

# Obbligazioni corporate dei mercati emergenti

Un'asset class a sé stante



## Un'introduzione alle obbligazioni corporate dei mercati emergenti

Negli ultimi vent'anni i mercati emergenti hanno percorso un lungo cammino, segnato da profondi cambiamenti economici e strutturali. La loro crescente importanza si riflette nel sempre maggior peso in termini di PIL globale. Tuttavia, la percezione generale dei mercati emergenti continua a non rispecchiare la loro rilevanza economica e gli sviluppi fondamentali che li hanno contraddistinti.

Secondo il Fondo monetario internazionale (FMI), nei prossimi anni i mercati emergenti continueranno a veder crescere la loro quota sul PIL globale. Visto il livello di indebitamento dei mercati sviluppati relativamente elevato, rispetto al PIL, e i minori tassi di crescita, gli investitori senza o con una ridotta esposizione ai mercati emergenti dovranno riconsiderare le proprie posizioni.

Oltre agli sviluppi in campo economico, enormi progressi sono stati compiuti dai mercati finanziari, soprattutto nel segmento delle obbligazioni corporate emergenti. La rapidità della crescita e il consenso sempre più ampio degli investitori hanno fatto sì che le obbligazioni corporate dei mercati emergenti si trasformassero in una asset class distinta e diversificata, ricca di ampie e interessanti opportunità.

In questo documento ripercorriamo la storia dei mercati emergenti e l'evoluzione dei loro strumenti di debito. Esaminiamo come sono cambiati i mercati obbligazionari, in cui oggi rivestono un ruolo di primo piano le obbligazioni corporate, ma che in passato avevano nel debito sovrano la classe di attivi principale. Analizziamo anche com'è cambiato il profilo di rischio/rendimento delle obbligazioni corporate e qual è la loro correlazione con altre asset class. La crescita di questo segmento consente di investire in aree specifiche all'interno dell'universo dei mercati emergenti. Presenteremo due casi che riflettono queste novità – società investment grade dei mercati emergenti e aziende latino-americane – illustrandone le caratteristiche peculiari. Ci soffermeremo, inoltre, su alcuni recenti sviluppi in ambito ESG (ambiente, sociale e governance) e sulla crescente importanza che rivestono per molte imprese dei mercati emergenti.

L'obiettivo di questa analisi è di introdurre il lettore alle straordinarie opportunità disponibili nell'universo delle obbligazioni societarie dei mercati emergenti. Speriamo di esserci riusciti.



**Gonzalo Borja**  
Head of Emerging  
Markets Fixed Income  
presso Credit Suisse  
Asset Management



**Andreas Fischer**  
Senior Portfolio Manager  
presso Credit Suisse  
Asset Management



**Claudia von Waldkirch**  
Senior Portfolio Manager  
presso Credit Suisse  
Asset Management



**Dominik Scheck**  
Head of ESG  
presso Credit Suisse  
Asset Management

<b>Prefazione</b>	<b>2</b>
<b>Mercati emergenti – cenni storici</b>	<b>5</b>
Debito dei mercati emergenti	7
<b>Obbligazioni corporate dei mercati emergenti: un mix interessante</b>	<b>11</b>
Dati rischio/rendimento	19
Fondamentali	27
Opportunità interessanti nell'universo corporate dei mercati emergenti	29
L'importanza dell'approccio ESG	37
Casi di studio	39
<b>Perché investire?</b>	<b>45</b>
Approfittate della nostra competenza nel debito dei mercati emergenti	46



# Mercati emergenti – cenni storici

Grazie agli insegnamenti appresi dalle crisi del passato, i mercati emergenti sono ora più attrezzati per gestire situazioni difficili e shock economici. Nel contempo, la globalizzazione e il commercio mondiale hanno amplificato l'importanza di questi mercati tanto che gli investitori non possono più ignorarli.

Il termine “mercati emergenti” è stato coniato per la prima volta nel 1981 da Antoine van Agtmael, che all'epoca lavorava come economista presso l'International Financial Corporation, la struttura della Banca Mondiale responsabile del settore privato.<sup>1</sup> All'inizio degli anni Ottanta questi paesi venivano in genere definiti “in via di sviluppo” o “terzo mondo”, termini che per molti avevano una connotazione negativa. Di contro, si è ritenuto che l'espressione “mercati emergenti” creasse un'immagine più positiva e ambiziosa.

Da quando il termine è stato utilizzato per la prima volta, molti di questi paesi hanno compiuto notevoli progressi sul fronte dello sviluppo economico; è evidente che raggrupparli tutti sotto un'unica voce ha oggi una valenza limitata. Le differenze fondamentali tra i paesi emergenti possono essere molto ampie: ci sono importatori ed esportatori netti di materie prime, così come ci sono paesi con disavanzi e surplus delle partite correnti. Non si può definire in modo univoco che cosa caratterizza un paese come “mercato emergente”. Per gli investitori, quindi, diventa cruciale comprendere a quali singoli paesi sono esposti gli indici sottostanti.

