo da risultare raggruppati, ancora oggi, in un unico immaginario culturale. Il mondo occidentale pensa spesso a questi Paesi così disparati come ad un unico mercato. Ciò a cui invece un professionista dei mercati dovrebbe guardare, nell'ambito delle scelte di un portafoglio di investimento, sono le singole economie di questa cospicua area, concentrandosi sulle politiche di ciascun singolo Paese, analiz-

zandone tutte le infinite complessità e valutandone le implicazioni a livello globale.

### **Paesi di frontiera**

Nel variegato mondo dell'industria finanziaria oggi si sente parlare, assieme ai mercati sviluppati e ai mercati emergenti, anche di mercati di frontiera. In un senso strettamente "di mercato", classificare le economie in base a questa nomenclatura significa suddividerle in base al rischio di investimento. La logica impone che se un agente economico sceglie un mercato sviluppato, egli investa in una nazione dotata del top delle infrastrutture, connessioni e possibilità di business, e quindi in un mercato meno rischioso per gli investimenti, anche se eventualmente non fruttifero come altri mercati. Verosimilmente, chi investe in mercati cosiddetti "emergenti" o "di frontiera" risulta esposto, come già detto, a rischi geopolitici, finanziari ed economici di entità maggiore rispetto a chi investe in mercati con una consolidata tradi-

zione economico-finanziaria e solide basi democratiche in grado di fornire sicurezza, dal punto di vista geopolitico, agli investitori.

Il termine "mercati di frontiera" è stato coniato nel 1992 da Farida Khambata (*Dopo un'esperienza pluriennale presso la World Bank, diventa Manager del Gruppo IFC, dove ricopre il ruolo di Vicepresidente Regionale e responsabile delle attività in Asia orientale, Asia meridionale, America Latina e Caraibi. È stata responsabile della strategia, delle operazioni di investimento e dei servizi di consulenza nei Paesi membri dell'IFC. Ha inoltre supervisionato tutti gli investimenti a livello globale nei settori agroalimentare, manifatturiero e dei servizi, sanitario e dell'istruzione nell'ambito delle Regioni di sua competenza.*) durante la sua permanenza presso la World Bank. Questi mercati caratterizzano i cosiddetti "Paesi a basso reddito" e sono solitamente più piccoli, meno accessibili e in parte più rischiosi rispetto ai mercati più stabili. Gli investitori

interessati ad un potenziale di crescita del capitale investito nel lungo termine trovano i mercati di frontiera di certo attrattivi, poiché essi prezzano una determinata opportunità di diventare più stabili e consolidati nel corso del tempo. Tuttavia, c'è anche il rischio che un mercato emergente consolidato possa in realtà regredire allo stato di mercato di frontiera, il che rappresenta un'altra importante fonte di rischio per gli investitori di queste aree. I principali rischi che si affrontano investendo nei mercati di frontiera includono: l'instabilità politica, uno scarso grado di liquidità, una regolamentazione spesso inadeguata, ampie fluttuazioni valutarie e una dipendenza in alcuni casi eccessiva dal ciclo economico delle materie prime. Dall'altro lato, gli EM, che oramai offrono maggior grado di liquidità e stabilità rispetto ai mercati di frontiera, hanno purtroppo perso parte del loro potere diversificatore data la comprovata correlazione di parecchi di essi con il mercato obbligazionario statunitense.

Attualmente, ci sono 46 Paesi elencati dalle Nazioni Unite come meno sviluppati. Essi affrontano sfide strutturali significative per una crescita sostenibile e, a causa della loro estrema vulnerabilità agli shock economici e ambientali, riescono ad accedere a misure di sostegno internazionale ed aiuti finanziari specifici solitamente non disponibili per nazioni più sviluppate. I mercati di frontiera rappresentano circa un quinto o un terzo della popolazione mondiale - a seconda della tipologia di classificazione adottata - e includono diverse economie in rapida crescita. Nonostante essi costituiscano ancora una piccola parte dell'economia globale, esistono ormai diversi fondi a replica passiva (ETF) e, in generale, fondi comuni di investimento che si concentrano su questi mercati. Per determinare in quale fase si trova un Paese in termini di sviluppo economico, esistono diverse metodolo-

gie utilizzate da organizzazioni come la World Bank, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) e le Nazioni Unite. Questi Paesi vengono categorizzati come sviluppati, emergenti o di frontiera, e possono spostarsi tra queste categorie in base a diversi fattori, tra cui il PIL, il reddito pro capite, dimensione e liquidità del mercato dei capitali. Il passaggio da una categoria all'altra, infine, non è un evento irreversibile: i Paesi possono passare da mercati emergenti a mercati di frontiera e viceversa. Ciò avviene in base a cambiamenti sopravvenuti nell'ambito dei fattori sopra citati. Ad esempio, il Pakistan è tornato a essere considerato mercato di frontiera nel 2021, mentre l'Arabia Saudita è stato recentemente "promosso" da Paese di frontiera ad emergente. Inoltre, i mercati emergenti possono diventare mercati sviluppati, come accaduto con Israele nel 2010 e con la Grecia e il Portogallo qualche anno prima.

**Un elemento critico  
da considerare quando  
si studiano gli EM  
obbligazionari riguarda  
il grado di liquidità che,  
peraltro, vale per tutti i tipi  
di bond, ma soprattutto  
per quelli emergenti**

# **CAPITOLO 1**

---

## **IL DEBITO GOVERNATIVO EMERGENTE**

**di Andrea Spinatelli, CFA**

### **L'asset class governativa emergente**

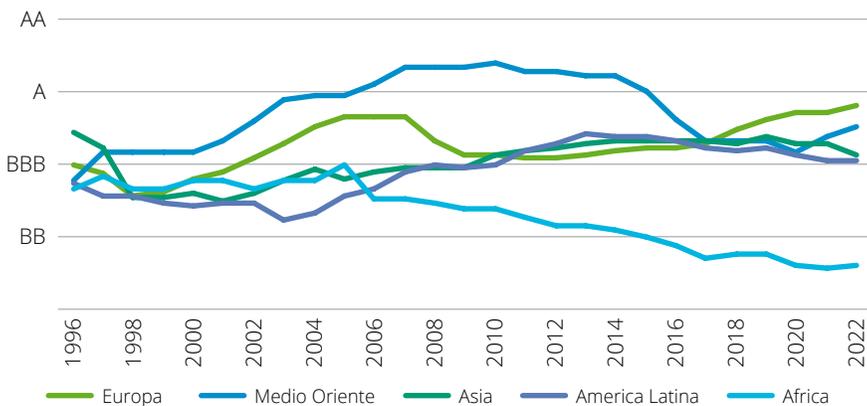
Il debito governativo emergente rappresenta uno tra i segmenti più eterogenei dell'intero universo obbligazionario. Nel tentativo di raggruppare in categorie omogenee la moltitudine di emittenti che fanno parte di questa asset class, gli investitori utilizzano criteri differenti, il primo dei quali è quello relativo alla posizione geografica. Difatti, l'appartenenza ad un determinato continente o area è talvolta correlata con importanti caratteristiche finanziarie ed economiche, ed alcuni rischi, come quelli climatici e politici, sono in primis più facilmente trasmissibili tra Paesi vicini, anche quando assumono una rilevanza globale. Le macroaree di appartenenza tipicamente utilizzate sono Africa, Asia, America Latina, Europa e Medio Oriente, anche se molte altre ne esistono per indicare sottoinsiemi o unioni tra queste.

Oltre al criterio geografico, anche il merito creditizio dei singoli Paesi in via di sviluppo può essere utilizzato

per ripartire l'asset class. È importante notare come, a differenza di quanto si potrebbe essere portati a pensare, molti Paesi emergenti abbiano rating non speculativo, cioè Investment Grade, e come alcuni di questi abbiano col tempo raggiunto un rating superiore a quello dell'Italia (è il caso ad oggi, tra gli altri, della Cina, del Cile o dell'Arabia Saudita). Altri Paesi, compresi quelli appartenenti alla cosiddetta "frontiera", hanno invece rating speculativo, o High Yield, a cui corrisponde un maggior rischio di credito ed un maggior rendimento obbligazionario.

La Figura 1 mostra più in generale la relazione che esiste tra queste due caratteristiche, la prima di natura geografica e la seconda relativa al merito creditizio medio, ottenuto qui equipesando il rating dei Paesi più rappresentativi per ciascuna area. Pur effettuando così un'ampia generalizzazione, questo ci aiuta ad evidenziare alcune dinamiche che sono utili per comprendere meglio l'evol-

**Figura 1**  
**Evoluzione del rating medio dei Paesi emergenti**



Fonte: Bloomberg, 12/2022. Calcoli dell'autore sul rating di lungo termine assegnato al debito governativo in valuta estera da S&P. Ciascuna area è qui rappresentata dai primi sette Paesi emergenti per importanza all'interno dei principali indici obbligazionari governativi.

zione dell'asset class nel tempo. Tra le tendenze delineate notiamo, ad esempio, il graduale miglioramento del merito creditizio dell'area asiatica a partire dall'inizio degli anni Duemila. Questa risalita è stata trainata ad esempio dalla Cina, uno degli Stati più importanti per l'intero segmento emergente, il cui rating è passato dalla BBB di fine anni Novanta fino ad un massimo di AA- nel 2010, per poi ridiscendere sul livello attuale di A+ (rating assegnato al debito di lungo termine in valuta estera dalle principali agenzie di rating al 31 luglio 2023). Evidente, all'opposto, il graduale peggioramento registrato dal continente africano, come ben esemplificato dal passaggio del Sud Africa dall'Investment Grade di inizio periodo fino

ad arrivare in territorio speculativo, dove attualmente si trova. Le restanti aree mostrano, sebbene ognuna con una diversa evoluzione nel tempo, un rating medio ad oggi in territorio non speculativo, anche se inferiore per l'America Latina rispetto ad Europa e Medio Oriente. È comunque importante notare come, andando più nel dettaglio dei singoli Paesi, il rating di uno Stato emergente possa a volte stupire per la sua forte volatilità, come dimostrato ad esempio dal caso della Russia. Quest'ultima, dopo il fallimento del 1998, ha gradualmente riconquistato il rating non speculativo di BBB tra il 2004 e il 2005, per poi ripiombare sui peggiori gradini dello spettro creditizio a seguito dell'invasione del terri-

torio ucraino. Il rating non può quindi essere l'unica misura di rischio utilizzata dall'investitore, anche se rimane uno degli indicatori più importanti per il mercato, e i cui cambiamenti hanno spesso un impatto significativo sui prezzi delle obbligazioni e quindi sulle curve governative.

Dal punto di vista dell'investitore, inoltre, una delle distinzioni più utili per suddividere il debito governativo emergente è senz'altro quella valutaria. In particolare, una parte del debito è emesso in Hard Currency, cioè in valuta forte come dollaro o euro (ma anche yen o sterline) attraverso i cosiddetti "Eurobond", ed un'altra parte in Local Currency, vale a dire nella valuta locale del Paese debitore. Questa distinzione è particolarmente utile poiché permette di differenziare tra due insiemi di rischi finanziari differenti che caratterizzano ciascun investimento, come vedremo meglio in seguito.

In generale è bene tenere a mente come, ogni volta che si decida di focalizzare l'attenzione su una parti-

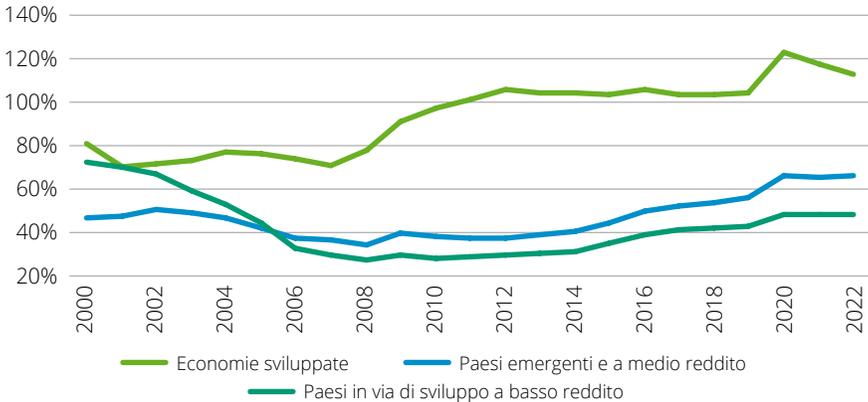
colare caratteristica dell'asset class governativa emergente, ad esempio scegliendo un indice specifico in cui investire, si finisce implicitamente per operare una segmentazione anche su altri fattori. Un primo esempio di questo è dato dal fatto che non tutti i Paesi emettono sia in valuta locale che in valuta forte, ed operare una scelta fra questi due segmenti, di riflesso, significa effettuare una scelta anche di natura geografica. Ecco che negli indici in valuta locale la macroarea più rappresentata è solitamente quella asiatica, mentre in quelli in valuta forte le aree più rilevanti diventano America Latina e Medio Oriente. Inoltre, all'interno del segmento in valuta forte, la scelta di investire solo in obbligazioni governative emesse in euro, costringerebbe ad una concentrazione elevata sull'area europea, e in particolare sull'Europa centro-orientale (CEE), e ad avere un portafoglio con un merito creditizio in media più alto rispetto a quello del paniere globale. Se infine, come già visto, si volesse investire solo sul segmento

Investment Grade si escluderebbe, ad oggi, l'intero continente africano dall'universo investibile.

All'interno degli indici governativi emergenti, inoltre, può essere inclusa anche la categoria dei cosiddetti quasi-governativi, cioè quelle aziende possedute o garantite da uno Stato. Questi emittenti possono avere un rischio di insolvenza anche significativamente superiore a quello del Paese di appartenenza, tipicamente quando non beneficiano di una garanzia esplicita da parte di quest'ultimo, ed offrire quindi all'investitore un rendimento aggiuntivo rispetto alla curva governativa tradizionale. I Paesi dove ad oggi sono maggiormente presenti obbligazioni di emittenti quasi-governativi sono ad esempio la Cina, il Messico e la Malesia, ed il settore più rappresentato è invece di gran lunga quello energetico, a cui seguono quello dei finanziari e delle utilities.

Infine, anche per questa asset class, i provider di indici svolgono un ruolo importante nella definizione dell'u-

niverso investibile, e le loro scelte possono avere conseguenze rilevanti per gli investitori. Il caso esemplare è sicuramente quello del debito obbligazionario cinese che, pur rappresentando uno dei più grandi mercati al mondo in termini di emissioni, solo nel 2020 ha visto il suo ingresso all'interno di uno dei benchmark più seguiti sul debito emergente in valuta locale (il J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified), e con un peso massimo del 10%. Questo poiché, oltre alle dimensioni del mercato obbligazionario, anche la liquidità e l'accessibilità di quest'ultimo da parte degli investitori esteri sono tenuti in considerazione nella costruzione degli indici. L'inserimento della Cina è stato infatti il risultato dell'impegno da parte di Beijing nel voler aprire il mercato obbligazionario all'estero, come dimostrato dal Bond Connect Scheme, un programma lanciato nel 2017 che ha permesso agli investitori esteri di accedere al mercato obbligazionario attraverso l'hub finanziario di Hong Kong. L'inserimento, o la rimozione,

**Figura 2****Evoluzione del rapporto tra debito pubblico e PIL**

Fonte: IMF, Global Debt Database 2022

di un Paese dall'indice può riflettersi in importanti flussi, o deflussi, di capitale, che il gestore attivo può provare ad anticipare per apportare valore al portafoglio. Il caso dell'India, ancora non presente in molti indici obbligazionari in valuta locale, può in questo senso fornire interessanti spunti di riflessione.

### Il punto di vista del debitore e la sostenibilità del debito

In qualità di investitori obbligazionari, dobbiamo innanzitutto domandarci qual è la ragione per cui il debitore, in questo caso il Paese emergente, possa voler attrarre dei capitali dall'estero, ed in particolare quali sono i motivi che spingono alcuni di questi ad indebitarsi in una valuta diversa da

quella locale. Questo ci permette di capire meglio i rischi a cui sia il creditore estero sia il debitore emergente vanno incontro in seguito all'emissione di nuovo debito governativo.

### Gli investimenti e la bilancia commerciale

Molti Paesi emergenti cercano innanzitutto di attrarre capitali che permettano loro di investire in progetti di sviluppo per la propria economia, e nella Figura 2 possiamo osservare come il rapporto tra debito pubblico e PIL sia aumentato nel tempo, pur rimanendo ben al di sotto di quello relativo alle economie avanzate. Il mercato finanziario internazionale svolge in questo senso un ruolo importante, poiché, senza di esso, le economie

emergenti dovrebbero rinunciare ad opportunità di investimento fruttuose, a causa dell'indisponibilità di capitale (gli Stati emergenti hanno, ad esempio, un tasso di risparmio medio inferiore rispetto a quello delle economie sviluppate). La solvibilità del Paese debitore dipenderà anche dall'utilizzo che quest'ultimo farà del capitale ricevuto, e molta attenzione è stata posta, in particolare dal Fondo Monetario Internazionale, sulle modalità con cui i Paesi emergenti possano impiegare efficacemente il capitale ricevuto (*External Debt and Capital Flight in Sub-Saharan Africa*, IMF, S. Ibi Ajayi, Mohsin S. Khan, 2000). Il debito sovrano è purtroppo problematico in questo senso, poiché il creditore non si assume i rischi diretti dei progetti che lo Stato emergente vuole finanziare, e in mancanza di un'adeguata due diligence, o di limitata trasparenza, l'obbligazionista può trovarsi a finanziare un deficit fiscale non sostenibile nel tempo. Vi sono anche stati dei casi in cui proprio l'emissione di nuovo debito go-

vernativo si pensa abbia causato una riduzione della crescita potenziale del Paese emergente. Questo può avvenire, ad esempio, quando il debito finanzia governi con elevati problemi di corruzione, disincentivando indirettamente lo sviluppo del libero mercato e della crescita (*IMF Central Banking Lecture*, L. Kganyago, luglio 2023).

Un'altra delle ragioni per cui un Paese emergente voglia, o debba, indebitarsi con l'estero è un riflesso della propria apertura economica, ed in particolare degli scambi commerciali internazionali. Un Paese in via di sviluppo che debba importare dall'estero sta infatti, essenzialmente, scambiando della valuta a fronte della consegna di beni o dei servizi. Ecco che l'indebitamento con l'estero chiude il cerchio nella bilancia dei pagamenti, poiché facilita il reinvestimento di denaro, uscito dall'economia emergente ed incassato dal Paese esportatore, di nuovo nelle finanze del Paese emergente. Più tecnicamente, da un punto di vista macroecono-

mico, questo permette di mantenere un surplus nel proprio “Financial Account”, cioè un’entrata monetaria, che possa finanziare il corrispettivo deficit del “Current Account”, il quale può essere causato proprio da un valore delle importazioni superiore a quello delle esportazioni.

### **Indebitarsi in valuta forte: i rischi**

Con l’obiettivo di attrarre capitali esteri, prima della crisi asiatica del 1997, molti Paesi emergenti hanno accumulato un ampio debito in valuta forte. L’impossibilità di attirare la stessa quantità di capitale emettendo del debito in valuta locale, è ciò che è stato definito “il peccato originale” dei mercati finanziari internazionali, a causa dei suoi effetti potenzialmente negativi (*Currency Mismatches, Debt Intolerance, and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters*, B. Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza, 2007). Difatti, solo i Paesi emergenti che godono di un mercato obbligazionario interno soli-

do, come la Cina ad esempio, riescono con facilità ad indebitarsi in valuta locale, ma laddove questo mercato non sia sviluppato a sufficienza ecco che nasce la necessità di indebitarsi in valuta forte, esponendosi così ad un nuovo rischio: quello valutario.

Il Paese che emette un’obbligazione in dollari, ad esempio, potrebbe avere difficoltà a ripagare il nozionale alla scadenza anche solamente perché il tasso di cambio, tra la valuta forte e quella locale, si è mosso a suo sfavore. Alla scadenza del debito contratto, qualora si sia osservata una svalutazione della valuta locale rispetto alla valuta forte, il Paese debitore si troverà infatti a dover ripagare più di quanto ricevuto inizialmente, poiché la valuta forte, apprezzandosi, è diventata più cara. Anche gli investitori che sottoscrivono unicamente obbligazioni in valuta forte non sono quindi del tutto esenti dal rischio, indiretto, di una svalutazione della valuta locale, proprio per gli effetti destabilizzanti che questa può avere sulla solvibilità del Paese e quindi

sul rischio di credito in generale. Un ulteriore grado di incertezza si aggiunge inoltre se consideriamo che uno Stato emergente può avere la possibilità di dichiarare default solo su una parte del suo debito, quello in valuta forte, e come il fallimento su entrambi i debiti avvenga in genere solo a seguito di un peggioramento delle condizioni economiche più significativo (*The forgotten history of domestic debt*, C. M. Reinhart, K. S. Rogoff, *The Economic Journal*, 121, 319–350, 2011). Se un Paese può infatti stampare nuova moneta per far fronte ai suoi impegni in valuta locale, alle spese di un aumento dell'inflazione e di una svalutazione della propria moneta, lo stesso non può avvenire per i suoi debiti in valuta forte, moneta su cui non vanta alcuna sovranità. Una delle soluzioni al rischio valutario potrebbe essere quella di "agganciare" la propria valuta locale a quella del dollaro, nel tentativo di non permettere una sua svalutazione. Questo, però, trova i suoi limiti nella difficoltà che lo Stato ha nell'ar-

ginare eventuali attacchi speculativi, come dimostrato ad esempio dalla crisi asiatica della fine degli anni '90. A seguito di questa, molti Paesi hanno infatti intrapreso un percorso di riduzione dello stock di debito in valuta forte, cercando di sviluppare un mercato interno dove potersi indebitare in valuta locale. In generale, per valutare la sostenibilità del debito estero, bisogna quindi guardare innanzitutto alla sua rilevanza rispetto al debito totale, o rispetto al PIL, ma anche all'ammontare di riserve in valuta estera detenute dallo Stato e alla loro evoluzione nel tempo, oltre che alla stabilità del tasso di cambio tra valuta locale e valuta forte. Infine, ma non di meno importanza, la scelta di indebitarsi in valuta forte espone il Paese ad un rischio di politica monetaria estera. Quando i tassi sono bassi e stabili, i Paesi emergenti sono incentivati ad indebitarsi in valuta forte, ma quando la banca centrale americana decide di alzare i tassi di riferimento, questa sta anche aumentando il costo del

**Anche gli investitori  
che sottoscrivono unicamente  
obbligazioni in valuta forte  
non sono del tutto esenti  
dal rischio, indiretto,  
di una svalutazione  
della valuta locale.**

**Proprio per gli effetti  
destabilizzanti che questa  
può avere sulla solvibilità  
del Paese e quindi sul rischio  
di credito in generale**

rifinanziamento per tutti quei Paesi in via di sviluppo che devono emettere nuovo debito in dollari. La FED, come noto, non ha tra i suoi obiettivi la stabilità delle economie emergenti, nonostante si sia trovata in passato a dover fare i conti con il rischio di possibili contagi tra queste e l'economia domestica. Il caso più noto è quello del fallimento dell'hedge fund statunitense Long Term Capital Management del 1998 causato, tra gli altri fattori, dal default della Russia lo stesso anno. La banca centrale americana si è trovata in questo frangente a dover organizzare il salvataggio di un'istituzione finanziaria sistemica, costato 3,6 miliardi di dollari, e lo stesso anno ha poi tagliato i tassi di riferimento per ben tre volte. Alla vigilia del primo di questi tre tagli, fu proprio il presidente della FED Alan Greenspan a dichiarare che "non è credibile che gli Stati Uniti possano rimanere un'oasi di prosperità non influenzata da un mondo che sta subendo un forte aumento di stress" (A. Greenspan, *Haas Annual Busi-*

*ness Faculty Research Dialogue, Berkeley, settembre 1998*), riferendosi qui anche alla crisi finanziaria asiatica dell'anno precedente.

### **Investire nel debito emergente sovrano in valuta forte**

Investire nel debito sovrano in valuta forte, anche detto "External Debt", significa accettare un sottoinsieme specifico di rischi finanziari, tra i quali il rischio di cambio, il rischio di tasso e soprattutto il rischio di credito, il più distintivo di questa sotto asset class. Per quanto riguarda il rischio di cambio, esso è spesso presente per gli investitori basati in euro, che si trovano ad investire in un segmento dove le obbligazioni denominate in dollari sono predominanti. L'esposizione al dollaro può essere considerata in ottica di portafoglio totale, facendo leva sul fatto che la copertura del rischio valutario è un'opzione offerta quasi sempre dai fondi di investimento, od ottenibile dagli investitori istituzionali direttamente attraverso il mercato dei cambi forward. Il secondo rischio,

quello di tasso, è invece il medesimo che l'investitore sopporterebbe investendo ad un rendimento cosiddetto "risk-free" (ad esempio sottoscrivendo obbligazioni emesse dal tesoro americano). Solo gli operatori specializzati, che hanno accesso al mercato dei derivati, possono coprire questo rischio, mentre per gli altri investitori esso rappresenta una "condicio sine qua non" dell'investimento obbligazionario più in generale. Il rischio di credito, infine, è invece retribuito attraverso uno "spread", ovvero un rendimento addizionale che si va a sommare a quello del risk-free, e che serve a compensare l'investitore per il maggior rischio che sopporta quando presta denaro al Paese emergente piuttosto che a un emittente virtualmente privo di rischio. Quest'ultimo spread è proprio ciò che distingue la sotto asset class che, non a caso, è spesso anche soprannominata dagli investitori "Emerging Market Sovereign Credit", nonostante il rischio di credito sia presente anche nelle obbligazioni governative emergenti in valuta locale.

### **Lo spread creditizio governativo emergente**

Se guardiamo ai principali indici di debito emergente in dollari, notiamo come i livelli minimi, anche inferiori ai 200 punti base, siano stati registrati dallo spread nel periodo subito antecedente la crisi finanziaria globale. Il 2008 ha poi visto una sua rapida impennata, che lo ha portato anche a superare gli 800 punti base, un livello che non è stato raggiunto nemmeno durante la crisi pandemica del 2020. Più recentemente, a partire da inizio 2022, eventi quali la guerra in Ucraina, gli shock inflattivi e le politiche monetarie restrittive, hanno trainato gli spread governativi emergenti verso un nuovo regime di volatilità, il quale necessita di una riflessione aggiuntiva per comprenderne a pieno le caratteristiche peculiari. Poiché, infatti, stiamo guardando ad un'asset class estremamente eterogenea, un livello di spread medio può nascondere importanti dettagli all'interno della sua composizione, tanto più che gli indici su cui viene calco-

lato possono arrivare a racchiudere anche 70 Paesi diversi. Uno di questi particolari lo si trova nella differenza tra il rendimento delle obbligazioni governative Investment Grade e quelle High Yield, differenza che è aumentata significativamente negli ultimi anni. Nel corso del 2022, in particolare, abbiamo assistito a spread creditizi molto compressi per quei Paesi con rating non speculativo, che solo raramente hanno superato i 200 punti base. All'estremo opposto, lo spread dei Paesi emergenti con rating speculativo si è posizionato spesso sopra gli 800 punti base, complici quei Paesi in forte crisi finanziaria che non hanno più accesso al mercato dei capitali internazionale. Il livello medio di rendimento presente ad oggi sul mercato è quindi frutto di questa forte dicotomia, la quale rende fondamentale, ancora più che in passato, l'ottenimento di un'ampia diversificazione in termini di emittenti. Solo così si riesce a sopportare i rischi idiosincratici dei Paesi emergenti che offrono alti livelli di rendimento,

senza doversi accontentare di investire solo in Paesi con elevata qualità creditizia, ma i cui spread sono alquanto contenuti.

È doveroso inoltre precisare, per quanto riguarda l'insieme di Paesi in difficoltà o sulla via del default, che questi possono rappresentare un'opportunità di investimento solo, tipicamente, per gli investitori specializzati come gli asset manager. Questi possono infatti sopportare l'elevato rischio, dato anche dalla bassa liquidità sul mercato secondario, a fronte di una possibile ristrutturazione del debito, ipotizzando tempistiche e valori in termini di recupero del credito deteriorato. In questo senso i fondi di investimento diventano strumento essenziale per l'investimento nell'asset class, poiché permettono una diversificazione altrimenti irrealizzabile.

### **I fattori che influenzano lo spread**

Volendo analizzare i singoli emittenti governativi, ciò che determina lo spread di credito di un Paese è ad

esempio il livello di indebitamento rispetto al PIL, l'ammontare di debito in valuta forte emesso, il Current Account, l'ammontare di riserve valutarie, il deficit fiscale, il rischio politico (*Determinants of Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Fundamentals vs Financial Stress, D. Bellas, M.G. Papaioannou, I. Petrova, IMF Working Paper, 2010*). Per l'investitore che più è interessato, invece, all'andamento dell'asset class in generale, esistono alcuni fattori macroeconomici e finanziari che è possibile monitorare, e che in passato sono stati correlati con i movimenti dello spread creditizio. Il più noto tra questi è certamente l'andamento del dollaro.

Come accennato in precedenza, quando il dollaro si apprezza diventa più difficile per i Paesi emergenti far fronte al debito contratto nella valuta statunitense, motivo per cui il rischio di credito aumenta e lo spread sale. Questa relazione con il dollaro può anche inasprire eventuali situazioni di stress sui mercati globali, creando una forte interconnessione tra eco-

nomie sviluppate ed emergenti. È il caso, ad esempio, dei periodi di volatilità o incertezza che spingono gli operatori finanziari internazionali ad un generalizzato acquisto di dollari, il quale ha come riflesso un apprezzamento della valuta statunitense a diretto svantaggio dei Paesi in via di sviluppo.

Oltre al dollaro, anche le materie prime sono state storicamente correlate con l'andamento dello spread creditizio. Ciò innanzitutto poiché molti Paesi emergenti sono esportatori netti di materie prime, e una risalita del prezzo di quest'ultime aumenta gli introiti nelle finanze del Paese e ne migliora il saldo della bilancia commerciale. Questa generalizzazione può però nascondere importanti particolari a livello di singolo Stato emergente, specie per coloro i quali, pur essendo esportatori netti di materie prime, stanno sì esportando materie agricole e metalli, ma sono in realtà importatori di energia e quindi svantaggiati da un aumento del prezzo di quest'ultima.

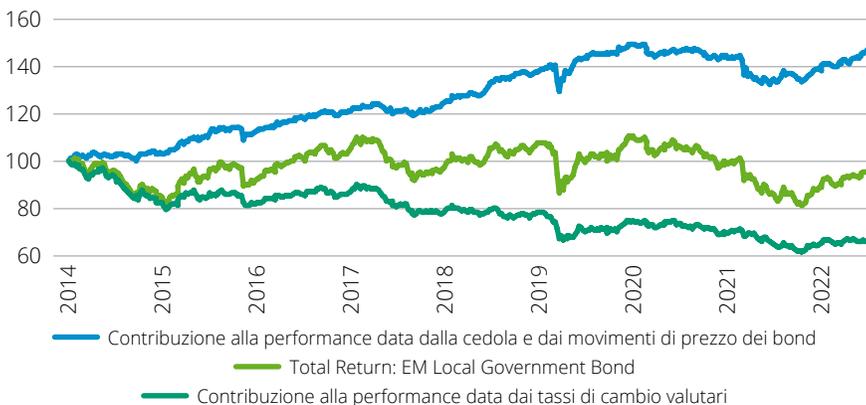
Un altro fattore che influenza il rischio di credito governativo dei Paesi emergenti è l'andamento della crescita globale, elemento che spiega l'andamento pro-ciclico dello spread. La nota affermazione "quando gli Stati Uniti starnutiscono, il mondo prende il raffreddore", coniata dall'economista Nouriel Roubini, è quanto mai applicabile alle economie emergenti. Basti considerare come queste abbiano registrato, in aggregato, una decrescita del proprio prodotto interno lordo sia durante la recessione statunitense del 2001 che in quella del 2007/08, se pur con diversi lag temporali a seconda del singolo Paese. In aggiunta, anche la crescita economica cinese è diventata negli anni un fattore importante da monitorare, non più solo per i Paesi della regione asiatica, ma per il segmento emergente in generale.

Una volta chiarita la natura pro-ciclica del rischio di credito governativo emergente, è facile intuire quali siano gli indici con cui lo spread creditizio esprime un'alta correlazione, ad

esempio l'andamento del mercato azionario americano, dello spread delle obbligazioni High Yield statunitensi, nonché della volatilità (non solo quella azionaria del VIX, ma soprattutto quella dei treasuries americani sintetizzata dall'indice MOVE).

### **Debito emergente sovrano in valuta locale**

Un altro modo per accedere al mercato governativo emergente è per il tramite dell'investimento in obbligazioni emesse in valuta locale. Queste obbligazioni governative aggiungono un nuovo set di rischi all'investimento, strettamente legati al mercato finanziario locale, tra cui ricordiamo quelli di cambio, di tasso d'interesse, di inflazione, di liquidità e legislativo. Investendo in questa sotto asset class, l'investitore punta tipicamente ad ottenere un elevato tasso di rendimento dall'obbligazione, nella speranza che la valuta locale non incorra in una svalutazione tale da ridurre questo rendimento. Una delle strategie valutarie più conosciute, quella

**Figura 3****Andamento del debito governativo emergente in valuta locale**

Fonte: Bloomberg. Performance in dollari al 30 giugno 2023. Calcoli dell'autore basati sull'andamento e sull'allocazione di due ETF che tracciano l'andamento del debito governativo emergente in valuta locale.

di "Carry Trade", consiste proprio nel prendere a prestito una somma di denaro a tassi bassi in una prima valuta, per poterla investire in un Paese estero a tassi di interesse più elevati e in una valuta differente. La volatilità dei tassi di cambio, però, può diventare il vero motore trainante della performance, sovrastando il contributo dato dal tasso di rendimento obbligazionario.

Supponiamo che un investitore decida di investire in un portafoglio diversificato di obbligazioni governative

in valuta locale emesse dai Paesi emergenti. Il rendimento complessivo dell'investimento, da inizio 2015 e fino al primo semestre del 2023, è proiettato nella Figura 3 dalla linea verde, la quale è stata derivata dall'andamento medio di due ETF che insieme vantano masse per circa nove miliardi di dollari (fonte Bloomberg al 30 giugno 2023). Al fine di comprendere meglio i due diversi motori della performance, abbiamo qui suddiviso l'andamento tra la pura componente valutaria e la restante parte legata alla sola detenzione

dell'obbligazione, qui rappresenta come un unicum, ma che solitamente è ulteriormente suddivisa tra incasso della cedola e movimento del prezzo del bond.

Nel suo complesso, è evidente dal grafico come l'esposizione valutaria, in basso, abbia detratto valore nel periodo, poiché durante questo frangente ha più che annullato il beneficio ottenuto dal rendimento obbligazionario, in alto. Il 2015, in particolare, è stato uno degli anni di maggiore sottoperformance del segmento in valuta locale rispetto a quello in valuta forte, ed è evidente dal grafico come i tassi di cambio siano stati in questo periodo l'unico vero fattore trainante la performance. Ciò avviene quando le valute emergenti registrano una forte svalutazione, senza che il rendimento obbligazionario riesca a fornire un contributo significativo. Più recentemente, in parte nel 2021, ma soprattutto nel 2022, la performance negativa dell'asset class è invece stata trainata, oltre che dai cambi valutari, anche dalla discesa dei corsi

obbligazionari, segnati questa volta dai decisi rialzi dei tassi d'interesse registrati negli ultimi anni.

Oltre al rischio valutario, anche quello di tasso di interesse locale è adesso un fattore addizionale di incertezza, il quale dipende, tra gli altri, anche dalle decisioni di politica monetaria della banca centrale del singolo Paese, nonché dal tasso di inflazione. Ciò implica che, anche quando il rischio di credito relativo all'emittente risulti essere invariato, l'investimento può ora mostrare una volatilità dovuta al movimento delle curve obbligazionarie locali. Per quanto riguarda le banche centrali locali, ciascuna di esse adotta una propria politica monetaria con l'obiettivo di riportare l'inflazione verso il livello obiettivo dichiarato, o con l'intenzione più o meno esplicita di influenzare il tasso di cambio della valuta locale. È interessante notare ad esempio come, prima che la FED iniziasse il proprio ciclo di rialzo dei tassi nel 2022, molti Paesi emergenti già avevano iniziato ad attuare politiche restrittive per combattere l'in-

flazione. Il caso della Turchia è poi di particolare rilevanza poiché mostra i rischi che l'investitore può incorrere nel caso in cui la banca centrale locale decida di perseguire politiche monetarie non convenzionali, specie quando queste non si dimostrano efficaci, come in questo caso, nel contenere un'inflazione fuori controllo.

Gli asset manager sono qui particolarmente utili poiché possono separare i due tipi di rischio, quello di tasso e quello valutario, sopportando ad esempio solo il primo e coprendosi dal secondo. In questo modo si possono trattare le due fonti di rendimento in maniera distinta, nel tentativo di trarre beneficio dai diversi fattori anche indipendentemente l'uno dall'altro.

### **I fondi di investimento**

Come già accennato, la possibilità, attraverso i fondi di investimento, di ottenere in modo efficace un'ampia diversificazione è quanto mai importante per chi si trova ad investire in un asset class come quella dei gover-

nativi emergenti. Non solo a causa dell'ampia frammentazione, ma anche per poter accedere a quelle tipologie di strumenti tipicamente utilizzati dagli investitori istituzionali. Fra questi i derivati, i quali permettono di ottenere le coperture ai rischi sopracitati: quello di cambio, ad esempio tramite Forwards, quello di tasso, tipicamente con Interest Rate Swaps, e quello di credito, mediante CDS. Poiché un utilizzo di questi strumenti più o meno ampio è quasi sempre nelle facultà del gestore, l'investitore dovrebbe d'altro canto indagare in che misura questi abbiano contribuito a diminuire, o ad aumentare, il livello di rischio del fondo, e se il loro utilizzo sia presieduto da efficaci sistemi di controlli da parte della funzione interna di risk management.

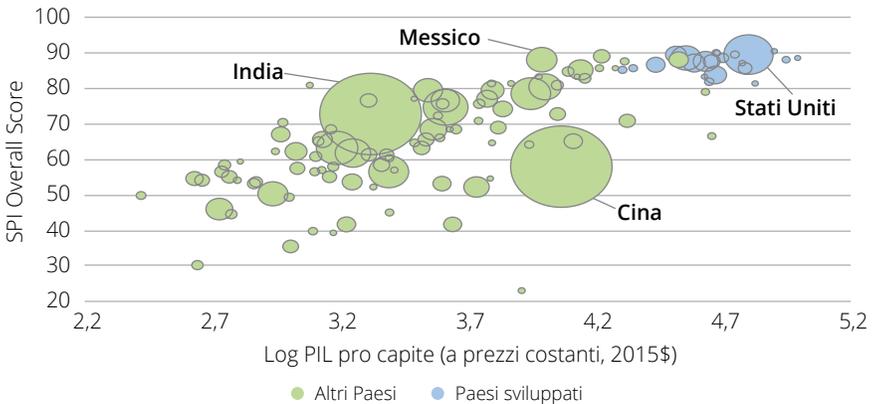
Attraverso l'utilizzo dei fondi, si può delegare a terzi l'intero investimento sull'asset class globale, o scegliere quelle aree geografiche che più lo interessano e che completano la parte di investimenti effettuata direttamente. Una volta individuato il

segmento di interesse, l'investitore si trova a dover effettuare la scelta tra la gestione attiva, nella speranza di ottenere un rendimento addizionale rispetto all'indice di riferimento, e la gestione passiva, ad un costo inferiore e con l'unico obiettivo di tracciare un benchmark. Come vedremo in conclusione, un approccio bilanciato tra le due tipologie di fondi permette di diversificare rischi e benefici di ciascuno, ma iniziamo osservando come l'asset class emergente ben si presti, potenzialmente, alla generazione di valore aggiunto tramite la gestione attiva. Ciò innanzitutto a causa dell'inefficienza di alcuni mercati, la quale rende ancora possibile una generazione di rendimento attraverso la selezione di singole obbligazioni, bottom-up, o tramite l'esecuzione di veri e propri arbitraggi. Una delle inefficienze più note riguarda ad esempio i differenti gradi di trasparenza, affidabilità, e confrontabilità dei dati forniti dagli istituti statistici locali. Sebbene questo non sia un problema esclusivo

dei Paesi in via di sviluppo, la metrica ideata dalla World Bank per misurare la qualità dei dati statistici prodotti (lo Statistical Performance Indicators Overall Score), mostra una chiara correlazione con il PIL pro capite dello Stato.

Dalla Figura 4 si evince come i Paesi sviluppati, con un PIL pro capite più alto, forniscano tendenzialmente dati di migliore qualità, e come alcuni Paesi in via di sviluppo che pure hanno PIL pro capite simile, ad esempio Cina e Messico, possano mostrare uno Score di qualità statistica decisamente diverso. Gli uffici di ricerca specializzati, quindi, spesso stimano in maniera indipendente alcuni di questi dati economici, anche al fine di permettere un corretto confronto fra Paesi diversi. Questo consente di creare una struttura affidabile che sia alla base delle scelte di investimento, e in particolare che permetta di effettuare una selezione consapevole tra i vari emittenti governativi, la cosiddetta "Country Allocation".