## Imparare dalle crisi

Negli anni Novanta, quando si sono aperti al mondo esterno, i mercati emergenti sono stati colpiti da numerose crisi. Le più note sono quella messicana (1994), asiatica (1997), russa (1998) e argentina (2001).

In genere sono tre le condizioni di vulnerabilità<sup>2</sup> che possono innescare una crisi economica:

1. Un consistente disallineamento del tasso di cambio
2. Problemi di bilancio sotto forma di prestiti deteriorati
3. Problemi di bilancio sotto forma di disallineamento delle esposizioni (per scadenza e/o valuta)

Le crisi suindicate sono state innescate da almeno uno di questi fattori. Il vantaggio è che hanno prodotto effetti duraturi su molti paesi emergenti, in particolare sul loro modo di gestire i tassi di cambio, i saldi di parte corrente, le riserve valutarie e il debito denominato in valuta estera. Il risultato è che, oggi, questi paesi riescono a gestire meglio condizioni economiche avverse e deflussi di capitale.

<sup>1</sup> Kyngé and Wheatley, 2015.

<sup>2</sup> Dornbusch, 2001.

# Debito dei mercati emergenti

## Cavalcare l'onda della globalizzazione

La brusca accelerazione del processo di globalizzazione e dei flussi del commercio internazionale a partire dai primi anni Novanta ha messo in evidenza quanto siano importanti le economie emergenti per il mondo occidentale e la crescita del PIL globale: da allora, i volumi delle esportazioni mondiali sono quasi triplicati. La crescente importanza delle economie emergenti trova riscontro nella quota sempre maggiore che hanno sul PIL mondiale. I dati del Fondo monetario internazionale (FMI) mostrano che la quota di PIL rappresentata dalle economie emergenti e in via di sviluppo, basata sulla parità del potere d'acquisto (PPP), ha superato il 50% per la prima volta nel 2008 (cfr. Figura 1). I dati del 2019 mostrano un ulteriore aumento al

57%, e secondo le previsioni del FMI questo trend dovrebbe continuare, in quanto riflette i tassi di crescita del PIL in queste economie, complessivamente più elevati di quelli dei paesi sviluppati.

A nostro avviso, la percezione generale dei mercati emergenti continua a non rispecchiare la loro importanza economica e gli sviluppi fondamentali che li hanno contraddistinti negli ultimi vent'anni. Naturalmente, la quota di PIL in sé non è l'indicatore perfetto di quella che dovrebbe essere un'allocazione ideale ai mercati emergenti. Ciò nonostante, gli investitori con un'esposizione relativamente modesta ai mercati emergenti dovrebbero quanto meno chiedersi se il loro posizionamento sia ancora giustificato.

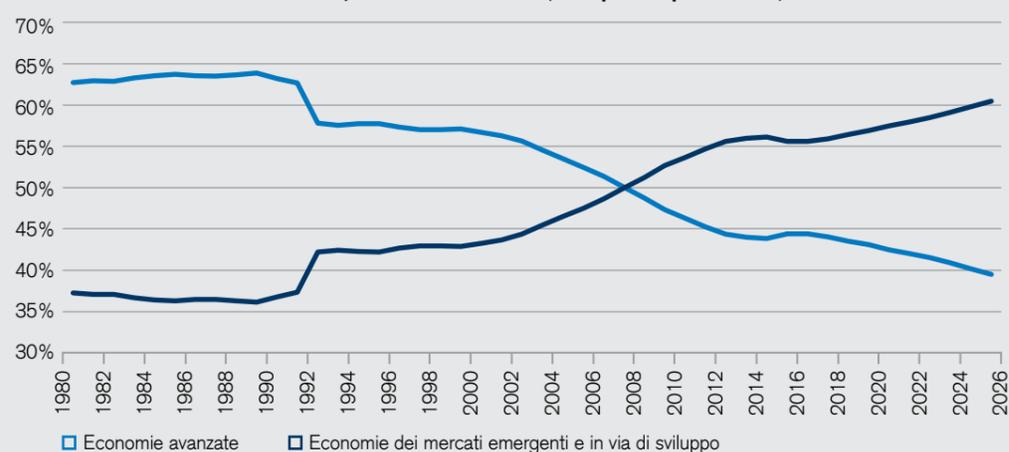
Negli anni Settanta non esisteva un mercato del debito di mercati emergenti (EMD) ed erano principalmente le banche multinazionali statunitensi ed europee a finanziare attivamente i paesi in via di sviluppo, soprattutto l'America Latina. È stato poco dopo la crisi del debito latino-americano del 1982, quando il Messico non è stato in grado di onorare i propri obblighi verso le banche commerciali statunitensi e altri creditori, che è nato il mercato EMD. Altri paesi seguirono a ruota: i quattro più grandi (Messico, Brasile, Venezuela e Argentina) dovevano alle banche commerciali 176 mrd di dollari USA, circa il 74% del debito complessivo emesso dai paesi meno sviluppati (PMS).<sup>3</sup> In particolare, le banche commerciali più piccole volevano vendere i prestiti deteriorati dei PMS per ridurre la propria esposizione; ed è così che hanno dato il via a un piccolo mercato secondario del debito dei PMS.

## Il Piano Brady

Un evento fondamentale per l'EMD è stato il Piano Brady, nel 1989/1990, che ha consentito ai paesi di ristrutturare il proprio debito. I prestiti, soggetti ad "haircut" (cioè a tassi di interesse o valori nominali più bassi), vennero convertiti in strumenti più facilmente negoziabili (i Brady bond) dove l'importo capitale era in genere garantito da Treasury USA trentennali a cedola zero. Ciò permise alle banche commerciali di ridurre l'indebitamento dei propri bilanci e consentì che il rischio sovrano fosse diversificato e non più a esclusivo carico delle banche. Le obbligazioni dei nuovi Brady bond avevano dimensioni maggiori, erano più liquide e venivano negoziate sul mercato secondario. Il piano riuscì anche a dare il via a una serie di riforme economiche in molti paesi, consentendo loro successivamente di accedere ai mercati internazionali dei capitali. Sebbene i Brady bond abbiano rappresentato oltre il 60% delle contrattazioni di EMD nel 1994, da allora sono stati perlopiù scambiati o riacquistati.<sup>4</sup> L'emissione dei Brady bond comportò anche il lancio, nei primi anni Novanta, degli indici che replicano il debito sovrano dei mercati emergenti denominato in dollari USD (JP Morgan EMBI), cui fecero seguito nei primi anni Duemila gli indici relativi all'EMD in valuta locale e alle obbligazioni corporate.

Figura 1 – Il divario in termini di quota del PIL è destinato a crescere ulteriormente

Percentuale del PIL mondiale, in base alla PPP (comprese previsioni)



Fonte Fondo monetario internazionale, World Economic Outlook. Dati al 31.10.2020

“  
Il debito corporate dei mercati emergenti si è trasformato da segmento di nicchia in classe di attivi matura, eterogenea e a sé stante.

<sup>3</sup> Wellons, 1987.

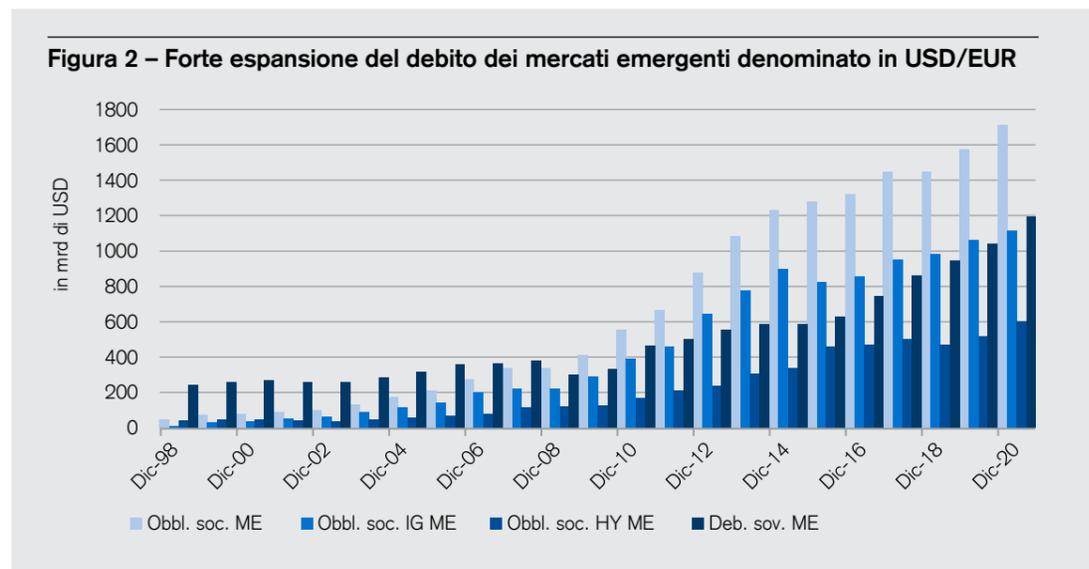
<sup>4</sup> Trade Association for the Emerging Markets, 2015.