**Figura 4**  
**World Bank SPI overall score**



Fonte: World Bank, SPI Overall Score dati al 2020, PIL pro capite e popolazione al 2022. Gli "Altri Paesi" rappresentano sia gli Stati in via di sviluppo che quelli meno sviluppati. L'ampiezza delle bolle è proporzionale al numero di abitanti di ciascun Paese

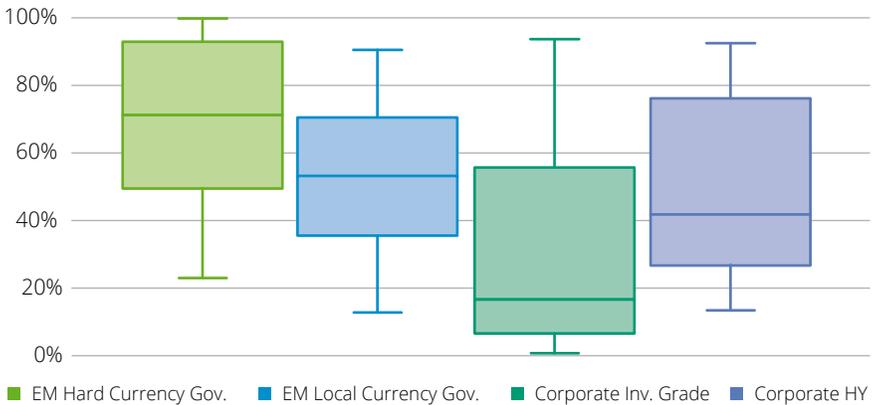
Molti asset manager globali, inoltre, preferiscono mantenere uffici di gestione o di ricerca dislocati nei principali Paesi emergenti, e molti sono presenti in particolare in Asia, nel tentativo di rendere più agevole la due diligence sui singoli Paesi. I fondi attivi possono infine generare valore grazie alla partecipazione al mercato primario, spesso non accessibile agli ETF, e specie se le nuove emissioni offrono un rendimento addizionale rispetto a quelle già presenti sul mercato secondario, il cosiddetto Net Issuance Premium.

### **Analisi di Tracking Error**

Tra i fondi attivi, se isoliamo quelli che hanno come benchmark il debito governativo emergente in valuta forte, notiamo però dei tratti distintivi su cui porre particolare attenzione. Frequentemente, ai gestori di questi fondi, è permesso investire, anche in maniera consistente, al di fuori del perimetro delineato dal proprio benchmark. È infatti comune che un fondo specializzato in valuta forte possa avere al suo interno anche degli investimenti in valuta locale (ad

**Figura 5**

**Tracking error percentile - Analisi per asset class**



Fonte: Bloomberg, 31 agosto 2023. Tracking Error calcolato sulla performance netta a cinque anni.

esempio fino al 10% del NAV), e/o in emittenti corporate. Questo ha una conseguenza immediata e facilmente misurabile: e cioè che i fondi di questa particolare asset class divergono maggiormente dal proprio benchmark, rispetto ai fondi di altre asset class obbligazionarie. La divergenza, in positivo o in negativo, e quindi da non confondere con l'alpha, è misurata a partire dagli scostamenti tra il rendimento del fondo e quello del suo indice benchmark. Dato un certo periodo di tempo, l'indice di Tracking Error misura la variabilità di questi

scostamenti, e tanto più un fondo dimostra di avere rendimenti diversi dal proprio benchmark, quanto più il suo indice di Tracking Error sarà alto.

Dalla rappresentazione nella Figura 5 si può notare come i fondi emergenti in valuta forte siano appunto quelli con il maggior grado di differenza rispetto al proprio benchmark, nel periodo identificato e per il campione di cento strumenti attivi selezionato (con un totale attivi di oltre 150 miliardi di euro). Per questi fondi, inoltre, un'ulteriore fonte di Tracking Error è

da inputare ad una specifica strategia di gestione attiva su cui vale la pena soffermare l'attenzione. Quest'ultima consiste nel sovrappesare le emissioni governative emergenti High Yield, più redditizie ma anche più rischiose, ottenendo così un grado di rischio maggiore rispetto al benchmark, sintetizzato da un "Beta" maggiore di uno rispetto a quest'ultimo. Un'analisi quantitativa condotta nel 2020 dimostra quanto sia comune questo approccio all'asset class, evidenziando come ben il 37% del rendimento generato dai fondi in Hard Currency sia spiegato proprio dalla presenza di un Beta maggiore di uno (*Trading Fixed Income and FX in Emerging Markets: A Practitioner's Guide*, D. Willer, R.B. Chandran, K.Lam, 2020). Se ci si trova a dover valutare, quindi, un fondo attivo che ha operato un costante sovrappeso nel tempo di obbligazioni ad alta volatilità, la prima difficoltà sta proprio nel capire in che misura la sovra/sottoperformance del fondo sia data dal suo "stile", stabile nel tempo, oppure dalle scel-

te attive effettuate dal gestore giorno dopo giorno. Altri indicatori come lo Sharpe Ratio, il Sortino Ratio o l'Omega Ratio, i quali misurano la relazione tra rendimento e rischio, nonché l'analisi di Performance Attribution, possono qui essere di aiuto nel formulare un giudizio sull'efficacia della gestione attiva rispetto all'indice. In conclusione, una due diligence approfondita sul processo di investimento dei fondi emergenti in valuta forte è quanto mai importante. Non solo per indagare le ragioni che possono aver portato una strategia a registrare un Tracking Error elevato, ma anche per comprendere se le scelte e gli stili di gestione attiva siano riusciti ad apportare valore alla performance complessiva. I fondi passivi completano quindi in maniera efficace l'allocazione di portafoglio anche nel lungo termine, poiché creano un fondamento solido di esposizione all'asset class su cui poter minimizzare il Tracking Error, seppur rinunciando all'ottenimento di un'extra performance.

# Verso la riglobalizzazione

a cura di Guido Giammattei, portfolio manager emerging markets equity - RBC BlueBay

La globalizzazione non è morta, ma siamo di fronte a un grande processo di riequilibrio del commercio internazionale, che avrà un impatto sul mix di crescita dei mercati emergenti, e che possiamo definire con il termine “riglobalizzazione”. Un paio di considerazioni ci aiutano a inquadrare la situazione. La prima considerazione, un po' a monte del discorso in generale, è che a livello globale si consumano sempre più servizi e sempre meno beni. Si tratta di un percorso in qualche modo tracciato: via via che il PIL pro capite di un Paese cresce, il bisogno di prodotti essenziali viene gradualmente soddisfatto e la domanda dei consumatori si sposta incrementalmente verso i servizi, che siano l'healthcare, l'istruzione, l'intrattenimento. Chiaramente i servizi, nella maggioranza dei casi, vengono prodotti e consumati a livello domestico, non vengono esportati.

La seconda osservazione riguarda la Cina. Quando guardiamo i mercati emergenti nel complesso, la Cina è il Paese che ha beneficiato del libero commercio internazionale in misura proporzionalmente maggiore rispetto al resto del mondo. Il peso del gigante asiatico nelle esportazioni internazionali è salito sostanzialmente dal 2% di 15 anni fa, fino a un massimo del 12,5%. Gli Stati Uniti stanno spingendo verso un riequilibrio del commercio internazionale proprio per invertire questo trend: per i mercati emergenti ciò potrebbe tradursi in un gioco a somma zero, perché quello che la Cina sta perdendo, lo guadagnano altri Paesi, e anzi nel medio-lungo termine ne potrebbe beneficiare l'asset class nel suo complesso.

Quando si parla di Cina e Stati Uniti non si può non fare riferimento alla “guerra dei chip” tra i due Paesi, sul cui sfondo c'è Taiwan, principale produttore mondiale di semiconduttori. In questo ambito ci sono alcune dinamiche da considerare. La prima è: tutti conosciamo e abbiamo sentito parlare dell' US Chips Act, ovvero il piano di sussidi al settore dei semiconduttori approvato dal governo statunitense che mira a potenziare la capacità di produzione domestica. La seconda dinamica è più in generale la tech war tra gli Stati Uniti e la Cina. La terza dinamica è ancora una dinamica di geopolitica e riguarda le tensioni sostanzialmente tra Cina, Taiwan e gli Stati Uniti.

Di fatto il 100% dei chip che contano vengono da due Paesi: Taiwan e Corea. Gli Stati Uniti con il Chips Act in particolare vogliono modificare questo status quo. Ma se dovessimo

pensare a questo ambito tra cinque anni, quanto sarà diverso? Non tanto. Ci sarà probabilmente marginalmente una maggiore produzione dagli Stati Uniti, ma non mi aspetto un cambiamento sostanziale di scenario, e per diversi motivi. Innanzitutto, il fatto che le catene del valore della produzione di chip sono molto integrate in un vero e proprio ecosistema, che non è realistico riuscire a modificare nell'arco di pochi anni. Inoltre, il progetto statunitense si basa su dei sussidi, e come la storia insegna, con i sussidi le industrie diventano meno efficienti.

Per quanto riguarda più in generale il tema della China-US tech war, in inglese direi: «The jury is out»: probabilmente le restrizioni imposte unilateralmente dagli Stati Uniti alla Cina in termini della loro capacità di importare tecnologia avranno un impatto nel breve nel medio termine ma, se ci poniamo in un'ottica di lungo termine, la Cina è consapevole di essere vulnerabile e sta investendo in maniera massiccia per affrancarsi.

### **Vincitori e vinti nella riglobalizzazione**

Una prima osservazione è che in linea generale questo processo di riequilibrio del commercio internazionale sarà molto graduale, molto lento, perché le nostre economie sono molto integrate, non dimentichiamoci che la Cina è il principale partner commerciale degli Stati Uniti e viceversa, per cui ogni cambiamento richiederà pazienza e tempo. In termini di vincitori e vinti in questo processo, si possono individuare tre specifiche categorie di Paesi, che possiamo chiamare nearshoring, friendshoring, e China plus one (i vicini, gli amici, e l'alternativa alla Cina) che beneficeranno della “nuova” globalizzazione. Quando parliamo di nearshoring, facciamo riferimento alle economie che hanno un vantaggio competitivo dato dalla prossimità: è il caso del Messico, che oltre a far parte del NAFTA, il North American Free Trade Agreement, ha un'infrastruttura e una logistica che lo rendono un partner ideale con gli Stati Uniti ed è particolarmente forte nel settore manifatturiero e nel settore industriale, in particolare automotive e aviation. Il friendshoring invece si riferisce ai Paesi che nell'ultimo anno hanno guadagnato da questo cambio di paradigma, come per esempio la Thailandia, il Vietnam, l'Indonesia, la Malesia, soprattutto nel settore dei consumer electronics. Molte aziende non hanno abbandonato completamente la Cina ma hanno rilocalizzato alcuni passaggi della filiera produttiva in Paesi vicini, principalmente per limitare il rischio geopolitico, ma anche perché sono i clienti stessi a chiederlo. Infine con China plus one, si fa riferimento sostanzialmente all'India, un altro Paese che grazie alla sua capacità, al costo del lavoro, al prezzo dell'elettricità, e alle riforme degli ultimi anni, beneficerà di questo trend.

# CAPITOLO 2

---

## CORPORATE EMERGING MARKETS BOND

**di Samuele Barni**

Dagli anni '90 in poi, l'economia mondiale ha assistito ad una rapida globalizzazione, ad una vasta liberalizzazione degli scambi commerciali e ad una maggior apertura al movimento dei capitali: questi fenomeni hanno fatto sì che le economie, e nello specifico le aziende, dei Paesi emergenti diventassero sempre più importanti per il mondo sviluppato.

I mercati emergenti hanno aumentato, nel tempo, la loro importanza in termini di contributo al PIL mondiale, la loro ascesa è andata a discapito dell'importanza delle economie avanzate: quest'ultime sono passate da incidere circa il 63% sul PIL mondiale nel 1980 al 41% del 2023. In termini di PIL dei Paesi emergenti, il peso maggiore è rappresentato dal PIL della Cina.

Nella Figura 1 si può visualizzare come questi mercati, secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, abbiano ancora margine di ascesa nella loro importanza globale dato che le loro economie continuano a crescere ad un ritmo più sostenuto

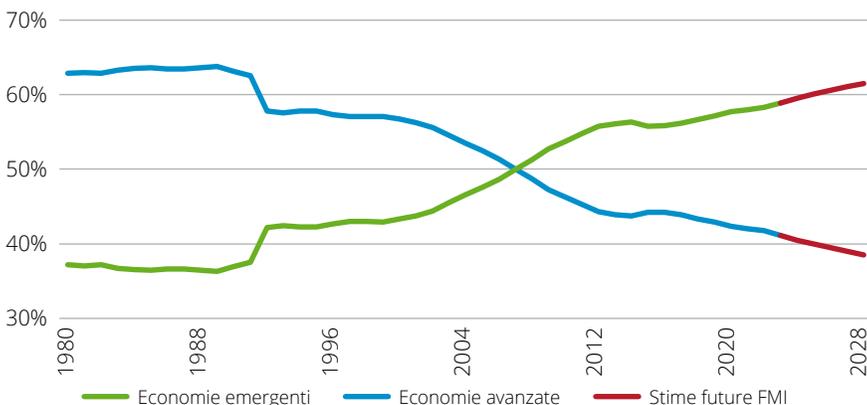
rispetto a quelle dei Paesi sviluppati.

Per dare un ordine di misura, i soli Paesi emergenti facenti parte del gruppo dei BRICS comprendono ad oggi circa il 42% della popolazione mondiale, partecipano al 20% del PIL mondiale e rappresentano il 16% del commercio internazionale. Durante il summit di Johannesburg di agosto 2023, è stato annunciato che da gennaio 2024 il gruppo dei BRICS accoglierà ufficialmente altri sei Paesi emergenti, cioè Argentina, Egitto, Etiopia, Iran, Arabia Saudita ed Emirati Arabi. Questo passo rappresenta un nuovo capitolo della collaborazione tra Paesi emergenti e Paesi in via di sviluppo.

Questi nuovi ingressi rafforzeranno la fiducia di molte nazioni nella possibile esistenza di un "ordine mondiale multipolare", il quale potrebbe portare enormi vantaggi alle economie emergenti. Ad esempio, Egitto, Arabia Saudita e Emirati Arabi Uniti sono partner strategici di Washington da

**Figura 1**

**Quota contributo gruppi Paesi su PIL mondiale (prezzi correnti)**



Fonte: Fondo Monetario Internazionale. World Economic Outlook. Dati al luglio 2023 su database aprile 2023

molto tempo ma, a causa dello stallo geopolitico in atto tra il blocco orientale e occidentale, hanno deciso di concentrarsi sui loro interessi economici e sulla volontà di rafforzare le proprie credenziali di “medie potenze”.

Cina e India sono i due principali partner commerciali sia dell'Arabia Saudita che degli Emirati Arabi Uniti. Il commercio saudita con Cina e India ha raggiunto il record di quasi 175 miliardi di dollari nel 2022, secondo i dati delle Nazioni Unite compilati da Bloomberg. All'inizio del secolo era di appena 5 miliardi di dollari.

Questa mossa geopolitica fa sì che il 29% del PIL mondiale sia in mano al nuovo gruppo dei BRICS. Oltre a ciò, di notevole interesse, è che il 43% della produzione di petrolio e il 25% delle esportazioni di beni saranno in

mano a questi Paesi. Oltre agli sviluppi economici, buoni progressi sono stati compiuti anche dai mercati finanziari, soprattutto nel segmento obbligazionario.

Visto l'elevato livello di indebitamento dei mercati sviluppati, rispetto al loro PIL, e i minori tassi di crescita, gli investitori senza o con una ridotta esposizione ai mercati emergenti potrebbero iniziare a riconsiderare le proprie posizioni.

In questa capitolo della guida ci concentreremo sui titoli di debito delle aziende appartenenti a questa “categoria” di nazioni per poter aiutare l'investitore a comprendere al meglio questo mercato e per fornirgli una panoramica sul come approcciarsi a questa asset class. L'universo delle obbligazioni nei mer-

cati emergenti presenta una notevole diversità, non solo per quanto riguarda i settori e le aree geografiche, ma anche per quanto concerne la valutazione creditizia degli emittenti e le dimensioni delle imprese coinvolte.

Si tratta di un panorama esteso da cui è possibile costruire portafogli ben strutturati e diversificati, comprese soluzioni focalizzate su specifiche regioni o valutazioni creditizie.

Questa classe di attività può offrire numerosi vantaggi agli investitori come, ad esempio, la possibilità di partecipare alla crescita delle aziende in economie in rapida espansione ottenendo cedole solitamente più elevate rispetto ad aziende analoghe appartenenti a economie sviluppate (*Il profilo rischio - rendimento di questa asset class viene considerato buono nel medio lungo termine così come il credit spread offerto, in media, risulta elevato. Il rendimento potenzialmente più elevato è dovuto al maggior premio per il rischio richiesto dagli investitori*). Tuttavia,

come la finanza classica ci insegna, a un maggior potenziale rendimento è associato un potenziale maggior rischio: questi titoli presentano alcuni rischi specifici che gli investitori devono valutare attentamente, come ad esempio, una minor liquidità oppure un rischio Paese maggiore.

Per gestire al meglio questa classe di attività è fondamentale che gli investimenti vengano correttamente diversificati, sia per Paese che per aziende: come vedremo nel proseguio è molto sconsigliato concentrare gli investimenti in una singola emissione, in un singolo Paese oppure esporsi troppo su una singola valuta.

Dagli anni 2000 in poi, il debito corporate dei mercati emergenti ha aumentato il suo peso sul debito corporate globale in modo crescente, trainato principalmente dall'ascesa della Cina come potenze globale, e ha compiuto importanti progressi nel diventare, per gli investitori, un'asset class con una sua identità, ricca di opportunità d'investimento interessanti.

Concludendo, il debito corporate dei mercati emergenti non è più un'asset class per un segmento di investitori di nicchia ma è diventata una classe di attivi matura ed adatta ad essere inclusa nella maggior parte dei portafogli, anche istituzionali. Questi titoli a reddito fisso rivestono ormai un ruolo di fondamentale importanza in un portafoglio obbligazionario ben diversificato e studiato.

Inoltre, un mercato di obbligazioni corporate solido è nell'interesse anche delle economie emergenti in quanto contribuisce a ridurre la dipendenza dai prestiti bancari e consente una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento.

### **Le aziende dei mercati emergenti**

Per azienda appartenente ai mercati emergenti si intende una società che abbia la propria sede primaria, oppure che abbia la maggioranza dei propri asset, in un Paese emergente. Molti investitori pensano che le aziende appartenenti ai Paesi emer-

genti abbiano rating creditizi molto bassi, cioè siano ritenute rischiose e poco affidabili nel ripagare i propri debiti. Oltre a ciò, spesso, viene associato il termine "high yield" a questi titoli di debito in modo inopportuno dato che in alcuni Paesi emergenti ci sono aziende molto solide, fiorenti e all'avanguardia, basti pensare alle big tech cinesi, come Tencent Holdings (Cina) e Alibaba (Cina), oppure ai grandi produttori di materie prime, come Petrobras (Brasile), Vale (Brasile), Grupo Mèxico (Messico) o la molto discussa, a causa della situazione geopolitica che stiamo vivendo, Gazprom (Russia).

Che esistano preconcetti su queste tipologia di investimento è ben noto, specialmente riguardo ai tassi di insolvenza delle società nei mercati emergenti. Come anticipato, gli investitori, in media, sono convinti che le società in questione abbiano maggior rischio di credito e, di riflesso, minor rating creditizi: dalle evidenze si può notare che i tassi di insolvenza

registrati nei mercati emergenti sono stati storicamente in linea con i relativi peer dei mercati sviluppati. Un aspetto importante da sottolineare è che i tassi d'insolvenza dei mercati emergenti tendono a seguire il ciclo economico e, dato che spesso i cicli economici di questi Paesi, o "regioni", sono meno interdipendenti tra loro, è possibile ripartire il rischio di credito in modo più efficiente diversificando l'allocazione geografica in Paesi "economicamente distanti" tra loro.

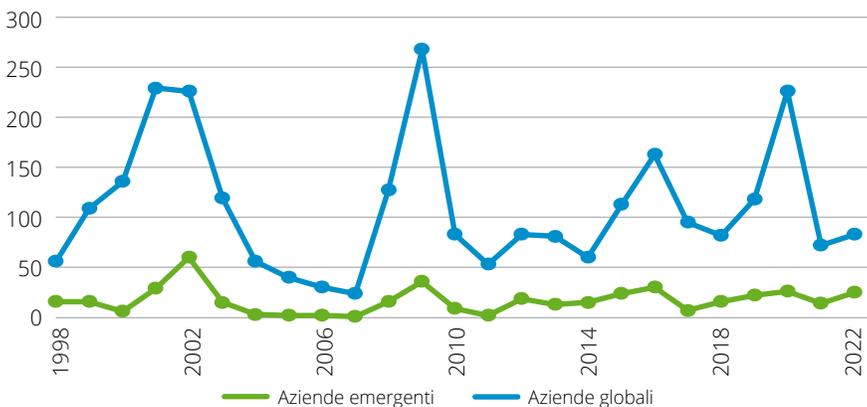
Nel 2022, a causa della crisi nel settore immobiliare cinese, le inadempienze sui debiti societari emergenti sono nate principalmente in due settori, cioè quelli di consumi/servizi e immobili/prodotti per l'edilizia/costruttori di case, con maggior concentrazione nella regione dell'Asia pacifico: le aziende che sono andate in default, e che erano monitorate da S&P Global Ratings, avevano rating molto bassi, cioè CCC/C (8 di 25), B (11 di 25), BB (5 di 25) e BBB (1 di 25).

A causa del rallentamento economico, nel 2022, il tasso di default delle aziende emergenti è stato pari al 1,2% (contro l'1% del 2021), il tasso di upgrade del merito creditizio è sceso al 7,3% (rispetto al 9,5% del 2021), mentre il tasso di downgrade è salito al 5,4% (contro il 5,2% del 2021) (Fonte dati: S&P Global ratings Credit research & Insight).

Nel 2022 le insolvenze dei mercati emergenti hanno rappresentato il 30% delle insolvenze aziendali globali, rispetto al 19% del 2021.

Oltre a ciò, dal 1997 ad oggi, il tasso di insolvenze societarie speculative grade, monitorato da S&P Global Ratings, delle aziende appartenenti ai mercati emergenti ha superato il tasso globale di insolvenza societaria speculativa solo in sei anni: 1998, 1999, 2002, 2015, 2021 e 2022. Nel 2021, il tasso di default societario di tipo speculativo dei mercati emergenti è stato del 2,38%, 46 punti base al di sopra del tasso di insolvenza aziendale di tipo speculativo globale dell'1,92%. Utile ricordare

**Figura 2**  
**Numero di default nel tempo**



Fonte: S&P Global Ratings. Default calcolati solo su aziende monitorate da S&P Global Ratings

che, il tasso di default di grado speculativo storicamente più basso nei mercati emergenti è dovuto alla minore percentuale di emittenti societari di grado speculativo con rating "B+" o inferiore.

Di tutti i 1.365 emittenti emergenti con rating S&P Global Ratings attivo a fine 2022, il 48,8% aveva un rating speculativo, inferiore alla media di lungo termine del 57% (1997-2022). A livello globale, i rating speculativi attivi alla fine del 2022 ammontavano a 3.485, pari al 49,5% del totale delle entità valutate.

A titolo di esempio, l'emittente con l'importo del debito più elevato inadempiente nel 2022 è stato l'istituto finanziario messicano "Credito Real SAB de CV SOFOM ENR", con default pari a 1,94 miliardi di dollari. Guardando la Figura 2 si può notare

come, nel tempo, si siano susseguiti i default. La media di default, calcolata dal 1997 al 2022, è pari a 16 default annui (contro 77 a livello globale), di cui 13 derivanti (contro 62 a livello globale), in media, da aziende con rating speculative grade: le aziende con rating creditizi investment grade difficilmente dichiarano default e rappresentano la parte marginale delle inadempienze totali. La deviazione standard nell'arco temporale di interesse è abbastanza elevata ed è pari a 13 (contro 66 a livello globale), sinonimo di elevata variabilità intorno al numero medio di default. Si nota bene, al pari degli emittenti sviluppati, come in periodi di crisi, il numero di inadempienze aumenta (vedi, ad esempio, post bolla dot-com del 2000 e post Grande Crisi finanziaria 2007-2008).

Concludendo, al pari delle aziende nei mercati sviluppati, prima di investire in obbligazioni aziendali dei mercati emergenti è utile sia fare preliminarmente un'analisi approfondita dei fondamentali dell'azienda che stiamo finanziando (analisi di bilancio per valutare la sostenibilità finanziaria, posizionamento competitivo, analisi catena del valore, rating di credito, prospettive di crescita, analisi cash flow, ...), sia un'analisi approfondita del rischio Paese (prevalentemente politico e normativo) nel quale l'azienda opera dato che i normali rischi associati alle emissioni di debito sono accentuati dalla potenziale instabilità politica ed economica di questi Paesi. Sebbene i Paesi emergenti, nel complesso, abbiano fatto passi avanti nel limitare il rischio Paese o il rischio sovrano, è innegabile che la possibilità di instabilità socioeconomica sia più elevata in questi Paesi rispetto a quelli sviluppati.

### **Il mercato nel suo complesso**

Dall'inizio del nuovo secolo in poi, le aziende appartenenti ai mercati

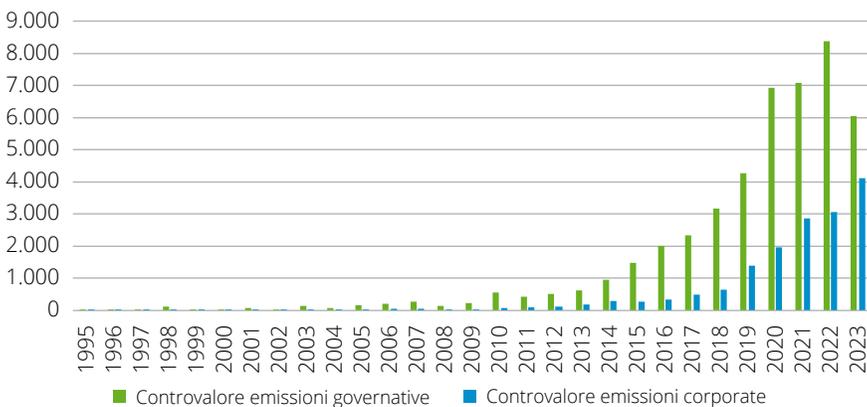
emergenti, nel loro complesso, hanno iniziato far sempre più utilizzo di debito per finanziare le proprie attività operative e le proprie spese in conto capitale. Il rapido sviluppo di questa tipologia di debito deve attribuire i meriti ai miglioramenti dei fondamentali e dei rating di molte società, il quale ha permesso di suscitare sempre più interesse e fiducia negli investitori.

Guardando alle caratteristiche delle varie emissioni, questi titoli possono essere emessi in valuta forte (cd. Hard currency), come il dollaro americano, oppure in valuta locale (cd. Local currency), ad esempio, nel caso di un'azienda turca, in lire turche.

Si consideri che, secondo i dati raccolti fino ad agosto 2023, il mercato corporate globale ha registrato un numero di emissioni pari a circa 82.600 per un controvalore emesso di circa 8.300.000 milioni di dollari: questo implica che il 49% circa delle emissioni di debito corporate derivano dal mercato emergente (circa 4.124.000 milioni di dollari) in termini di contro-

### Figura 3

#### Andamento emissioni debito Paesi emergenti



Fonte: elaborazioni personali dell'autore su fonte dati Bloomberg Ltd a Agosto '23. Dati in miliardi di dollari. Dati del 2023 YTD

valore e il 51% circa in termini di numero di emissioni (circa 42.400 titoli). Se guardiamo al passato possiamo notare la crescita dell'importanza, nel tempo, di questa tipologia di emissioni sul mercato globale dei corporate bond: nel 2010 il 23% circa in termini di numero di emissioni derivava dal mercato emergente mentre nel 2000 solo il 12% circa, in termini di controvalore invece, nel 2010, il mercato emergente pesava il 30% circa mentre nel 2000 solo circa il 2%.

Si veda nella Figura 3 come, nel tempo, le aziende hanno emesso sempre più obbligazioni sul mercato in termini di controvalore outstanding.

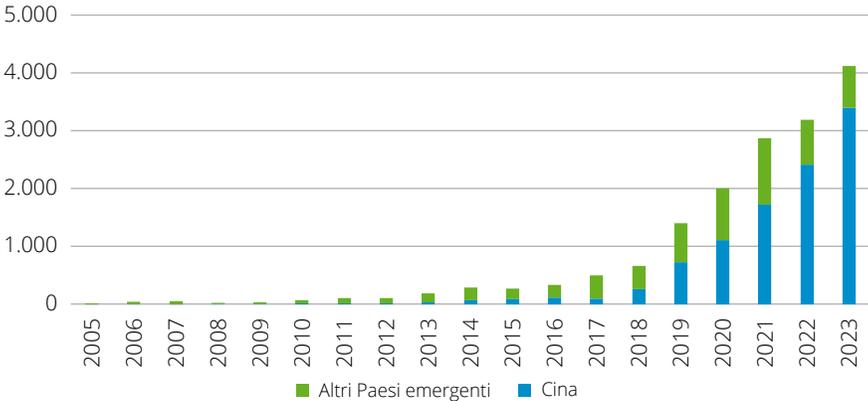
La Cina, pur essendo la seconda economia al mondo, è considerata

un'economia emergente: il suo ruolo, come si vede nel grafico sottostante, è diventato sempre più importante nel mercato obbligazionario corporate, specialmente dopo la Grande crisi finanziaria del 2008 e ha portato notevoli sviluppi per questa asset class. Gli altri Paesi che hanno un peso importante nel mercato sono, in ordine di importanza nell'ultimo anno, India, Corea del Sud, Brasile, Emirati Arabi Uniti, Malesia, Thailandia, Sud Africa, Isole vergini britanniche, Cile e Russia (Figura 4).

Adesso diamo uno sguardo alla distribuzione della maturity del debito (distribuzione per scadenza) e le caratteristiche del debito emesso, in termini di ripartizione per tipologia di cedola e valuta.

**Figura 4**

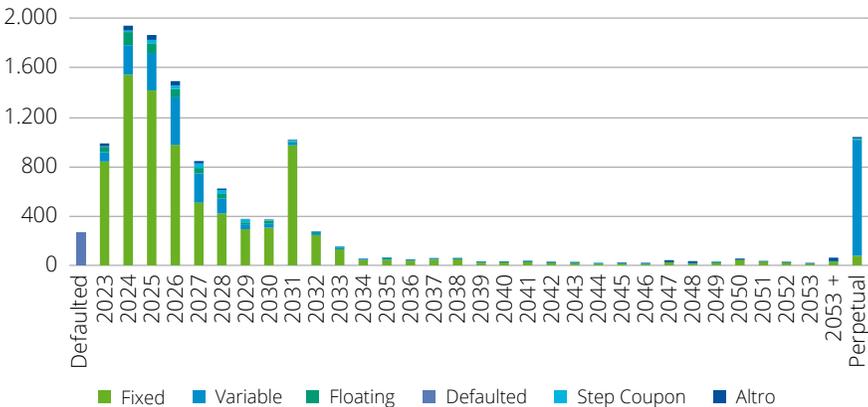
**Peso della Cina sul mercato bond corporate EM**



Fonte: elaborazioni personali dell'autore su fonte dati Bloomberg Ltd a Agosto '23. Dati in miliardi di dollari. Dati del 2023 YTD

**Figura 5**

**Distribuzione del debito per tipologia di cedola**

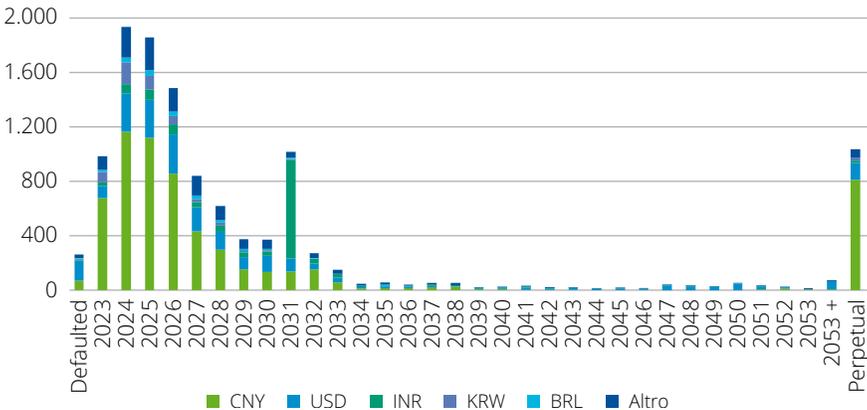


Fonte: elaborazioni personali dell'autore su fonte dati Bloomberg Ltd a Agosto '23. Dati in miliardi di dollari. Dati del 2023 YTD

Nella Figura 5 si nota come nei prossimi anni ci saranno molti rimborsi attesi: la maggior parte del debito

con scadenza è emesso a tasso fisso (circa il 66% del totale rispetto al tasso variabile che occupa circa il 19%

**Figura 6**  
**Distribuzione del debito per valuta**



Fonte: elaborazioni personali dell'autore su fonte dati Bloomberg Ltd a Agosto '23. Dati in miliardi di dollari. Dati del 2023 YTD

del totale emesso) mentre la quasi totalità del debito perpetuo è emesso a tasso variabile. Da segnalare che, uno scenario di tassi di interesse più elevati per un periodo più lungo, come quello atteso da molti operatori di mercato, implica che le emissioni rimarranno contenute dato che avranno cedole più alte e, di conseguenza, il rischio di rifinanziamento aumenta.

Guardando alla ripartizione per valuta di emissione (Figura 6), si nota facilmente come il mercato sia dominato dal renminbi (circa 52,4% del controvalore totale in circolazione) e dal dollaro americano (circa 20%), a seguire troviamo valute minori come la Rupia indiana (circa 10%), il Won sud coreano (circa 4%), il Real brasi-

liano (circa 2%) e il Ringgit malesiano (circa 1,6%). L'euro occupa una posizione marginale, attestandosi anch'esso ad una quota di circa il 2%.

Questa dominanza del renminbi è coerente con l'ammontare del debito emesso dalle corporate cinesi e segnala, a mio avviso, sia che la strategia di riduzione della dipendenza dal dollaro da parte della Cina sta andando avanti sia che la qualità e affidabilità delle aziende cinesi sta migliorando, pur rimanendo il rischio politico del Paese un aspetto da monitorare. Escludendo la Cina e le sue emissioni in valuta locale, la valuta dominante rimane il dollaro americano.

Guardando alla ripartizione per seniority, la maggior parte del debito (75% circa del controvalore in circo-

**Se si omettono  
le emissioni in valuta locale  
delle aziende cinesi,  
la valuta dominante  
dei corporate bond emergenti  
rimane il dollaro americano**

lazione) è del tipo Senior unsecured. I debiti classificati come First Lien secured occupano circa il 9% del controvalore in circolazione, i Subordinati unsecured occupano circa il 7%, gli Junior subordinati unsecure il circa 5% mentre i debiti secured occupano una parte marginale pari al circa 4%. In termini di statistiche generali, per il debito prossimo a scadenza, la media ponderata del tasso cedolare è pari al 4,48% (contro il 3,24% del debito corporate globale e contro il 4,08% del debito governativo emergente), mentre la maturity media ponderata è pari a 4,31 anni (contro 6,81 del debito corporate globale e contro 7,41 del debito governativo emergente). Numeri sostanzialmente allettanti per gli investitori.

### **Approccio all'investimento**

La principale decisione per chi investe nei mercati emergenti è scegliere tra debito denominato in dollari USA o in valuta locale. Il debito in valuta locale ha un profilo di rischio estremamente diverso, visto che la sua volatilità

tende a essere fondamentale più elevata per via dell'esposizione valutaria e delle fluttuazioni nel tasso di cambio. Nell'ambito delle obbligazioni denominate in dollari USA, in passato la maggior parte degli investitori istituzionali ha concentrato la propria esposizione verso le emissioni governative. Benché ciò fosse ragionevole in termini storici, vista la dimensione del mercato obbligazionario sovrano denominato in dollari USA, oggi lo scenario sta mutando sulla scia del forte sviluppo del debito societario dei mercati emergenti denominato in dollari americani, a causa dell'arrivo di nuovi investitori "non locali" e del fatto che i governi dei Paesi emergenti preferiscono le emissioni nella propria valuta.

La crescente attenzione degli investitori a questa tipologia di strumenti finanziari ha portato alla creazione di indici specifici su questa classe di attività: prima fra tutti è stata J.P. Morgan quando, nel novembre 2007, lanciò la sua serie di Corporate Emer-

ging Markets Bond Index (conosciuti anche come CEMBI). Dal 2007 in poi è iniziata una nuova era, iniziata nei primi anni '90, degli investimenti nelle obbligazioni aziendali dei mercati emergenti.

Attualmente gli indici di riferimento più utilizzati sia dai gestori attivi che quelli passivi sono il J.P. Morgan Corporate Emerging Market Bond Index Broad Diversified (conosciuto anche come CEMBIB Div) e J.P. Morgan Corporate Emerging Market Bond Index Broad Diversified Core (conosciuto anche come CEMBI CORE). La principale differenza è che il CEMBI CORE è costruito sulla base della composizione dell'indice CEMBIB Div, ma, per offrire un sottoinsieme più liquido e di qualità creditizia più elevata, rimuove gli strumenti con importi nominali in circolazione inferiori a 500 milioni di dollari e gli strumenti più prossimi alla scadenza. Per investire nelle sole emissioni ad alto rendimento, Bank of America ha lanciato il proprio indice chiamato "ICE BofA High Yield Emerging Markets Corporate Plus

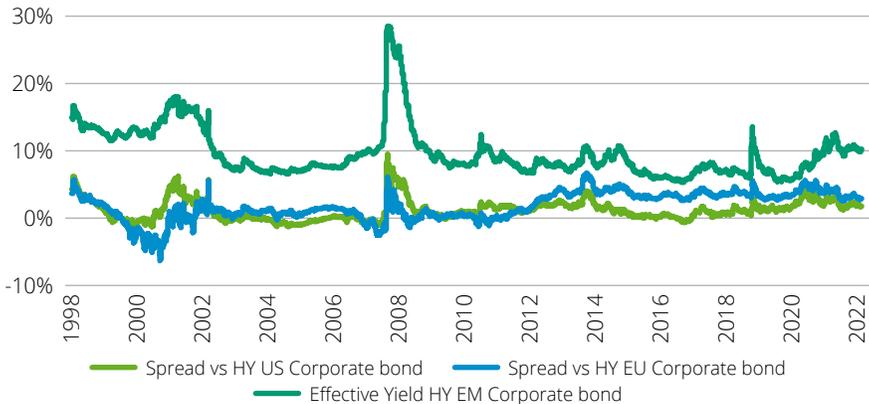
Index", il quale è un sotto indice appartenente alla categoria "ICE BofA Emerging markets Corporate plus Index" e include solo i titoli con rating pari a BB1/BB+ (Moody's / S&P Global ratings) o minore.

Nel tempo la composizione di questi indici ha subito molti cambiamenti sia di allocazione geografica e settoriale sia di allocazione per classe di rating, a causa del mutamento del mercato. A titolo di esempio, guardando al CEMBI Diversified lanciato nel 2007 rispetto all'allocazione attuale prevista per il CEMBIB Diversified (*Per garantire la riservatezza richiesta dal provider dell'indice i dati successivi sono da intendersi come approssimazione dell'ordine del +/- 2%. Le comparazioni devono essere considerate solo a scopo illustrativo*), in termini di allocazione geografica, il peso della Russia è diminuito di circa il 12%, quello del Brasile di circa l'8% e quello del Messico di circa il 6%. Se guardiamo all'allocazione geografica regionale, il peso dell'Asia è diminuito

di circa il 2%, quello dell'Europa di circa il 13% mentre è aumentato molto il peso del Medio Oriente (circa 15%) e Africa (circa 5%). In termini di allocazione settoriale, invece, vediamo come l'allocazione verso imprese industriali abbia perso circa il 20% del suo peso, il quale è confluito in settori come beni di consumo, immobiliare, trasporti, infrastrutture e servizi di pubblica utilità. Da notare che il settore petrolio e gas ha mantenuto la quota allocativa pressochè inalterata. Attualmente, il rating medio dell'indice *(per garantire la riservatezza richiesta dal provider dell'indice i dati successivi sono da intendersi come approssimazione, ndr)*, si colloca nell'estremo inferiore della fascia Investment Grade, con una valutazione Baa3 / BBB- / BBB- (Moody's/S&P/Fitch): nel complesso, l'universo dei titoli di debito societari dei mercati emergenti ha un rating leggermente migliore rispetto a quello dei Titoli di stato dei Paesi emergenti. Questo risultato deriva dal fatto che, spesso, è più difficile per le società emette-

re obbligazioni se operano in Paesi che hanno fondamentali più deboli e quindi rating più bassi dato che, molte volte, il rating del Paese a cui si appartiene viene visto come "soglia" massima attribuibile alla società. In termini di qualità l'allocazione in obbligazioni investment grade è diminuita di circa il 24%, segno di maggiore fiducia degli investitori, che hanno consentito a un maggior numero di società non investment grade di emettere debito. Negli ultimi anni, i declassamenti dei rating sovrani a non investment grade hanno comportato il medesimo downgrade di molte società, come, ad esempio, è successo al Brasile: per le società a partecipazione statale, dette anche quasi-governative, o che operano prevalentemente nel mercato interno, il rating sovrano rappresenta la massima valutazione possibile e di conseguenza è stato assegnato anche a loro il merito di credito non investment grade.