## Dai titoli di Stato a quelli corporate

All'inizio, il debito sovrano dei mercati emergenti era prevalentemente un mercato denominato in dollari USA in quanto gli investitori internazionali non volevano assumere alcun rischio nelle valute emergenti. Tuttavia, con il miglioramento dei fondamentali e dei rating creditizi, un numero sempre maggiore di paesi ha potuto emettere obbligazioni denominate in valuta locale. Un'analisi della Bank of America Securities mostra che a fine dicembre 2019 lo stock di titoli di Stato nazionali sui mercati locali ammontava a 12 100 mrd di dollari USA, contro appena 1 100 mrd di dollari USA a dicembre 2000. Questo aumento delle emissioni ha consentito ai paesi di ridurre il loro debito denominato in valuta estera, che si era

rivelato uno dei principali fattori di vulnerabilità nelle crisi precedenti. Inoltre, i paesi sono stati anche in grado di ridurre i disallineamenti delle scadenze.

Oggi, il mercato del debito sovrano dei mercati emergenti denominato in valuta locale è molto maggiore di quello equivalente denominato in dollari USA. La Figura 2 esamina in maggior dettaglio il debito dei mercati emergenti denominato in dollari USA o in euro. Come si vede, l'importo delle obbligazioni corporate in circolazione ha superato quello dei titoli di Stato nel 2008. La dimensione del mercato EMD societario di qualità investment grade è quasi uguale a quella di tutto il mercato del debito sovrano dei mercati emergenti in valuta forte.



Fonte BofA Securities. Dati al 31.12.2020

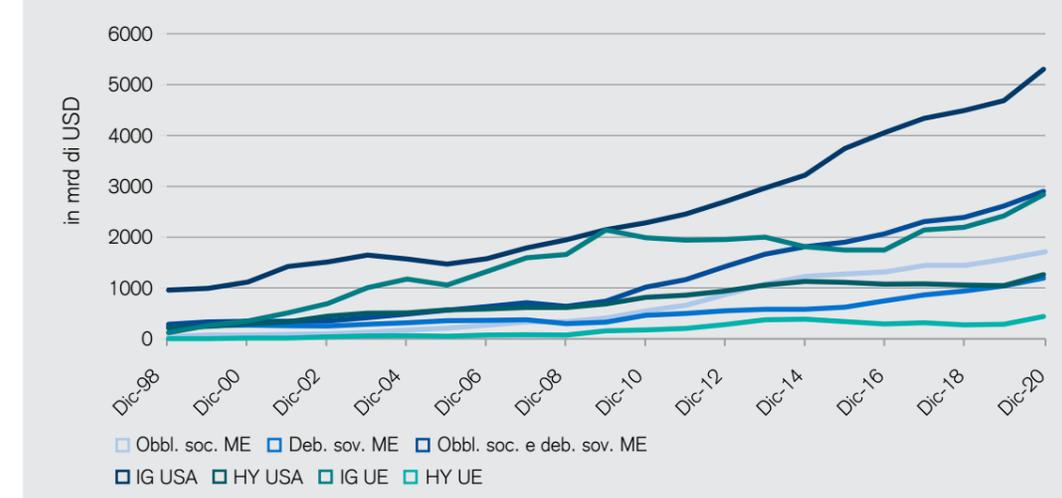
Negli ultimi 10 anni il mercato EMD corporate è cresciuto a un ritmo del 12% annuo. Per mettere a fuoco questo dato basti dire che oggi è di circa un terzo più grande per dimensione del mercato high yield statunitense, mentre l'EMD combinato – sovrano e societario – in circolazione supera a sua volta l'universo investment grade in euro.

## Dollari USA o valuta locale?

Oggi 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 fondamentalmente più elevata

per via dell'esposizione valutaria. Nell'ambito delle obbligazioni denominate in dollari USA, in passato la maggior parte degli investitori istituzionali ha concentrato la propria esposizione negli indici sovrani. 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 e del fatto che le autorità dei paesi emergenti preferiscono le emissioni in valuta locale. Al momento, il mercato del debito corporate dei mercati emergenti denominato in dollari USA supera quello del debito sovrano.

**Figura 3 – Crescita del debito dei mercati emergenti denominato in USD/EUR rispetto ad altri mercati**



Fonte BofA Securities. Dati al 31.12.2020

# Obbligazioni corporate dei mercati emergenti: un mix interessante

## Non solo una nicchia

Il forte sviluppo del debito societario dei mercati emergenti è stato possibile soltanto grazie al miglioramento dei fondamentali e dei rating di molte economie emergenti dall'inizio di questo secolo. Il maggiore interesse e la fiducia verso i mercati emergenti da parte degli investitori internazionali hanno concorso a trasformare il debito corporate dei mercati emergenti da segmento di nicchia in classe di attivi matura,

eterogenea e a sé stante, che consente agli investitori di diversificare le esposizioni al reddito fisso tradizionale e offre ulteriori opportunità a coloro che investono soltanto nel debito sovrano emergente. Un mercato di obbligazioni corporate solido è nell'interesse delle economie emergenti in quanto contribuisce a ridurre la dipendenza dai prestiti bancari e consente una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento.