Il mercato, attualmente, è solido e continua a ricevere afflussi di capitale

**Figura 7****Variazione spread Corporate bond EM High Yield nel tempo**

Fonte: elaborazioni personali dell'autore su dati Fred St. Louis e Nasdaq. Dati estrapolati da indice ICE BofA High Yield Emerging Markets Corporate Plus Index e Indici Bond Merrill Lynch

da parte degli investitori, segno di fiducia da parte loro. Fiducia che è stata ripagata nel tempo, sia in periodi di prosperità che di difficoltà.

Nella Figura 7 si può vedere il rendimento effettivo medio ricavato implicitamente dal paniere dei bond ad alto rendimento delle società appartenenti ai mercati emergenti inclusi nell'indice ICE BofA High Yield Emerging Markets Corporate Plus Index. Oltre a questo, si evidenzia l'andamento dello spread tra i bond corporate Emergenti High, bond US High yield e bond Euro High Yield.

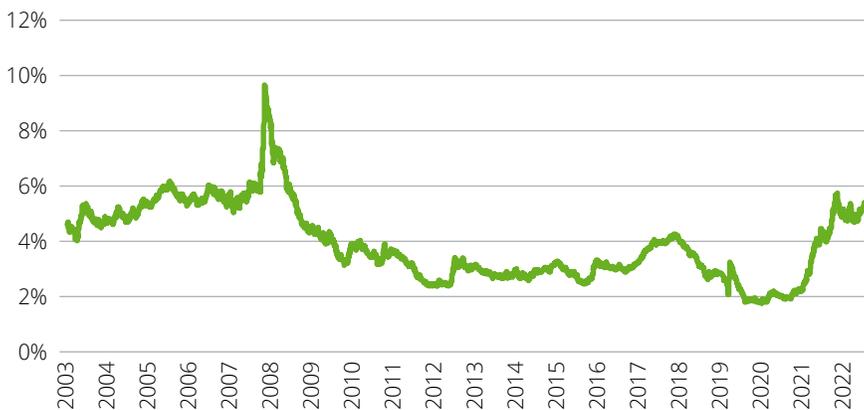
Si nota bene come i titoli a reddito fisso corporate emergenti siano in media più remunerativi rispetto ai peer americani ed europei anche se in alcuni periodi questa tendenza è ve-

nuta meno: il premio al rischio maggiore richiesto, come si vedrà nel capitolo successivo, è legato a maggiori rischi impliciti in queste tipologie di emissioni. Essendo tutte obbligazioni ad alto rendimento denominate in hard currency, quindi con rischio di credito maggiore, possiamo utilizzare lo spread anche come una "proxy molto grezza" del rischio Paese.

Da sottolineare che lo yield effettivo implicito nell'indice High Yield ha raggiunto un massimo storico di 28,56% nell'ottobre 2008 e un minimo storico di 5,29% nel gennaio 2018. Oltre a ciò, si evidenzia come in periodi di stress economico finanziario gli investitori richiedano premi maggiori sia per le obbligazioni emergenti, sia per le obbligazioni dei Paesi sviluppati.

**Figura 8**

**Yield effettivo EM Corporate Bond AAA - A**



Fonte: elaborazioni personali dell'autore su dati Fred St. Louis. Dati estrapolati da indice ICE BofA High Yield Emerging Markets Corporate Plus Index e Indici Bond Merrill Lynch

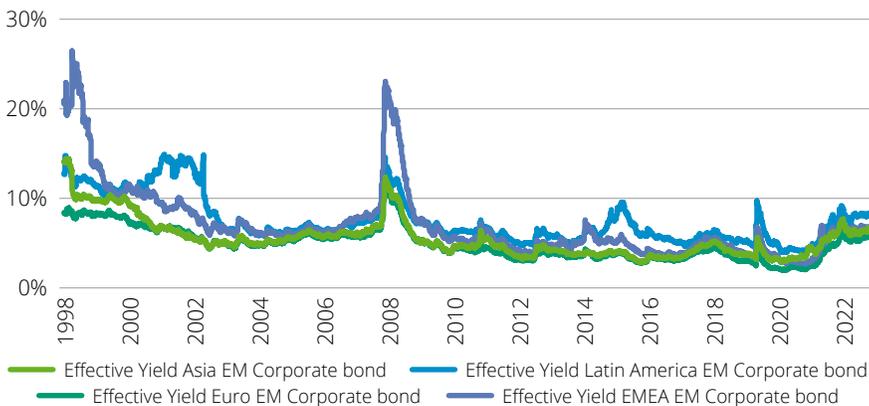
Le buone performance di questi titoli non si limitano solo alla classe “speculativa” ma si estende anche ai titoli emessi da aziende con rating creditizi eccellenti.

Per avere una visione ancora più completa, andiamo a vedere come lo Yield effettivo vari in funzione dell'area geografica a cui appartengono le aziende che emettono i titoli (Figura 8). Le aziende dell'area EMEA sono le più penalizzate, a seguire troviamo l'area dell'America Latina. I Paesi asiatici ed europei, invece, forniscono rendimenti in linea tra loro. I rendimenti impliciti di questi titoli, dagli ultimi dati disponibili di agosto 2023 sono molto interessanti e offrono ottime opportunità a quegli investitori che non vogliono prendere troppa

esposizione verso titoli azionari. Giova sottolineare che siamo in una fase di restringimento monetario da parte della maggior parte delle banche centrali e il Treasury offre rendimenti a 10 anni nell'ordine del 4,20%.

Per investire in questa classe di attivi abbiamo principalmente tre possibili soluzioni:

- investire tramite fondi di investimento attivi beneficiando dell'expertise di un gestore attivo che, spesso, può partecipare alle emissioni del mercato primario e può beneficiare di maggior conoscenza del mercato;
- investire tramite fondi passivi, o ETF, che replicano un indice di riferimento;
- acquisto diretto sul mercato pri-

**Figura 9****Yield effettivo EM Corporate Bond per aree geografiche**

Fonte: elaborazioni personali dell'autore su dati Fred St. Louis. Dati estrapolati da indice ICE BofA High Yield Emerging Markets Corporate Plus Index e Indici Bond Merrill Lynch

mario o secondario di determinati titoli.

Le gestioni a replica passiva, spesso, non riescono ad inserire al loro interno titoli emessi sul mercato primario e dedicati a investitori istituzionali; questo permette ai fondi attivi, se ben gestiti, di avere una precedenza sull'acquisto di titoli che offrono delle ottime opportunità. Il contro dell'affidarsi ad un gestore attivo è, in primis, il maggior costo di cui l'investitore di fa carico e, in secondo luogo, la necessità di fare una scelta accurata di un ottimo gestore che abbia un buon track record su questo mercato, in termini di creazione di alpha in modo consistente nel tempo.

Negli ultimi anni, il mondo del risparmio gestito, ha lanciato diverse tipologie di fondi attivi che si differenzia-

no principalmente per le strategie di investimento perseguite: ad esempio, il fondo può decidere di inserire nel suo portafoglio solo titoli a reddito fisso con rating investment grade oppure solo titoli speculative grade, può decidere di esporsi maggiormente verso una determinata area geografica o Paese, oppure può scegliere di investire solo in titoli emessi in valuta locale per cercare di creare maggior alpha utilizzando il cambio valutario come driver di performance. La scelta è vasta e le strategie numerose per cui, prima di investire attraverso questi veicoli, è fondamentale definire prima quale strategia si vuole perseguire e che tipologie di investimento vogliamo fare, poi fare un'attenta due diligence sia sulle caratteristiche del fondo e il suo track record passato (Si

**Negli ultimi anni  
il mondo del risparmio gestito  
ha lanciato diverse  
tipologie  
di fondi attivi  
che si differenziano  
principalmente  
per le strategie  
di investimento perseguite**

*ricorda che la due diligence sul track record del fondo non si limita a guardare i rendimenti passati che, come è ben noto, non sono indicativi delle performance future ma si estende all'analisi della più ampia categoria di indicatori di performance e di rischio come, ad esempio, tracking error volatility, Sharpe ratio, Sortino ratio, performance attribution, expected shortfall, default rate storico, ....) sia sul team di gestione.*

Investendo tramite fondi di investimento passivo, o ETF, l'investitore si espone alla capacità del fondo o dell'ETF di replicare l'indice di mercato in modo fedele. A favore di questo approccio ci sono costi minori da sostenere, anche se i TER di questa tipologia di gestioni sono superiori alla media dati i minori volumi di masse gestite e la maggior attenzione dedicata alla gestione in sé.

Utile da ricordare che, quando si sceglie un ETF, si deve fare un'attenta due diligence sulle masse del fondo, volumi scambiati giornalmente per avere una proxy della liquidità delle

quote, analisi sul tipo di replica (fisica o sintetica) dell'indice, analisi della solvibilità della controparte degli swap in caso di replica sintetica, analisi del rischio di cambio, ...

L'ultimo metodo, cioè tramite l'accesso diretto al mercato, è altamente sconsigliato l'investitori retail medio poichè, nel caso in cui il portafoglio di investimento non sia perfettamente studiato e ben diversificato, espone l'investitore ad un rischio troppo elevato.

### **Rischi e opportunità**

Il debito corporate emergente permette principalmente l'accesso all'investitore al rischio idiosincratico, o specifico, delle singole società. Attraverso l'investimento in fondi attivi o passivi, questo rischio specifico viene ridotto grazie alla diversificazione dell'investimento in una pluralità di titoli.

Questa categoria di titoli a reddito fisso sono in una posizione favorevole sul mercato dato che la domanda di questa asset class sarà sostenuta

nel tempo da acquisti di investitori istituzionali che vorranno inserirle nei loro portafogli. Il premio al rischio offerto da questi titoli è molto allettante per gli investitori se si considera che i fondamentali di molte aziende emergenti sono solidi e il mercato è in espansione. Come anticipato, un aspetto da monitorare, prima di investire in un'obbligazione corporate è il rating creditizio dell'azienda in questione, cioè il giudizio emesso da un'agenzia specializzata sulla solvibilità della stessa. Oltre al rating, se presenti, è utile monitorare il prezzo dei Credit default swaps associati (*l Cds sono una tipologia di assicurazione contro la possibile insolvenza di un determinato debitore. In pratica, il compratore del Cds paga un premio, quantificato in basis points (bps, cioè centesimi di punto percentuale) annui per proteggersi dall'evento di insolvenza, mentre il venditore del Cds riceve il premio (una sorta di cedola) ma sopporta il rischio di insolvenza, assumendo un rischio analogo a quello del posses-*

*sore di un bond. Per fare un esempio pratico: se un'obbligazione emessa dall'emittente XXX con scadenza quinquennale ha un "credit spread" di 70 bps (cioè rende lo 0,70% annuo in più rispetto ai tassi interbancari), anche il premio (cioè il costo annuo di un Cds sullo stesso emittente con scadenza quinquennale dovrebbe essere vicino ai 70 bps. I due mercati, quello delle obbligazioni e quello dei Cds, tendono quindi ad avere fluttuazioni tra loro molto legate.) a quell'azienda: se il prezzo dei CDS aumenta significa che il mercato ritiene che l'azienda in questione stia diventando più rischiosa, e viceversa in caso in cui scenda.*

Prima di iniziare con le analisi sui dati storici di questi strumenti finanziari è utile per l'investitore avere a mente quali sono i principali rischi che si assume investendoci perchè, è vero che, da un lato, presentano molte opportunità, ma, dall'altro lato, obbligano l'investitore a tenere in considerazione molteplici elementi, tra cui:

- **Rischio di liquidità:** il rischio di liquidità riguarda la facilità con cui si vende o si acquista uno strumento finanziario: ogni investimento deve essere considerato anche sotto il profilo della maggiore o minore facilità di smobilizzo in tempi rapidi e a costi accettabili. Per le obbligazioni ciò vale in caso di dismissione, e conseguente vendita sul mercato secondario, prima della scadenza: in questo caso, può succedere che, nel caso in cui volessimo vendere il nostro bond non troviamo compratori perchè i volumi di scambio sono bassi (nel caso in cui abbiamo un quantitativo elevato da vendere), perchè la richiesta del nostro titolo è inesistente oppure perchè il prezzo a cui vogliamo vendere è troppo alto per il mercato. I bond possono essere più liquidi (come i Treasury americani) oppure meno liquidi (come le obbligazioni corporate). Come qualsiasi altro strumento finanziario, anche i bond vengo-

no negoziati attraverso due tipi di prezzo: il prezzo bid (o prezzo denaro) e il prezzo ask (prezzo lettera), ovvero la quotazione alla quale è possibile vendere (ask) o acquistare (bid) il prodotto. Per valutare quanto un mercato sia liquido, oltre ai volumi di scambio giornalieri, si può analizzare l'ampiezza dello spread bid-ask.

- **Rischio di credito (o rischio di insolvenza):** questo rischio è legato al fatto che l'azienda possa o meno rimborsare i propri debiti ed è remunerato attraverso il "credit spread": maggiore è il rischio di insolvenza di default, maggiore è la cedola che deve pagare per remunerare il prestito. Come abbiamo visto nell'introduzione, non è sempre vero che le aziende emergenti siano più rischiose, più instabili oppure meno affidabili. Per valutare le società non finanziarie è possibile utilizzare una serie di dati e indici di bilancio diversi. Per gli investi-

tori in obbligazioni, uno degli indicatori più importanti è la leva finanziaria. Spesso, le agenzie di rating definiscono dei livelli soglia che una società deve rispettare per mantenere il proprio rating. Il rapporto di indebitamento lordo (o leva lorda) valuta il debito totale in bilancio rispetto all'EBITDA, un indicatore sintetico dei proventi finanziari disponibili per servire il debito. Pertanto, una leva lorda di tre significa che il debito è il triplo dell'EBITDA generato negli ultimi 12 mesi. Il rapporto di indebitamento netto (o leva netta) corregge lo stock di debito per la liquidità disponibile, in altri termini i coefficienti di indebitamento netto saranno inferiori ai coefficienti lordi (ipotizzando un saldo di cassa positivo). Detto ciò, deve essere sottolineato che le aziende emergenti presentano una minor leva finanziaria netta, per cui minor rischio di insolvenza, rispetto alle aziende USA. Il divario tra emergenti e americani

sta diminuendo nel tempo e i coefficienti di leva finanziaria netta stanno aumentando: nel 2009 la leva netta delle aziende emergenti era circa 1x contro 2x delle aziende americane, nel 2019 si registrava una leva netta pari a 2x per gli emergenti contro 2,5x degli americani. Post covid-19 i coefficienti di leva sono aumentati a causa di necessità di maggior indebitamento. Le aziende con rating creditizi migliori, solitamente, fanno meno utilizzo della leva finanziaria.

- **Rischio cambio valutario:** i titoli denominati in valuta locale hanno al loro interno un rischio cambio legato alle oscillazioni della valuta che fa perdere, o guadagnare, l'investitore estero in funzione delle oscillazioni del tasso di cambio, oltre al guadagno, o perdita, in caso di apprezzamento, o deprezzamento, del valore del titolo ed ai vari pagamenti di cedole. Se la valuta in cui è denominato

il bond, oppure il fondo attivo o passivo in cui stiamo investendo, si deprezzerà rispetto alla valuta dell'investitore significa che, tenuto fermo il valore del bond / fondo, il nostro investimento perderà valore a causa di un tasso di cambio sfavorevole. Immaginiamo di aver investito, un anno fa, 10.000 lire turche in un'obbligazione emessa in valuta locale. All'acquisto del bond il tasso di cambio era 1€ per 18 lire turche mentre oggi è 1€ per 29 lire turche. Effettivamente abbiamo investito, un anno fa, 555,55€. Ipotizziamo che il bond, ad oggi, valga sempre 10.000 lire turche e non abbia avuto nè svalutazione nè rivalutazione e non abbia pagato cedole, il suo valore in euro oggi è pari a 344,82€. La perdita di valore, derivante dal tasso di cambio, è stata circa 210€. L'aspetto valutario è da monitorare con attenzione dato che, i dati sul tasso di cambio nell'esempio sono reali (vedi tassi di cambio agosto 2022 e agosto 2023).

- **Rischio di tasso di interesse:** al pari di tutti i titoli obbligazionari, quando i tassi d'interesse aumentano, il valore delle obbligazioni già emesse diminuisce, questo rischio solitamente è tanto maggiore quanto più lontana è la scadenza dell'investimento obbligazionario (duration maggiore). Il debito dei mercati emergenti (statale e corporate) soffre quando la banca centrale americana (FED) percorre la strada del rialzo dei tassi di interesse poichè, anche le banche centrali nazionali sono incentivate a seguire la strada del rialzo dei tassi, specialmente per sostenere le proprie valute o, come nel caso della situazione attuale in cui sono molti Paesi (ma non tutti, ad esempio, attualmente la Cina non sta vivendo un'ondata inflazionistica e non sta seguendo le orme della FED), per cercare di domare l'inflazione
- **Rischio Paese:** in media, i governi dei Paesi emergenti sono

meno stabili di quelli sviluppati per cui comportano dei rischi politici maggiori. Deve essere sottolineato nuovamente che alcune società possono avere un rischio minore rispetto a quello del proprio Paese oppure rispetto alle obbligazioni sovrane.

Altri rischi da considerare possono essere di tipo strutturale (*Questi rischi non sono limitati ad una singola azienda ma impattano, in modo indiretto, molteplici settori industriali oppure, in casi specifici, l'economia nel suo complesso*) come, per esempio, il deterioramento demografico, rischi legati al cambiamento climatico, il venire meno di sostegni governativi, la debolezza della governance aziendale, il deterioramento di quote di mercato dell'azienda, la de-globalizzazione, ...

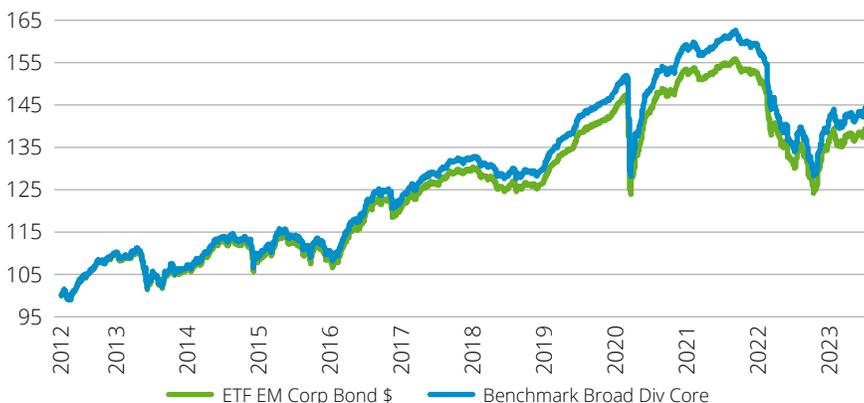
Le analisi storiche sul rischio e sul rendimento consentono di comprendere l'andamento delle diverse classi di attivi ma, come è ben evidenziato in tutti i documenti informativi di

stampo finanziario, le analisi passate non sono indicative dell'andamento futuro.

In questo caso, il periodo temporale scelto incide significativamente sui risultati che emergono: dato che questa classe di attivi che ha vissuto una crescita repentina, è persino più difficile interpretare i dati storici a lungo termine in quanto l'universo investibile attuale e previsto dalla composizione degli indici è sostanzialmente diverso da quello inizialmente pensato. Per le analisi che seguono sono stati considerati 5, 3 e 1 anno come orizzonte temporale di analisi: in questo periodo di osservazione l'economia ha vissuto degli shock importanti come, il rallentamento della crescita del 2018, la crisi da Covid-19 e il restringimento monetario portato avanti dalle banche centrali dal 2022 ad oggi per cercare di calmare l'elevata inflazione, in molte aree geografiche, post crisi sanitaria

L'analisi seguente avrà un taglio più pratico che accademico: dato che gli

**Figura 10**  
**Andamento indice Bond EM Corporate in dollari**



Fonte: elaborazioni personali dell'autore su dati Fred St. Louis. Dati estrapolati da indice ICE BofA High Yield Emerging Markets Corporate Plus Index e Indici Bond Merrill Lynch

indici di per sè non sono direttamente investibili, sono stati utilizzati come proxy delle varie asset class alcuni ETF che replicano gli indici di riferimento con un tracking error basso, che abbiano masse e volumi di scambio elevati e che abbiano una replica fisica dell'indice.