Le obbligazioni corporate rappresentano uno strumento interessante e potenzialmente remunerativo per accedere ai mercati emergenti. La maturità della classe di attivi e la maggiore diversificazione hanno contribuito notevolmente a ridurre i rischi. Altrettanto positivo è stato il ruolo degli sviluppi normativi e della maggiore attenzione rivolta agli investitori.

**Figura 4 – Caratteristiche dei principali indici dei mercati emergenti**

	GBI-EM GD	EMBI GD	CEMBI BD
Rendimento alla scadenza	4,2	4,6	4,0
Duration	5,4	8,3	5,1
Rating (Moody's, S&P, Fitch)	Baa1 / BBB+ / BBB	Ba1 / BB+ / BB+	Baa3 / BBB- / BBB-
Rischio valutario	Esposizione ME	Solo USD	Solo USD
Numero di emittenti	19	168	719
Numero di strumenti	251	861	1752
Numero di paesi	19	74	58

GBI-EM GD: JP Morgan Government Bond Index – Emerging Market Global Diversified  
 EMBI GD: JP Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified  
 CEMBI BD: JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified

Fonte JP Morgan. Dati al 31.12.2020

## Sviluppo e caratteristiche del mercato

Il debito corporate dei mercati emergenti è stato introdotto formalmente solo in questo millennio. Le basi di quello che è, oggi, l'indice più seguito sono state gettate a novembre 2007 quando JP Morgan lanciò la sua serie di Corporate Emerging Markets Bond Index (CEMBI). I dati storici e le statistiche dell'indice risalgono a dicembre 2001. Come si può evincere dai grafici che seguono, la composizione è notevolmente cambiata dal lancio, rispecchiando la crescita e l'evoluzione della classe di attivi. Le tabelle che seguono illustrano le diverse caratteristiche del JP Morgan CEMBI Diversified al lancio rispetto all'odierno JP Morgan CEMBI Broad Diversified. Quest'ultimo è allo stato attuale l'indicatore più utilizzato per replicare il debito corporate dei mercati emergenti. Va inoltre evidenziato che il grado di diversificazione è notevolmente aumentato.

## Allocazione regionale e nazionale

L'allocazione regionale è cambiata, soprattutto per quanto riguarda il Medio Oriente e l'Africa, poiché inizialmente l'indice era composto esclusivamente da società israeliane ed egiziane. I componenti mediorientali e africani rappresentano ora, rispettivamente, il 17,9% e il 6,2%, mentre le allocazioni ad altre regioni, in particolare all'Europa, sono più modeste. Anche la diversificazione per paese è aumentata notevol-

mente: 59 paesi (contro i 16 precedenti) sono ora rappresentati nell'indice. Nel 2007, i primi cinque paesi costituivano il 70% dell'indice, oggi solo il 26%. Se si esclude la Cina, che ha preso il posto di Singapore, quattro dei primi cinque paesi sono rimasti gli stessi. Le società cinesi rappresentano al momento l'allocazione maggiore; ciò riflette la forte crescita economica e la grande quantità di emissioni del paese.

## Allocazione settoriale

La diversificazione ha toccato anche l'allocazione settoriale oltre che quella geografica: oggi sono rappresentati 12 settori (invece dei 7 originari) grazie soprattutto a una riduzione dell'esposizione ai titoli industriali. Come per molti altri indici dei mercati sviluppati, il peso maggiore è quello del settore finanziario, ma anche le risorse naturali (in particolare petrolio e gas e metalli ed estrazione mineraria) sono ben rappresentate, riflettendo la grande ricchezza di risorse naturali di molte economie emergenti. I prezzi delle materie prime sono pertanto un fattore importante alla base delle variazioni complessive degli spread creditizi delle obbligazioni corporate dei mercati emergenti. I segmenti delle emissioni sovrane e quasi sovrane (solo se le società sono controllate al 100% dallo Stato) sono esclusi dall'indice societario.

# Obbligazioni corporate dei mercati emergenti: un mix interessante

## Allocazione per rating

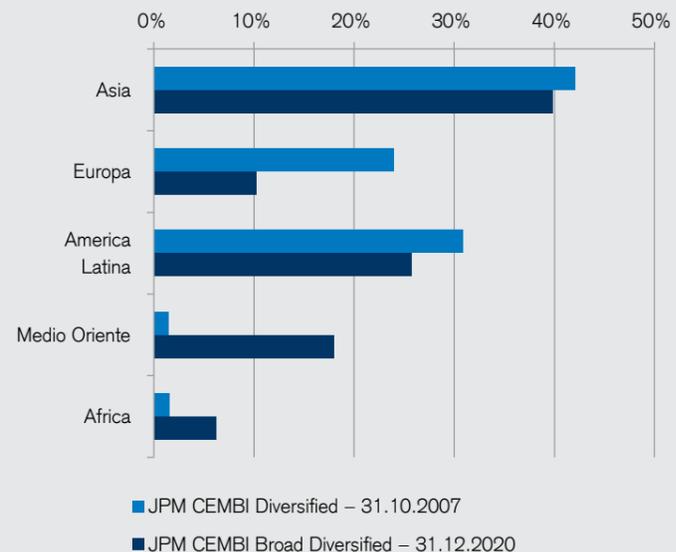
Attualmente il rating medio del JP Morgan CEMBI Broad Diversified Index si colloca all'estremo inferiore della fascia investment grade, con una valutazione Baa3 / BBB- / BBB- (Moody's/S&P/Fitch). Vale la pena sottolineare che nel complesso l'universo corporate dei mercati emergenti ha un rating di poco superiore a quello dei titoli di Stato dei mercati emergenti - a cui Moody's e Fitch (Ba1 e BB+) assegnano un livello in meno e S&P la stessa valutazione (BBB-). Ciò rispecchia il fatto che, spesso, è più difficile per le società emettere obbligazioni se operano in paesi che hanno fondamentali più deboli e quindi rating più bassi. In termini di qualità l'allocazione in obbligazioni

investment grade è diminuita dall'84,6% a poco meno del 60%, segno della vigorosa crescita della classe di attivi e della maggiore fiducia degli investitori nel debito corporate dei mercati emergenti, che hanno consentito a un maggior numero di società non investment grade di emettere debito. Negli ultimi anni, i declassamenti dei rating sovrani del Brasile a non investment grade hanno comportato il medesimo downgrade di molte società. Per le società a partecipazione statale o che operano prevalentemente nel mercato interno, il rating sovrano rappresenta la massima valutazione possibile; di conseguenza è stato assegnato anche a loro il merito di credito non investment grade.

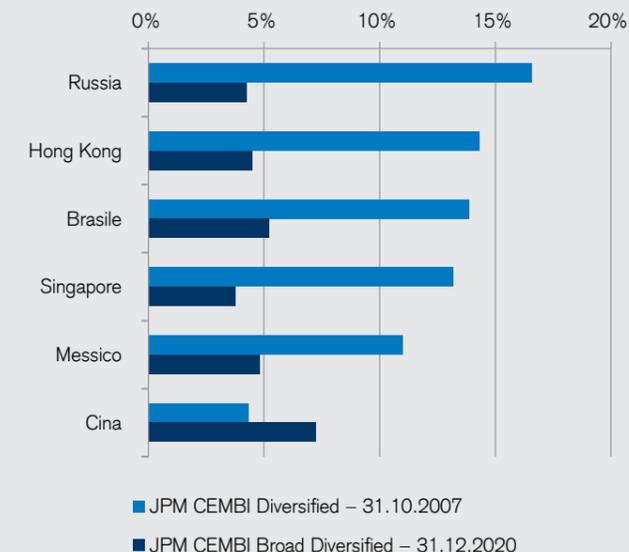


Figura 5 – L'universo delle obbligazioni corporate dei mercati emergenti ha subito importanti cambiamenti