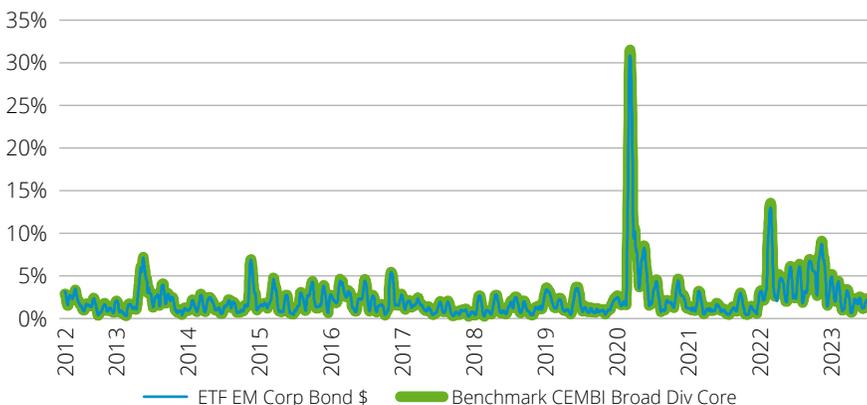
In primo luogo, vediamo come questa classe di attivi a reddito fisso si sia comportata nel tempo (Figura 10).

Da sottolineare che, per avere maggior storico, è stato preso come proxy uno degli ETF in dollari a distribuzione più noto sul mercato che abbia

un'esposizione diversificata a obbligazioni corporate e quasi-governativi Hard Currency, sia considerate high yield che investment grade. L'ETF considerato è una fedele rappresentazione dell'Indice J.P. Morgan CEMBI Diversified Core ed è rappresentativo del mercato del debito corporate dei Paesi emergenti. Nel 2022, anno negativo da dimenticare per tutte le classi di attivi e per i mercati finanziari in generale, l'ETF ha perso circa 12,1 punti percentuali, mentre il benchmark ne ha persi circa 13,1. Dal lancio dell'ETF, invece, il rendi-

**Figura 11**

**Volatilità rolling mensile annualizzata ETF vs benchmark**



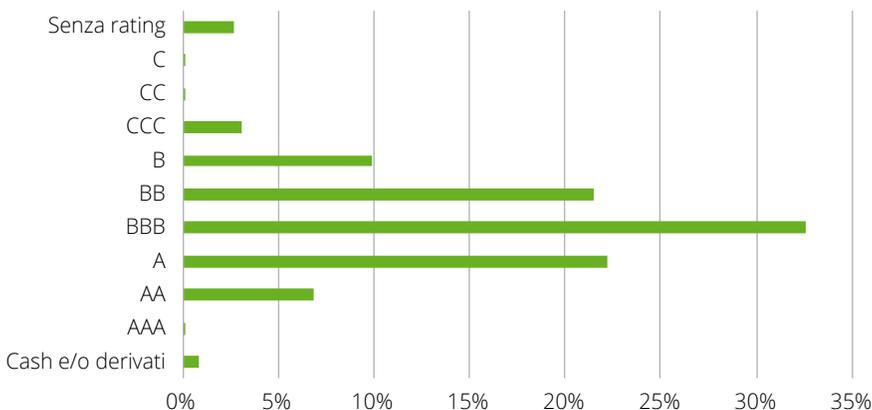
Fonte: elaborazioni personali dell'autore su dati Fred St. Louis. Dati estrapolati da indice ICE BofA High Yield Emerging Markets Corporate Plus Index e Indici Bond Merrill Lynch

mento totale annualizzato è stato del 3% contro il 3,31% del benchmark. Negli ultimi 10 anni, i risultati sono simili, l'ETF ha guadagnato un 2,95% annualizzato mentre il benchmark ha guadagnato il 3,26%. Il gap tra benchmark e ETF rimane stabile nell' intorno dello 0,30% circa anche sull'arco temporale di 5 anni dato che l'ETF ha guadagnato un 1,90% annualizzato contro il 2,12% del benchmark. Se consideriamo un costo totale (TER) dello 0,50% annuo, l'ETF, nel complesso ha lavorato molto bene (da sottolineare che il prestito titoli in questi mercati, retrocede molti punti percentuali all'ETF permettendogli di abbattere l'incidenza dei costi).

In termini di rischio, da KIID, l'ETF è classificato come rischio "medio

- basso" essendo uno strumento obbligazionario. Dal lancio l'ETF ha avuto una volatilità minore rispetto al benchmark (15,69% vs 17,59%). Negli ultimi 5 anni la volatilità di questa tipologia di investimenti è diminuita molto perchè sta venendo meno l'effetto "Covid-19", cioè un rialzo repentino della volatilità dovuto allo stress economico finanziario vissuto: l'ETF ha registrato una volatilità pari a 9,17%, contro il 10,16% del benchmark. Se guardiamo l'ultimo anno, cioè dal 31/07/2022 al 31/07/2023, la volatilità si è ridotta drasticamente: 3,97% dell'ETF vs 4,26% del benchmark.

Nella Figura 11 possiamo vedere la volatilità rolling mensile, e successivamente annualizzata, sia dell'ETF di riferimento sia del benchmark: la vo-

**Figura 12****Esposizione percentuale portafoglio per classi di rating**

Fonte: elaborazioni personali dell'autore su dati J.P. Morgan

latilità sembra comportarsi in modo abbastanza ciclico e sia ETF che benchmark hanno una volatilità molto simile.

Guardiamo adesso alle caratteristiche del portafoglio: la scadenza media ponderata è pari a 7,53 anni, la cedola media ponderata è pari al 4,59%, il rendimento medio a scadenza ponderato è pari al 7,10% e la duration effettiva del portafoglio è pari a 4,63 anni. Da questa prima analisi emerge che, aggiungendo debito corporate di mercati emergenti in portafoglio, gli investitori possono beneficiare di un differenziale positivo rispetto al debito sovrano dei mercati emergenti, aumentando così il rendimento complessivo.

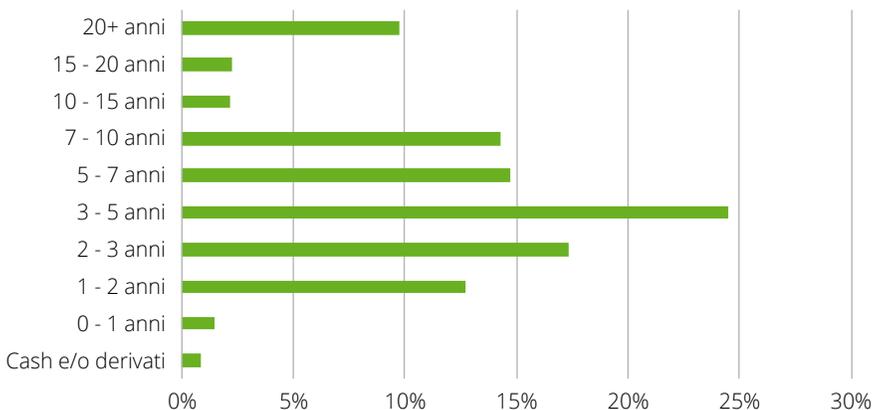
In termini di esposizione geografica (*L'esposizione geografica si riferisce*

*principalmente alla sede degli emittenti dei titoli detenuti nel prodotto, sommati e poi espressi in forma di percentuale delle posizioni totali detenute in portafoglio. In alcuni casi, tuttavia, può rappresentare il luogo nel quale l'emittente dei titoli svolge la parte prevalente della sua attività, ndr*), i primi 10 Paesi che occupano un peso maggiore sono Cina, Hong Kong, Brasile, Messico e Emirati Arabi uniti, Arabia saudita, Corea, India, Singapore e Colombia, per una complessiva esposizione pari a circa il 51% del portafoglio.

In termini di esposizione al rischio di credito, la Figura 12 rappresenta l'esposizione (*Tutte le esposizioni rappresentate sono soggette a possibili variazioni legate sia all'andamento del mercato sia alla vendita/acquisto*

**Figura 13**

**Scomposizione portafoglio per maturity**



Fonte: elaborazioni personali dell'autore su dati J.P. Morgan

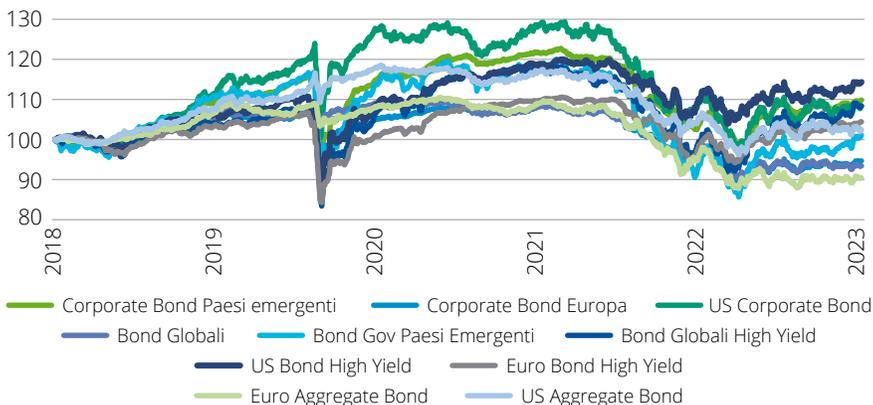
*di nuovi titoli per cui devono essere prese come indicative, ndr)* alle varie classi di rating dell'ETF. Si nota bene come il portafoglio sia prevalentemente esposto a titoli Investment grade pur avendo in pancia, se pur in minoranza titoli Speculative grade. Questo aspetto è da monitorare da quegli investitori che vogliono ridurre il rischio di credito al minimo.

Invece se guardiamo alla scomposizione per maturity, il portafoglio in esame ha le seguenti caratteristiche (Figura 13).

Dopo aver approfondito bene le caratteristiche di questo ETF, che, come

detto in precedenza, ha la finalità di rappresentare il mercato del debito corporate emergente, andiamo ad analizzare la relazione che questa classe di attivi ha con le altre tipologie di strumenti a reddito fisso.

Nel 2022 abbiamo vissuto un anno molto complicato per i mercati finanziari, forse uno dei peggiori anni per il mercato finanziario nel suo complesso, trainato dalle manovre anti inflazionistiche delle banche centrali. Le principali banche centrali del mondo hanno iniziato a rialzare i tassi di interesse in modo "violento" ed a ritmo serrato facendo perdere molto valore al mercato obbligazionario.

**Figura 14****Andamento asset class obbligazionaria negli ultimi 5 anni**

Fonte: elaborazioni personali dell'autore su fonte dati Bloomberg ltd

Nonostante ciò, se ampliamo l'orizzonte temporale sui 5 anni, possiamo vedere che solo alcuni indici si trovano ancora in territorio negativo (*Si ricorda al lettore che i valori espressi sono ricavati utilizzando come proxy degli strumenti direttamente investibili, cioè ETF con le caratteristiche esplicitate, per cui sono rendimenti espressi al netto del TER sostenuto dal potenziale investitore. La scelta di questo approccio è stata fatta per avere un taglio pratico e per dare una miglior rappresentazione delle performance ottenibili da un investitore, ndr*). In cima alla classifica di rendimento nell'arco temporale di analisi, troviamo i bond americani

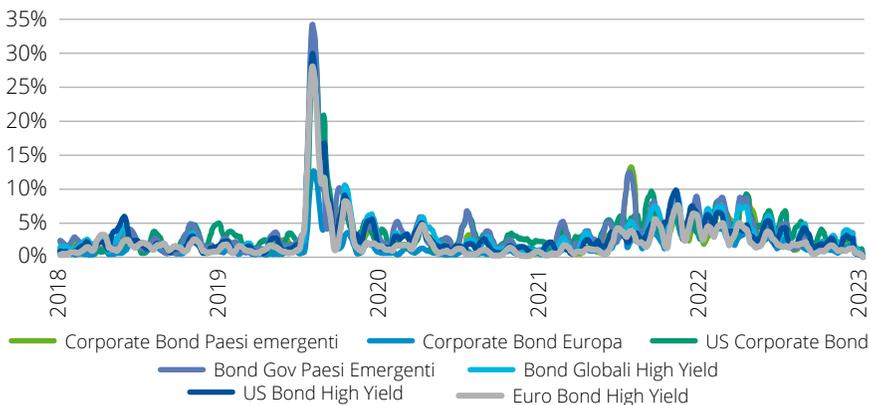
high yield, seguiti successivamente dalla nostra asset class di interesse. In terza posizione troviamo i bond corporate americani con un rendimento lievemente superiore rispetto ai high yield globali (+ circa 0,12%). Questa prima vista ci fornisce già un'idea delle ottime opportunità che i bond aziendali offrono, specialmente quelli emergenti.

Nella Figura 14 vediamo una rappresentazione dell'andamento delle asset class in esame.

Guardando alla rischiosità di queste classi di attivo, si nota come tendenzialmente l'andamento della volatilità sia molto correlato, specialmente tra

**Figura 15**

**Volatilità rolling mensile annualizzata indici obbligazionari**



Fonte: elaborazioni personali dell'autore su fonte dati Bloomberg ltd

aree geografiche. Si veda, a titolo di esempio, nella Figura 15 come, sia durante la crisi del Covid-19, sia durante il primo semestre del 2022, la volatilità dei bond corporate e governativi dei Paesi emergenti sia aumentata molto rispetto ai peer (*Per facilitare la lettura del grafico sono state eliminate alcune asset class. Le asset class con le caratteristiche più simili sono state mantenute, ndr*).

Nella Tabella 1, per una facilità di lettura sono riassunti i principali dati di nostro interesse.

In ultima analisi andiamo a vedere la correlazione a 3 anni tra varie asset class. Da sottolineare che, la

correlazione varia molto in funzione dell'arco temporale di riferimento utilizzato. L'arco temporale di 3 anni sembra essere più rappresentativo delle dinamiche a lungo termine perchè elimina la componente di shock del Covid-19.

Si nota come tutto l'universo obbligazionario sia fortemente correlato, specialmente a causa delle politiche restrittive in atto che influenzano l'andamento del mercato in generale. Oltre a ciò, possiamo dire che i bond corporate in generale portano buona diversificazione rispetto al mercato azionario, ad esclusione dell'azionario emergente. Guardando allo storico, invece, si può dire

**Tabella 1****Performance e volatilità di alcune asset class su vari orizzonti temporali**

	<b>Rend. 5 anni</b>	<b>Volatilità 5 anni</b>	<b>Rend. 3 anni</b>	<b>Volatilità 3 anni</b>	<b>Rend. 1 anno</b>	<b>Volatilità 1 anno</b>	<b>Sharpe 5 anni</b>	<b>Sharpe 3 anni</b>	<b>Sharpe 1 anno</b>
Corp. Bond EM	9,88%	7,22%	-4,89%	7,01%	4,32%	3,12%	1,37	-0,70	1,38
Corp. Bond EU	-5,32%	5,29%	-10,05%	6,42%	-3,55%	1,64%	-1,01	-1,56	-2,16
US Corp. Bond	8,50%	9,83%	-15,04%	9,68%	-2,12%	3,24%	0,86	-1,55	-0,65
Bond Globali	-6,60%	5,58%	-14,55%	6,57%	-5,06%	1,56%	-1,18	-2,22	-3,24
Bond Gov. EM	1,01%	8,88%	-11,74%	10,25%	5,28%	3,48%	0,11	-1,14	1,52
Bond Glob. HY	8,36%	6,93%	0,62%	7,05%	7,58%	4,38%	1,21	0,09	1,73
US Bond HY	14,35%	6,14%	4,49%	4,01%	2,18%	2,39%	2,34	1,12	0,91
EU Bond HY	4,45%	4,59%	3,59%	4,41%	5,16%	2,67%	0,97	0,81	1,93
EU Aggr. Bond	-9,53%	6,91%	-16,54%	8,23%	-7,35%	2,05%	-1,38	-2,01	-3,59
US Aggr. Bond	2,45%	6,46%	-13,40%	6,78%	-3,57%	2,12%	0,38	-1,98	-1,68
Az. Glob.	55,29%	20,96%	39,58%	12,02%	13,55%	8,32%	2,64	3,29	1,63
Az. USA	75,01%	26,09%	45,79%	14,06%	12,67%	8,89%	2,87	3,26	1,43
Az. EM	11,76%	14,29%	8,58%	13,05%	9,53%	5,27%	0,82	0,66	1,81
Az. EU	38,00%	14,82%	45,56%	11,18%	10,94%	7,34%	2,56	4,08	1,49

Fonte: elaborazioni personali dell'autore su fonte dati Bloomberg ltd

che il potere di diversificazione dei titoli a reddito fisso aziendale dei Paesi emergenti è diminuito nel tempo, man mano che l'asset class è diventata più matura.

Concludendo brevemente, tutti gli investitori ben diversificati e con profilo di rischio adeguato dovrebbero considerare le obbligazioni corporate dei mercati emergenti

come parte della loro asset allocation obbligazionaria.

Come la storia ci ha dimostrato, è un'asset class dinamica ed ormai matura, grazie alla quale l'investitore ha il potenziale di ottenere un sostanziale extra rendimento, pur avendo un rischio di duration e volatilità più limitate rispetto a portafogli globali.

**Figura 16**  
**Correlazione a 3 anni tra asset class**

	Corp. Bond EM	Corp. Bond EU	US Corp. Bond	Bond Glob. HY	Bond Gov. EM	Bond Glob. HY	US Bond HY	EU Bond HY	EU Aggr. Bond	US Aggr. Bond	Azionario Glob.	Azionario US	Azionario EM	Azionario EU
Corp. Bond EM	1													
Corp. Bond EU	0,95	1												
US Corp. Bond	0,97	0,98	1											
Bond Glob. HY	0,92	0,99	0,98	1										
Bond Gov. EM	0,99	0,97	0,99	0,96	1									
Bond Glob. HY	0,96	0,89	0,89	0,83	0,93	1								
US Bond HY	0,83	0,73	0,73	0,63	0,77	0,92	1							
EU Bond HY	0,92	0,82	0,82	0,74	0,87	0,97	0,96	1						
EU Aggr. Bond	0,91	0,99	0,97	1,00	0,95	0,82	0,64	0,74	1					
US Aggr. Bond	0,94	0,98	0,99	0,99	0,97	0,86	0,67	0,77	0,98	1				
Azionario Glob.	0,33	0,19	0,19	0,06	0,24	0,50	0,77	0,65	0,08	0,09	1			
Azionario US	0,13	0,00	-0,01	-0,13	0,03	0,30	0,61	0,47	-0,10	-0,10	0,97	1		
Azionario EM	0,90	0,84	0,82	0,77	0,86	0,94	0,89	0,93	0,78	0,78	0,53	0,34	1	
Azionario EU	-0,18	-0,36	-0,34	-0,47	-0,29	0,01	0,34	0,19	-0,46	-0,43	0,83	0,89	0,04	1

Fonte: elaborazioni personali dell'autore su fonte dati Bloomberg ltd

### **Panoramica ESG**

Attualmente stiamo vivendo un contesto economico finanziario difficile sotto moltissimi punti di vista, sia per le aziende sia per gli investitori. Nonostante ciò, il futuro della finanza sembra avere una certezza, cioè deve essere sempre più sostenibile e “green” sia per soddisfare sempre più stringenti requisiti regolamentari sia per soddisfare le preferenze manifestate dagli investitori verso i fattori ambientali, sociali e di governance. La partita finale si gioca proprio sugli aspetti relativi alla sostenibilità dato che sempre più investitori, privati e istituzionali, e enti regolatori tengono in considerazione gli aspetti ESG. Nonostante i diversi approcci all’investimento sostenibile, i diversi filtri applicati agli investimenti e le varie clausole di esclusione non facciano una vera e propria distinzione tra investimenti nei mercati sviluppati e quelli emergenti, le notevoli disparità di informativa e trasparenza tra questi due ambiti, specialmente sui dati, influenzano le scelte in materia di investimento.

Come mostrato nei paragrafi precedenti, il mercato del debito aziendale emergente è uno dei settori obbligazionari in rapida crescita. Eppure alcuni esitano ad acquistare società dei mercati rifacendosi a idee superate in merito a tali emittenti, soprattutto per quanto concerne i rischi ambientali, sociali e di governance (ESG): le aziende emergenti sono in media in ritardo rispetto ai peer dei mercati sviluppati, ma questo non significa tutte le aziende, specialmente quelle più attive sui mercati finanziari, non siano “ESG friendly”. Ad esempio, negli ultimi anni l’universo delle obbligazioni corporate emergenti ha ridotto la sua esposizione verso settori tradizionalmente più inquinanti, come il petrolio e il gas, a favore di industrie più rispondenti ai criteri ESG, tra cui quella dei servizi di pubblica utilità, dove molte società stanno passando a fonti di energia rinnovabile, e dei beni di consumo, comprendente sanità e alcune società di e-commerce. D’altro canto si può dire che le società dei mercati emergenti evidenziano li-

velli di governance leggermente inferiori a quelli delle società dei mercati sviluppati, ma in entrambi i gruppi si nota un'ampia dispersione.