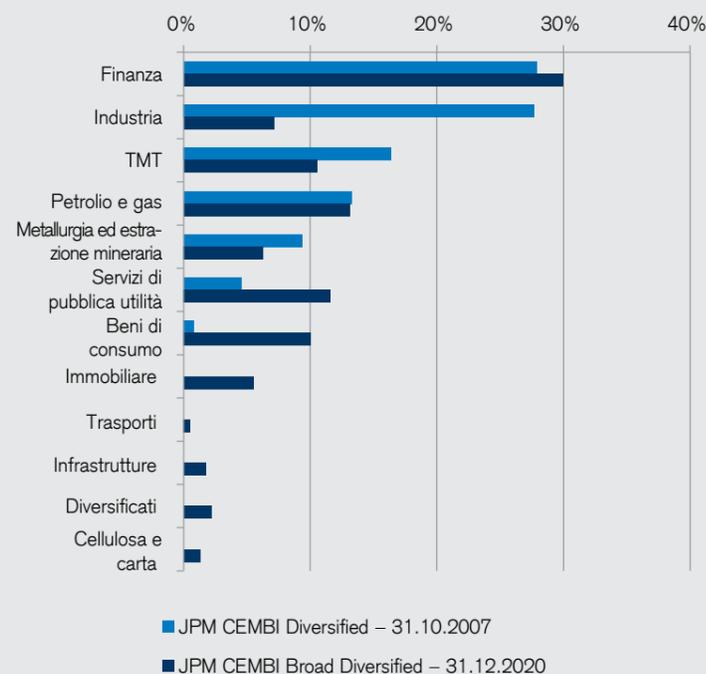
## Allocazione regionale



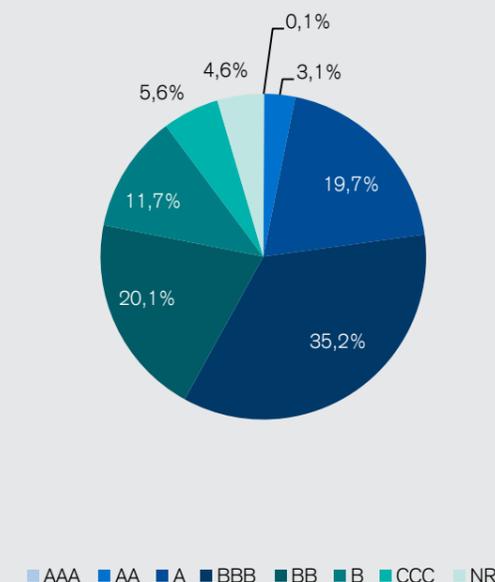
## Primi 5 paesi (La Cina sostituisce Singapore)



## Allocazione settoriale

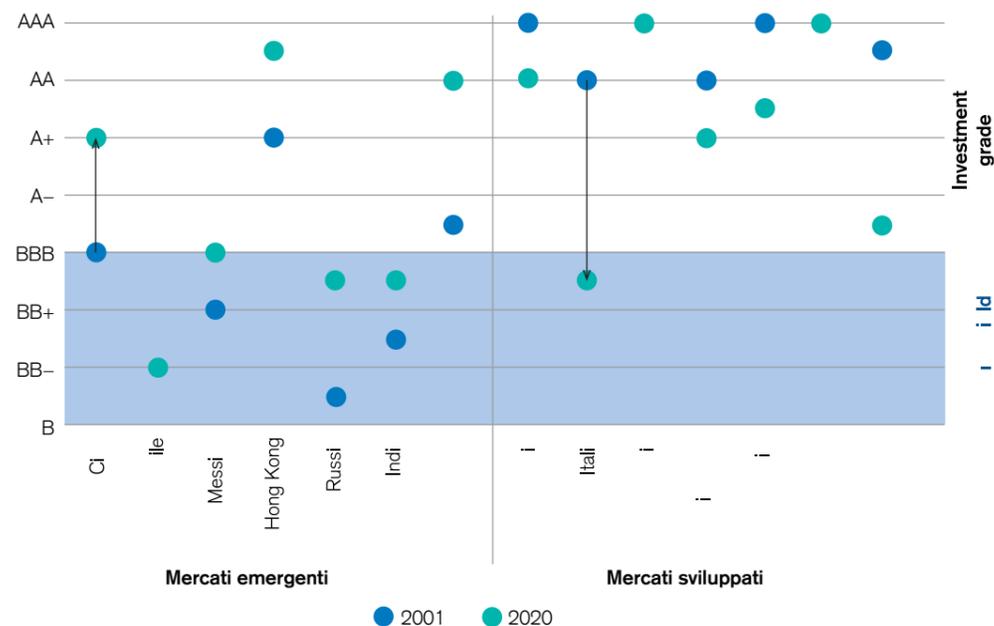


## Allocazione per rating



Fonte JP Morgan. Dati al 31.12.2020

**Figura 6 – I rating dei mercati emergenti e sviluppati convergono**



Fonti Bloomberg, S&P, Moody's, Credit Suisse. Dati al 31.12.2020

## Obbligazioni quasi sovrane

Le obbligazioni quasi sovrane occupano un posto importante nell'universo dei mercati emergenti. Benché non esista un'unica definizione, la maggior parte degli operatori di mercato definisce un'obbligazione come "quasi sovrana" se il governo detiene una partecipazione superiore al 50% nel capitale dell'emittente. Diversamente dai mercati sviluppati, nelle economie emergenti esistono molte grandi società la cui quota di maggioranza è detenuta dallo Stato. Queste aziende sono spesso di importanza strategica per il governo ed operano nei settori del petrolio e del gas, minerometallurgico, dei servizi di pubblica utilità e finanziario.

Il debito degli emittenti quasi sovrani non è esplicitamente garantito dal governo, ma esiste una sorta di garanzia "implicita" in quanto gli investitori si aspettano, all'occorrenza, che il governo li sostenga. Quando si investe in obbligazioni quasi sovrane, il livello e la probabilità del sostegno statale devono essere valutati e considerati caso per caso. Inoltre, gli investitori devono anche tener conto del merito di credito della società in quanto singola entità.

In generale, le obbligazioni quasi sovrane godono della clausola riguardante il "Cambio di proprietà". Ciò significa che gli investitori sono protetti se la partecipazione statale scende al di sotto del 50%, in quanto hanno il diritto di restituire le obbligazioni alla società a fronte di un rimborso anticipato.