Stando all'indice ambientale di Refinitiv, infatti, se le aziende dei Paesi del G20 ottengono un punteggio medio di 64 punti, le aziende delle aree in via di sviluppo arrivano a un punteggio medio di soli 48 punti.

Nonostante tutto, il focus sulla sostenibilità è ormai un imperativo anche in queste aree geografiche dove, oltre all'aspetto climatico, è a rischio anche il PIL. Se le politiche climatiche rimarranno invariate, infatti, secondo S&P Global Ratings fino al 6% del PIL pro capite in Africa e Medio Oriente sarà a rischio entro il 2050, così come fino al 7% in Asia centrale e al 15% in Asia meridionale e centinaia di grandi aziende dei mercati emergenti, come Alibaba, Tencent, Infosys e Sasol, hanno già formulato la propria strategia green per raggiungere gli obiettivi sulle emissioni condivisi a livello globale. Questo spingerà i mercati emergenti e sviluppati ad adot-

tare politiche sempre più sostenibili. Guardando al panorama del reddito fisso, le emissioni aziendali etichettate come "Green bond", "Social bond" e "Obbligazioni sostenibili" hanno preso sempre più campo negli ultimi anni, specialmente dal 2018 in poi: gli emittenti corporate, analizzando i dati sulle emissioni, hanno accolto con maggior entusiasmo i vantaggi delle obbligazioni ESG aumentando la loro offerta di questi titoli e, spesso, impegnandosi nel raggiungimento di determinati obiettivi di sostenibilità per avere "sconti" sulle cedole da pagare. In generale, il "greenium" sta diminuendo rispetto al passato, anche se esistono differenze in base al settore di appartenenza dell'azienda che emette questi titoli: il premio per la sostenibilità è generalmente più basso laddove è presente una maggiore offerta di obbligazioni ESG, come nel caso di alcune utility coreane o di società finanziarie cinesi. Allo stesso tempo, nelle zone in cui la scelta è limitata, come nel caso dei titoli obbligazionari "green sukuk" in-

donesiani, i greenium possono essere elevati e progressivi.

A seguito dell'elevato numero di emissioni degli ultimi due anni, le obbligazioni ESG rappresentano oggi circa il 9% dell'indice J.P. Morgan CEMBI.

Nel 2015 si è anche costituita ufficialmente l'"Emerging Market Investors Alliance", o EMIA, con l'intento aiutare gli investitori nei mercati emergenti a sostenere la buona governance, promuovere lo sviluppo sostenibile e migliorare le performance delle società in termini di sostenibilità ambientale e sociale. Questa alleanza ha portato alla formulazione degli "Enhanced Labeled Bond Principles", dei principi che possono essere adottati alle emissioni obbligazionarie per far sì che gli investitori aumentino la loro fiducia verso le obbligazioni verdi, sociali, sostenibili o legate alla sostenibilità in generale. Questi principi sono stati rivisitati e rafforzati nel tempo e si posizionano come validi sostituti a quelli emanati da ICMA.

Per concludere, quando si vuole investire, senza affidarsi ad un gestore attivo o passivo, tenendo conto degli aspetti di sostenibilità si deve fare un'attenta due diligence delle società. Dopo aver analizzato l'azienda, il suo modello di business e aver fatto una valutazione sulle controversie legali in cui è coinvolta, l'investitore dovrebbe analizzare le caratteristiche del titolo che viene offerto. Le principali caratteristiche delle obbligazioni ESG sono legate principalmente a come vengono utilizzati i proventi di questa operazione di finanziamento, ai vari KPI incorporati nell'emissione (ad esempio, nel caso in cui si riducano le emissioni di gas serra o anidride carbonica si avrà uno sconto sul tasso di interesse da pagare - clausole di step down) ed ai principi internazionali o le linee guida utilizzati in fase di strutturazione dell'offerta (esempio linee guida ICMA).

# I mercati emergenti traggono vantaggio dai venti favorevoli

a cura di Polina Kurdyavko, head of BlueBay emerging markets - RBC BlueBay



Stiamo assistendo a un rimodellamento geopolitico a livello globale. È improbabile che i rapporti tiepidi tra Stati Uniti e Cina possano migliorare nel medio termine, tuttavia, date le interconnessioni tra i due Paesi, è altrettanto improbabile assistere a un netto deterioramento dell'attività economica tra le due principali economie mondiali. Qual è l'impatto sugli altri mercati emergenti? A nostro avviso, l'attuale situazione geopolitica presenta una serie di vantaggi per le grandi economie dei mercati emergenti, come India, Indonesia, Brasile, Messico, Cile per citarne alcuni. Nel nuovo ordine geopolitico, questi alleati rivestono un'importanza strategica. Data la guerra tra Russia-Ucraina in corso e le tensioni tra Stati Uniti e Cina, l'Occidente ha bisogno di quanti più alleati possibili tra i Paesi dei mercati emergenti, e questa è anche un'opportunità per alcuni di essi di cambiare le regole del gioco e dettare i loro termini quando si tratta di accordi commerciali, flussi di portafoglio e livello di tolleranza nei confronti della conduzione della politica monetaria in particolari giurisdizioni dei mercati emergenti. Un cambiamento strutturale nel posizionamento di queste economie rispetto alla loro posizione geopolitica potrebbe anche tradursi in flussi di portafoglio.

Il 2022 ha rappresentato la tempesta perfetta per l'asset class del debito emergente proprio per la combinazione di una serie di elementi, in primis l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, che ha contribuito all'aumento dei prezzi di molte commodity, accelerando il rialzo dell'inflazione e le conseguenti politiche restrittive da parte di molte banche centrali costrette ad alzare i tassi di interesse. Oggi i rendimenti offerti dagli indici obbligazionari sia in valuta forte sia in valuta locale dei Paesi emergenti sono vicini ai loro massimi ventennali, raggiungendo in molti casi livelli a due cifre. L'aumento della propensione al rischio per i mercati emergenti si è visto anche nell'inversione dei flussi di investimento dall'inizio dell'anno, con l'asset class del debito emergente che ha registrato afflussi annuali pari a due miliardi di dollari USA.

Nel corso dell'anno, i benchmark obbligazionari dei mercati emergenti hanno registrato rendimenti positivi e hanno generalmente sovraperformato i loro omologhi dei mercati sviluppati. Inoltre, sono ancora presenti i due principali fattori positivi che hanno permesso a questa classe d'investimento di conseguire questi ottimi risultati per buona parte degli ultimi due anni. In particolare, una politica monetaria ortodossa, che si è tradotta in numerosi rialzi su tutti i mercati emergenti. Inoltre, le banche centrali hanno assunto un atteggiamento più aggressivo, e i prezzi delle materie prime hanno fornito un aiuto ai mercati emergenti in relazione alla dinamica delle partite correnti.



### **Politica monetaria ortodossa**

I mercati emergenti hanno avviato precocemente il ciclo di rialzi dei tassi, in parte perché, a differenza delle principali economie globali dei mercati sviluppati, non possono contare sul ruolo di prestatore di ultima istanza delle banche centrali. Di conseguenza, la maggior parte

delle banche centrali dei mercati emergenti ha iniziato a rialzare i tassi almeno un anno o, in alcuni casi, due anni prima che la Federal Reserve cominciasse i rialzi.

Ora che l'ortodossia ha dato i suoi frutti, assistiamo a una tendenza: l'inflazione, nella maggior parte dei Paesi emergenti, ha iniziato a calare dalla metà dello scorso anno. In alcuni casi, l'inflazione è scesa di oltre il 10%. Inoltre, siamo attualmente nella fase in cui ci aspettiamo che le banche centrali inizino a tagliare i tassi, supportando questa mossa con una politica fiscale prudente, che dovrebbe aiutare i mercati emergenti ad affrontare meglio il contesto caratterizzato da una bassa crescita.

### **Deficit delle partite correnti: un aiuto dalle materie prime**

I prezzi delle materie prime hanno fornito un notevole vantaggio ai mercati emergenti per quanto riguarda la dinamica delle partite correnti. Se si considera il complesso di oltre 70 Paesi, in linea di massima due terzi sono esportatori di materie prime. L'esposizione alle commodity nei Paesi dei mercati emergenti è relativamente elevata in termini di orientamento alle esportazioni. In particolare, molti Paesi hanno utilizzato questo surplus generato dalle materie prime per reinvestire e diversificare le loro economie, rendendo la dinamica fiscale molto meno dipendente dalla volatilità dei prezzi delle materie prime stesse. È interessante notare che, sui mercati emergenti, stiamo assistendo a una transizione piuttosto significativa dalle materie prime tradizionali a quelle più incentrate sulle energie rinnovabili. Una transizione che richiede molti finanziamenti. Per questo motivo, si sono registrate numerose emissioni in questo settore in tutte e tre le regioni dei mercati emergenti.

La domanda chiave rimane se il trend positivo per l'asset class dei mercati emergenti sia solo un fenomeno tattico o rappresenti un cambiamento strutturale. Riteniamo che la combinazione di politiche monetarie ortodosse, disciplina fiscale e un contesto positivo dei prezzi delle materie prime rappresenti un'opportunità per i mercati emergenti di diventare un'allocazione strutturale e riteniamo che la sovraperformance dei mercati emergenti rispetto a quelli sviluppati sia destinata a proseguire. Tuttavia, nel breve termine i fattori alla base di tale sovraperformance potrebbero essere leggermente diversi. L'ortodossia della politica monetaria è ancora saldamente presente, ma la dinamica dei prezzi delle materie prime potrebbe diventare più volatile.

# CAPITOLO 3

---

## LA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO NEI MERCATI EMERGENTI

**di Giuliano Palumbo, CFA**

Gli obbligazionisti che prestano ai Paesi emergenti lo fanno acquistando le loro obbligazioni, proprio come fanno con le imprese. Tuttavia, quando si tratta di ristrutturare un debito governativo per sopraggiunte difficoltà di rimborso, il quadro di riferimento normativo è molto diverso da quello applicato alle imprese, su tanti aspetti. La differenza principale risiede proprio nella mancanza di un impianto formale unico per le ristrutturazioni del debito di un Paese emergente e nella conseguente difficoltà, da parte degli obbligazionisti, a far valere i propri crediti. Nel caso di un'azienda di un Paese sviluppato che si trova in gravi difficoltà finanziarie e deve presentare istanza di fallimento, il processo è generalmente standardizzato. Esiste un processo legale in cui i diversi creditori e richiedenti possono far valere le proprie pretese attraverso i tribunali. I creditori sono spesso finanziatori del settore privato, come banche o gestori di patrimoni, e le risorse dell'azienda vengono destinate a sod-

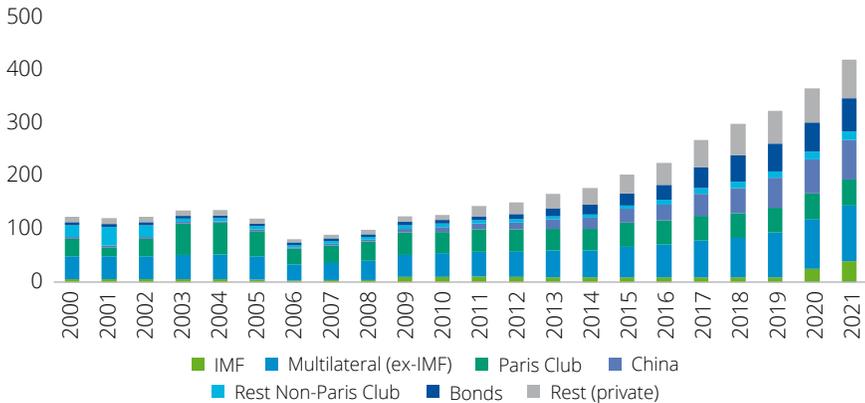
disfare le richieste dei creditori. La ristrutturazione del debito governativo negli EM, invece, è un processo molto più complesso e meno uniforme. Non esiste una procedura formale e ci sono diversi tipi di creditori con poca capacità di far valere i propri crediti contro uno Stato. Inoltre, nel caso di un Paese "di frontiera" debitore, viene sovente a mancare quella willingness to pay accennata nei paragrafi precedenti, ossia la volontà (e la convenienza) principalmente politica di onorare i debiti contratti, proprio a causa dell'instabilità geopolitica che caratterizza Paesi così piccoli. Questo panorama piuttosto confuso ha suscitato non poche perplessità sulla effettiva capacità di far fronte alla necessità di poter ristrutturare il debito, da parte di molti Paesi, e conseguentemente su una certezza del diritto piuttosto debole, dal punto di vista degli investitori. La principale sfida riguarda in realtà la capacità attualmente limitata di raggiungere un accordo con creditori multipli e non coordinati in un

contesto in cui il debitore gode di immunità sovrana e non può essere sottoposto a un codice fallimentare definito e supervisionato da un tribunale. Sebbene finora siano state prese in considerazione iniziative a livello comunitario per creare una regolamentazione di riferimento per le ristrutturazioni dei debiti negli EM, queste soluzioni si sono rivelate troppo ambiziose per essere pienamente implementate. Ci sono stati alcuni progressi nel corso degli anni, come l'introduzione graduale delle clausole di azione collettiva (CAC) sui debiti di nuova emissione, ma sovente le soluzioni adottate sono state caso per caso e non sempre ottimali per entrambe le parti coinvolte, debitori e creditori.

Nell'ultimo decennio, il panorama del debito degli EM è cambiato considerevolmente. Dopo l'azione di alleggerimento del debito per i Paesi a basso reddito attraverso l'iniziativa HIPC, (*Heavily Indebted Poor Countries*, iniziativa adottata nel 1996 al Vertice G7 di Lione per assicurare la

*sostenibilità del debito estero a medio-lungo termine dei Paesi a basso reddito - di frontiera - . Il programma si poneva come obiettivo fondamentale quello di offrire una soluzione onnicomprensiva - la cancellazione ha riguardato tutti i debiti di un Paese, sia quelli nei confronti di Governi creditori, sia verso le istituzioni finanziarie internazionali e i creditori privati - per riportare il debito estero di questi Paesi ad un livello sostenibile, eliminando così il peso di impegni pluriennali di bilancio che gli Stati interessati non sarebbero riusciti ad ottemperare. Naturalmente non si trattava di una cancellazione totale, quanto piuttosto di una riduzione del debito tenendo conto del suo peso relativo, valutando caso per caso dove e quanto intervenire.)* l'ascesa della Cina e il superciclo delle materie prime hanno creato un contesto favorevole per gli EM, riducendo il numero di casi di sofferenza debitoria da parte di questi Stati. La migliorata situazione economica di molti EM e il flusso di liquidità post-crisi finan-

**Figura 1**  
**Il debito estero dei Paesi di frontiera**



Fonte: World Bank, J.P. Morgan, elaborazione dell'autore, dati in miliardi di dollari

ziaria globale hanno poi permesso a molti Paesi di frontiera di accedere per la prima volta al mercato dei capitali internazionali. Di conseguenza, l'insieme dei creditori degli EM è diventato gradualmente un gruppo più eterogeneo e meno coordinato, con la nascita di prestiti provenienti da investitori come la Cina e altri creditori non appartenenti al Paris Club, che sono spesso caratterizzati da clausole complesse ed opache.

Con il recente periodo pandemico e l'inasprimento delle condizioni economiche globali, il numero di casi di ristrutturazione di debiti governativi sta aumentando e c'è ormai una pressante necessità di rivedere l'attuale architettura del quadro di riferimento normativo. L'esperienza eventualmente proveniente dai prossimi casi di ristrutturazione po-

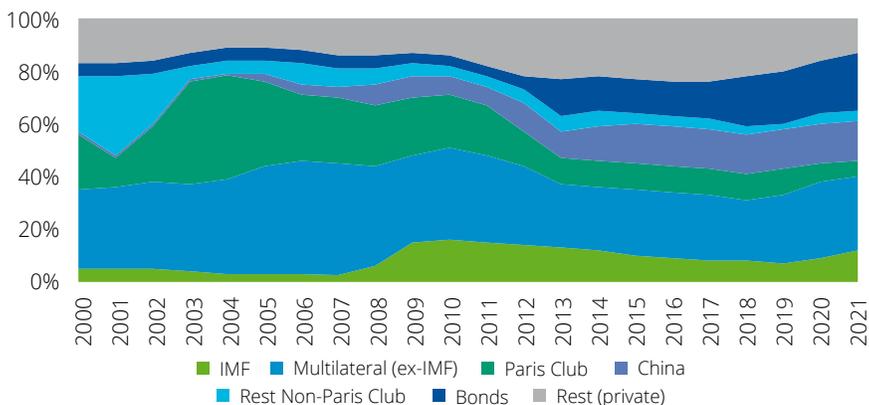
trebbe, a tal proposito, fornire preziosi precedenti per migliorare questo processo.

### **Obbligazioni e prestiti EM: serve un quadro normativo comune**

Nel corso dell'ultimo decennio, il debito dei Paesi emergenti è notevolmente aumentato, con l'ingresso in campo di nuovi tipi di finanziatori e un crescente ricorso al mercato dei capitali. Uno studio di J.P. Morgan (*The Evolving EM Sovereign Debt Restructuring Landscape, Global Emerging Markets Research, JPMorgan Chase & Co, 2023*) evidenzia come il volume dei prestiti erogati dalla Cina e da altri creditori bilaterali non-tradizionali e diretti ai Paesi a basso reddito abbia superato quelli forniti dal Paris Club, come si evince dalla Figura 1.

**Figura 2**

**Composizione debito estero dei Paesi di frontiera**



Fonte: World Bank, J.P. Morgan, elaborazione dell'autore

Questa evoluzione ha portato alla necessità di sedersi ad un tavolo e provare a creare un Quadro Normativo Comune, al fine di armonizzare le norme e le pratiche vigenti tra il settore ufficiale tradizionale e i nuovi creditori bilaterali, almeno per quanto riguarda la ristrutturazione del debito dei Paesi di frontiera. C'è da precisare che, in generale, il volume di prestiti erogati da Cina ed altri Paesi non appartenenti al Paris Club è aumentato anche per gli EM nel loro insieme, ma questa componente resta ancora una parte minoritaria se rapportata al totale del debito. In aggregato, il debito privato, in particolare la componente rappresentata dai bond governativi, ha registrato recentemente una crescita significativa, aumentando di quasi cinque volte negli ultimi dieci anni (Figura 2).

Nel caso specifico dei Paesi di frontiera, lo stock di debito obbligazionario (il volume dei bonds) è cresciuto in misura notevole, considerando sia il crescente numero di Paesi che hanno accesso ai mercati sia il controvalore complessivo del mercato obbligazionario. L'ETF iShares IEMB (*iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond UCITS ETF replica l'indice J.P. Morgan EMBI Global Core. L'indice J.P. Morgan EMBI Global Core replica i titoli di stato e quasi statali denominati in dollari statunitensi dei Paesi emergenti.*) - tra i più popolari fondi passivi di riferimento per le obbligazioni EM - include attualmente circa 60 Paesi, rispetto ai 30 del 2006 (Figura 3), e il loro controvalore complessivo risulta quasi raddoppiato nel corso dell'ultimo decennio.

**Figura 3**  
**Numero di Paesi inclusi nell'ETF IEMB**



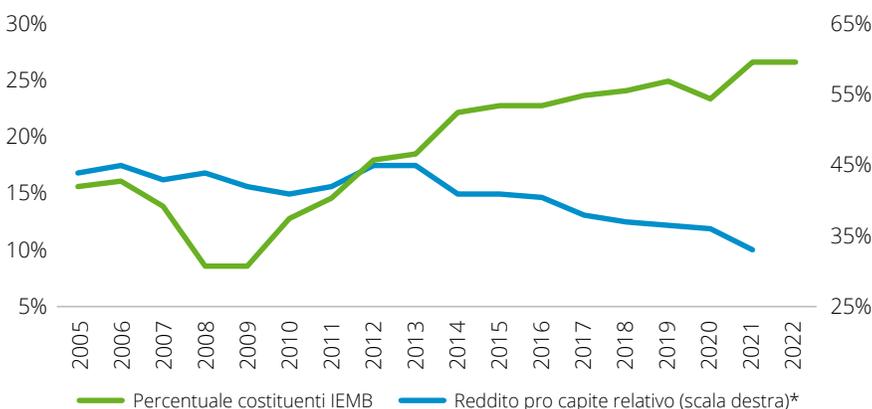
Fonte: BlackRock iShares, J.P. Morgan, elaborazione dell'autore

Gli EM più poveri - tipicamente i Paesi definiti "di frontiera" dall'Agenzia Internazionale per lo Sviluppo (IDA) della World Bank - rappresentano oggi circa il 25% dei componenti dell'ETF iShares IEMB (Figura 2), in rapidissima crescita da oltre un decennio. E molti di questi Paesi, che ad oggi necessiterebbero di essere inclusi nell'architettura di una nuova regolamentazione, hanno visto il proprio reddito pro-capite in continuo declino se paragonati all'intero universo degli EM (Figura 4); ciò suggerisce un crescente e preoccupante livello di vulnerabilità finanziaria che sta colpendo i Paesi emergenti a basso reddito.

Sono tanti i casi in cui la mancanza di un accordo formale e disciplinato tra i vari gruppi di creditori ha ritar-

dato il processo di ristrutturazione del debito di uno Stato, costringendo di fatto i creditori a dover aspettare la risoluzione definitiva prima di poter procedere al recupero dei prestiti. In questo contesto, infatti, i Paesi che necessitano di un nuovo impianto normativo di riferimento risultano maggiormente vincolati - rispetto a quelli che non ne faranno parte - dal dover aspettare una risoluzione definitiva. Di conseguenza, i Paesi che non rientreranno in questo nuovo quadro comune potrebbero avere maggiori gradi di libertà per ciò che concerne l'ordine di priorità applicato nel processo di ristrutturazione, spesso beneficiando anche di obiettivi di sostenibilità del debito meno restrittivi. In conclusione, il crescente coinvolgimento di nuovi prestatori bilaterali e la man-

**Figura 4**  
**Paesi di frontiera e relativo reddito pro capite**



Fonte: World Bank, BlackRock iShares, J.P. Morgan, elaborazione dell'autore. \*Rapporto tra reddito pro capite medio Paesi di frontiera / universo EM

canza di un accordo sistematico tra i diversi creditori ufficiali hanno portato a grosse sfide nel tentativo di formalizzare un processo unico ed armonizzato per tutti. Le ristrutturazioni del debito pubblico richiedono ormai più tempo e le soluzioni spesso sono bloccate in un gioco di attesa estenuante, creando quelle tensioni che ad oggi rappresentano dei veri e propri incidenti di percorso lungo la strada verso l'armonizzazione.

### Il ruolo del Fondo Monetario Internazionale

Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) è un'organizzazione internazionale fondata nel 1944 con l'obiettivo di promuovere la stabilità economica e finanziaria a livello globale. Il suo ruolo principale è quello di fornire assistenza finanziaria e consulenza economica ai Paesi in difficoltà, oltre a monitorare l'economia globale per prevenire crisi finanziarie e favorire la cooperazione monetaria tra i Pae-

si membri. Per poter concedere aiuti e prestiti, il FMI si avvale di diversi meccanismi di protezione. In particolare, il Fondo gode dello status di creditore privilegiato, il che significa che ha la priorità nei rimborsi rispetto ad altri creditori. Questa posizione privilegiata permette al FMI di offrire prestiti a tassi favorevoli anche quando altre fonti di finanziamento sono difficili da ottenere.

Una politica d'azione importante che è cambiata nel corso del tempo riguarda il finanziamento in arretrato (LIA - Lending Into Arrears). In passato, il FMI non consentiva agli Stati di accedere ai prestiti se sussistevano debiti in sospeso con creditori privati. Tuttavia, alla fine degli anni '90, l'Organismo ha deciso di concedere prestiti anche a questi Paesi, riconoscendo la necessità di eliminare il potere di veto dei creditori privati sul programma di aiuti del Fondo. Ciò ha consentito a tutti i Paesi di ottenere finanziamenti senza dover prima risolvere completamente questioni pendenti con creditori privati.

Naturalmente, per poter accedere ad un programma di assistenza del FMI vige ancora la condizione imprescindibile secondo cui lo Stato deve effettivamente impiegare ogni tipo di sforzo economico e politico utile a garantire la sostenibilità del proprio debito pubblico.

Nel contesto attuale, il ruolo del FMI nel gestire le controversie tra Paesi debitori e obbligazionisti è diventato ormai una vera e propria sfida, poiché l'universo dei creditori è costituito da gruppi eterogenei con diverse strategie e interessi economici/ politici. Per mitigare i rischi di dispute con gli obbligazionisti, il FMI ha da tempo adottato un approccio graduale e orientato al mercato mediante l'introduzione di clausole di azione collettiva (CAC - Collective Action Clause). Queste clausole consentono di fatto a una maggioranza qualificata di obbligazionisti di vincolare gli altri ad accettare una determinata offerta di ristrutturazione del debito da parte del debitore. Le CAC si sono pertanto rivelate

uno strumento potente proprio per coordinare un gruppo di creditori molto frammentato ed eterogeneo. Bisogna comunque sottolineare che l'implementazione di queste clausole sui nuovi strumenti di debito è avvenuta in modo piuttosto graduale nel tempo, man mano che le obbligazioni in essere andavano in scadenza e venivano rifinanziate.

Il FMI infine svolge un ruolo chiave nel determinare se un emittente governativo ha reale bisogno di una ristrutturazione del proprio debito, sulla base dei risultati di una apposita Analisi di Sostenibilità del Debito (DSA). Tale analisi rappresenta non solo il punto di partenza per determinare la sussistenza dei presupposti per avviare formale richiesta di remissione parziale del debito, ma essa determina anche la dotazione finanziaria, ovvero la quota parte di risorse fiscali che, in futuro, dovranno essere devolute dal Governo a servire la propria posizione debitoria. La questione DSA, come descritto nel corso dei prossimi paragrafi,

rappresenta uno dei punti cruciali in merito al processo di armonizzazione del trattamento dei creditori in presenza di ristrutturazione e/o risoluzione del debito pubblico.

### **Una questione complessa**

Durante l'ultimo mezzo secolo, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) e il Paris Club hanno giocato un ruolo chiave nella definizione dei parametri guida per le ristrutturazioni del debito governativo. Inizialmente, il FMI, concepito come già detto per fornire finanziamenti di ultima istanza a fronte di analisi specifiche della sostenibilità del debito, ha svolto un ruolo centrale nell'ambito dei processi di ristrutturazione, mentre il Paris Club si è contraddistinto per la formulazione di risposte ad hoc ai default bilaterali avvenuti nell'immediato dopoguerra. Nel corso del tempo, le pratiche di entrambi questi Organismi si sono istituzionalizzate, diventando il pilastro fondamentale dell'architettura esistente per ciò che concerne le ristruttura-

zioni dei debiti governativi. Verso la fine del XX secolo, si è poi sviluppato un regime piuttosto integrato per tutti i processi di ristrutturazione, basato su un principio di condizionalità incrociata. Questo sistema modulare si basava su norme consolidate di "cross-conditionality", che coordinavano e guidavano le azioni dei vari creditori. Il FMI si concentrava sul calcolo della sostenibilità del debito e delle politiche utili per portare avanti le necessarie riforme, offrendo prestiti in grado di garantire la sostenibilità dell'intero processo di ristrutturazione. D'altra parte, il Paris Club richiedeva il rispetto dei principi generali della trasparenza e della comparabilità di trattamento tra i Paesi, in modo da garantire un adeguato ripartimento degli oneri tra tutti i creditori coinvolti.

Il principio di fondo appena descritto è rimasto in vigore fino agli anni 2000. I creditori privati potevano massimizzare il recupero del capitale investito, a condizione che il FMI e il Paris Club ottenessero, ri-

spettivamente, le proprie garanzie di finanziamento e comparabilità di trattamento. Questa flessibilità nella condizionalità ha consentito alle diverse parti interessate di negoziare liberamente all'interno dei propri parametri guida, purché il risultato fosse considerato equo dagli altri creditori. Tuttavia, questo regime si è rivelato sempre più difficile da gestire vista l'evoluzione di un gruppo di creditori in continua crescita, anche lungo la dimensione dell'eterogeneità. La proliferazione del finanziamento obbligazionario (bond) e l'ascesa della Cina quale soggetto finanziatore dei Paesi a basso reddito hanno portato a un panorama del debito governativo molto più complesso. E ciò ha portato, a sua volta, a maggiori sfide e ritardi nella definizione di un quadro di regolamentazione comune dei processi di ristrutturazione.

Il prossimo paragrafo analizza il modo in cui le politiche di azione del FMI si sono evolute nel tempo, preparando il mercato ad affrontare i

problemi che stanno attualmente mettendo a dura prova la sostenibilità del sistema di ristrutturazione dei debiti governativi.

### **Il panorama attuale**

Quando la pandemia ha colpito duramente le economie dei Paesi in via di sviluppo, il G20 ha inizialmente avviato l'iniziativa DSSI (Iniziativa di Sospensione del Servizio del Debito) per sospendere il pagamento del debito di circa 73 Paesi a basso reddito. Questa è stata una misura temporanea per fornire un sollievo finanziario ai Paesi di frontiera durante questo periodo particolare. Come già scritto nei paragrafi precedenti, prevedendo un possibile aumento delle richieste di ristrutturazione dei debiti a seguito della crisi pandemica, il G20 ha finalmente deciso di provare a sviluppare un impianto normativo comune in grado di disciplinare i processi di ristrutturazione. Il nuovo quadro di riferimento rappresenta un cambiamento epocale per il mondo dei creditori ufficiali,

poichè riunisce il Paris Club e gli altri creditori bilaterali del G20 in un unico processo coordinato. Questo nuovo approccio mira ad affrontare i problemi legati alla solvibilità dei Paesi debitori utilizzando una prospettiva a lungo termine e garantendo la partecipazione di tutti i creditori, quelli del settore privato e non, attraverso l'applicazione della clausola di "comparabilità di trattamento" inclusa in un framework più generale di accordi multilaterali. In pratica, ciò implica che tutti i creditori dovranno avere accesso alle medesime condizioni di trattamento relativo ai propri prestiti, con l'obiettivo di garantire un processo di ristrutturazione del debito equo e sostenibile per i Paesi in difficoltà.

La reazione iniziale al nuovo quadro normativo da parte degli operatori di mercato è stata piuttosto preoccupata riguardo a quali effetti avrebbe potuto avere nell'indurre una nuova ondata di ristrutturazioni debitorie, in cui il settore ufficiale avrebbe avuto un ruolo predomi-

nante nel definire i termini (e magari imporli). In pratica, l'idea che il G20, compresa la Cina, sarebbe riuscito a trovare un accordo su un trattamento comparabile in grado di armonizzare i crediti ufficiali è stata considerata sin da subito poco realistica. Negli anni successivi, è parso evidente che l'ostacolo principale alla realizzazione di un impianto normativo comune è proprio la mancanza di coordinamento e di accordo tra i creditori ufficiali tradizionali (Paris Club/FMI) e i nuovi creditori (Cina ed altri). In particolare, la Cina ha manifestato grossi dubbi su come conciliare lo status di creditore privilegiato per il FMI e le altre Banche di Sviluppo (MDB) con la loro visione della comparabilità di trattamento. Le MDB sostengono che i propri prestiti a basso costo, sostenuti da elevati rating creditizi e dalla piena disponibilità da parte loro a intervenire durante le crisi, giustificano eccome il proprio status di creditore privilegiato. Viceversa, la Cina (così come altri finanziatori privati)

sostiene un punto di vista differente e pure ritiene di dover conferire un proprio contributo, specie nei casi in cui detiene già un'importante esposizione ai Paesi debitori. La questione relativa all'Analisi di Sostenibilità del Debito (DSA) rappresenta infine un ulteriore punto di disaccordo: il Paris Club considera la valutazione da parte del FMI quasi come una variabile esogena, mentre la Cina e i finanziatori privati hanno una visione più indipendente e ritengono di dover contribuire direttamente alla formulazione di tale analisi, soprattutto quando hanno un peso importante sull'esposizione complessiva del debito oggetto di ristrutturazione. Purtroppo queste divergenze continuano a rappresentare tutt'oggi una sfida significativa per il successo e l'efficacia relativi allo sviluppo di un ordinamento comune di riferimento che possa disciplinare in modo equo ed armonizzato i processi di ristrutturazione e/o risoluzione dei debiti governativi dei Paesi emergenti.

# Mercati emergenti e tematiche ESG

a cura di Polina Kurdyavko, head of BlueBay emerging markets - RBC BlueBay

Sui mercati sviluppati, la tematica ESG, ormai da diversi anni, è importante dal punto di vista del rischio. Tuttavia, molti investitori si sono chiesti se sia davvero possibile incidere sui rendimenti adeguati al rischio sui mercati emergenti, visto che molti emittenti non sono all'altezza delle esigenze imposte dai criteri ESG nella complessa classe d'investimento del debito dei mercati emergenti. La risposta è secondo noi assolutamente positiva, e riteniamo fondamentale impegnarsi con gli emittenti dei mercati emergenti, al fine di promuovere e implementare cambiamenti positivi in termini di rischio-rendimento a livello ambientale, sociale e di governance (ESG).

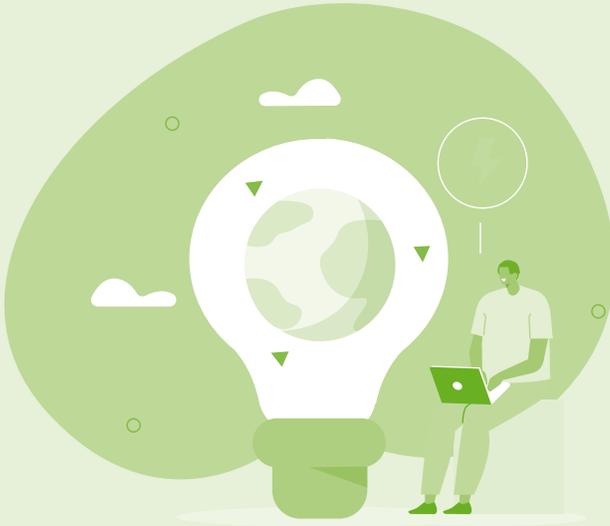
## **Alla base del nostro approccio: l'engagement**

In primo luogo, vorremmo sfatare il mito, secondo cui sarebbe difficile influenzare il miglioramento dei rischi in ambito ESG nel reddito fisso. In generale, quando gli emittenti hanno maggiormente bisogno di denaro, sono più disposti ad ascoltare gli investitori e a seguire le loro indicazioni. Inoltre, i mercati emergenti tendono a essere un'area in cui la raccolta di fondi è sempre più impegnativa rispetto ai mercati sviluppati.

In secondo luogo, vorremmo far presente che, senza una attività di engagement con gli emittenti, non saremmo in grado di influenzare o migliorare alcun tipo di rischio in ambito ESG. Nel loro complesso, metà dei Paesi è caratterizzata da rischi elevati o molto elevati in ambito ESG. Inoltre, se escludessimo tale gruppo, non contribuiremmo al cambiamento e al miglioramento dei rischi ESG a livello più globale. Pertanto, il nostro approccio si basa sull'engagement. Preferiamo investire se siamo in grado di avere un engagement diretto con gli emittenti. In particolare, contribuiamo alla divulgazione di informazioni per migliorare la più ampia gestione dei rischi in ambito ESG e le valutazioni ESG da parte delle agenzie di rating terze.

## **Messico e Indonesia: due recenti attività di engagement**

In Messico abbiamo portato avanti la nostra attività di engagement con una società quasi sovrana del comparto petrolifero e del gas che si trovava in una situazione piuttosto comu-



ne sui mercati emergenti: la società non aveva sottoscritto il Global Compact delle Nazioni Unite, la più grande iniziativa di sostenibilità aziendale al mondo, con oltre 10.000 partecipanti in ambito commerciale in più di 160 Paesi. Di conseguenza, la maggior parte delle agenzie di rating in ambito ESG le aveva assegnato una

valutazione negativa, anche se la società rispettava tutti i principi generali per essere una firmataria del Global Compact delle Nazioni Unite. Siamo però stati in grado di evidenziare questo aspetto alla società e di collaborare con il consiglio d'amministrazione per modificare tale status quo.

Sul versante sovrano, abbiamo collaborato con l'Indonesia, un Paese le cui esportazioni si concentrano prevalentemente sul carbone. Si tratta anche di un Paese fortemente consapevole della necessità di ridurre la produzione di carbone, e che ha quindi iniziato a concentrarsi su progetti associati alle energie rinnovabili. Di recente abbiamo incontrato il Ministro delle Finanze indonesiano e abbiamo avviato una collaborazione col rispettivo Ministero al fine di creare un quadro di riferimento che fornisca i finanziamenti per piani di sostituzione del carbone con progetti alternativi associati alle energie rinnovabili.

### **Il percorso verso la transizione**

È importante ribadire che l'ambito ESG sui mercati emergenti si sta indirizzando verso una transizione, piuttosto che effettuare investimenti in società e Paesi di alta qualità. Inoltre, non tutti i tre pilastri della sostenibilità, ossia i fattori E (ambientale), S (sociale) e G (governance) sono egualmente importanti nei diversi Paesi o possono trovare un'analogia realizzazione nell'ambito di risultati tangibili. Dobbiamo concentrarci sulle priorità per noi investitori e su quelle per il Paese e le società, cercando di comprendere se possiamo collaborare al fine di conseguire un risultato positivo dal punto di vista del rapporto rischio-rendimento.

Finito di stampare nel mese di settembre 2023 presso:

**AGF SpA**

Via del Tecchione, 36

20098 Sesto Ulteriano-S.Giuliano Milanese (MI)

Su carta



## **DISCLAIMER**

Il contenuto della presente pubblicazione ha carattere puramente informativo ed esprime l'opinione personale dei contributori e non rappresenta la posizione ufficiale di CFA Society Italy né dei datori di lavoro degli autori.

Nessuna delle informazioni ivi contenute costituisce una consulenza, una raccomandazione o una sollecitazione all'investimento, né l'offerta per la prestazione di un servizio di investimento.

Le opinioni espresse in questo documento non costituiscono una consulenza all'investimento o altra forma di consulenza in materia di investimenti e possono essere soggette a modifiche. Il presente documento è privo delle informazioni idonee a determinare, in concreto, la propensione al rischio e, dunque, non può e non deve costituire la base per assumere alcuna decisione di investimento. Tutte le operazioni descritte vengono riportate come semplici spunti di riflessione.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Open Financial Communication e sulla base di informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Open Financial Communication non garantisce l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità dei dati e delle informazioni contenuti in questo documento e declina ogni responsabilità al riguardo.

Il lettore si assume ogni responsabilità relativamente alle proprie scelte di investimento, che sono prese in completa autonomia. Open Financial Communication declina ogni responsabilità per eventuali conseguenze che dovessero derivare da un'operatività fondata sui contenuti di questo volume.

Le informazioni riguardanti le performance passate di qualsiasi strategia di investimento non garantiscono e non sono indicative di possibili performance future. L'investimento in strumenti finanziari può comportare un elevato grado di rischio e può comportare perdite anche superiori al capitale inizialmente impegnato. Tale documento non costituisce materiale pubblicitario ma è redatto solo ed esclusivamente a carattere informativo.



### Le uscite precedenti

- 1 Factor Investing
- 2 Fixed Income
- 3 Alternative Investments  
L'importanza del Wealth Management
- 4 Investimenti ESG
- 5 Alternative Investments  
Le principali tecnologie
- 6 Etf & Fund Selection
- 7 Systematic Investments
- 8 Unconstrained Fixed Income
- 9 Value Investing
- 10 Asset Allocation
- 11 Passive Investments
- 12 Thematic Investments
- 13 Emerging Markets
- 14 Fixed Income ESG
- 15 Investimenti ESG  
Un universo in evoluzione
- 16 Private Markets
- 17 Fixed Income  
Una nuova era

CFA Society Italy è l'associazione Italiana dei professionisti che lavorano nell'industria finanziaria italiana.

CFA Society Italy nata nel 1999 come organizzazione no profit, è affiliata a CFA Institute, l'associazione globale di professionisti degli investimenti che definisce gli standard di eccellenza per il settore. CFA Society Italy conta attualmente circa 600 soci attivi e nel mondo i professionisti certificati CFA® sono oltre 167.000. Assegnato per la prima volta nel 1963, CFA® è la designazione di eccellenza professionale per la comunità finanziaria internazionale. Il programma CFA® offre una sfida educativa davvero globale in cui è possibile creare una conoscenza fondamentale dei principi di investimento, rilevante per ogni mercato mondiale.

I soci che hanno acquisito la certificazione CFA® incarnano le quattro virtù che sono le caratteristiche distintive di CFA Institute: Etica, Tenacia, Rigore e Analisi.

CFA Society Italia offre una gamma di opportunità educative e facilita lo scambio aperto di informazioni e opinioni tra professionisti degli investimenti, grazie ad una serie continua di eventi per i propri membri. I nostri soci hanno la possibilità di entrare in contatto con la comunità finanziaria italiana aumentando il proprio network lavorativo. I membri di CFA Society Italy hanno inoltre la possibilità di partecipare attivamente ad iniziative dell'associazione, che consentono di fare leva sulle proprie esperienze lavorative.

L'iscrizione e il completamento degli esami del programma CFA®, anche se fortemente raccomandati, non sono un requisito per l'adesione e incoraggiamo attivamente i professionisti italiani del settore finanziario a unirsi alla nostra associazione.