Dal punto di vista degli indici, JP Morgan include le obbligazioni emesse da società partecipate al 100% dallo Stato (per esempio Pemex) nell'universo degli indici sovrani, mentre tutte le altre obbligazioni quasi sovrane, con una partecipazione statale inferiore al 100% (per esempio Petrobras) fanno parte degli indici societari.

## Rischi all'interno dei mercati emergenti

Sebbene la crescita della classe di attivi e la maggiore diversificazione riducano il rischio complessivo, vi sono ancora rischi specifici connessi ai mercati emergenti che gli investitori devono prendere in considerazione. In particolare, la stabilità politica e il quadro normativo e istituzionale delle economie emergenti accusano ritardi rispetto ai mercati sviluppati. All'interno dei mercati emergenti, le differenze possono essere molto ampie e gli investitori devono valutare se il premio di rischio offerto sia davvero sufficiente.

Molta attenzione va rivolta al quadro normativo e di vigilanza che tutela l'investitore. Anche gli aspetti legati alla corporate governance vanno considerati scrupolosamente in quanto le aziende sono spesso attrici importanti della scena economica e politica. In quanto tali, molte aziende di mercati emergenti godono ancora del sostegno statale implicito o di una partecipazione statale di maggioranza data la loro importanza strategica. Questa tendenza è particolarmente pronunciata nel settore delle risorse naturali dove i governi detengono quote maggioritarie (è questo il caso di società come Gazprom e Petrobras). Il numero relativamente alto di aziende a partecipazione statale rappresenta una chiara differenza rispetto all'universo delle obbligazioni corporate dei mercati sviluppati e nei momenti di difficoltà diventa un elemento di ulteriore sostegno.

Per valutare il rischio d'insolvenza delle società dei mercati emergenti rispetto alle omologhe dei mercati sviluppati, possiamo dare un'occhiata ai tassi d'insolvenza storici del mercato high yield. Esistono dei preconcetti riguardo ai tassi d'insolvenza delle società dei mercati emergenti, in quanto la gente è convinta che comportino un maggiore rischio di credito.

Tuttavia, come illustra la Figura 7, non vi è nulla che indichi che i loro tassi d'insolvenza siano strutturalmente più elevati; al contrario sono in linea con quelli delle loro omologhe statunitensi. Un aspetto importante da sottolineare è che, diversamente da quelle statunitensi, le obbligazioni dei mercati emergenti non sono un insieme omogeneo. Il gran numero di paesi che le rappresentano garantisce che, a un dato momento, ciascuno di essi si troverà in un punto diverso del ciclo economico. E questo è un fatto positivo per i tassi d'insolvenza dei mercati emergenti che tendono a seguire il ciclo economico.

Dopo diversi anni di andamento molto positivo dei tassi d'insolvenza, questi sono tornati a crescere sulla scia della pandemia di COVID-19. Un aspetto interessante è che nel 2020, i tassi d'insolvenza nel settore dell'high yield statunitense sono stati molto più alti rispetto a quelli registrati nel segmento dell'alto rendimento dei mercati emergenti. La ragione è la struttura sottostante, in quanto il mercato high yield statunitense ha un'esposizione molto maggiore a imprese private del settore dell'energia. Il crollo del prezzo del petrolio ha creato enormi pressioni su queste aziende. All'interno dei mercati emergenti, il settore energetico tende a essere dominato da società di maggiori dimensioni che spesso godono anche del sostegno statale. Inoltre, molte di queste hanno bassi costi di pareggio per il petrolio e durante una crisi traggono anche beneficio dal fatto che le loro valute locali tendono a deprezzarsi nei confronti del dollaro USA. Pertanto, in questo particolare scenario di brusco calo dei corsi petroliferi, il tasso d'insolvenza complessivo del settore high yield statunitense è molto maggiore; se si escludono le imprese energetiche, sarebbe invece più in linea con i tassi d'insolvenza complessivi dei mercati emergenti.

Alcuni critici asseriscono che i mercati emergenti sono solo materie prime su cui scommettere. Se è vero che i prezzi delle materie prime sono indubbiamente importanti per molte economie emergenti, va tuttavia osservato che molte di esse sono anche importatrici di materie prime. Un'analisi del JP Morgan EMBI Global Diversified Index (obbligazioni dei mercati emergenti sovrane in dollari USA) mostra che il 60% dell'indice è composto da società esportatrici di materie prime a fronte del 24,5% di aziende importatrici.<sup>5</sup> Inoltre, i ricavi di molte aziende legate alle materie prime sono in dollari USA, mentre i costi sono spesso espressi nelle rispettive valute locali. Se i prezzi delle materie prime subiscono cali più consistenti, solitamente le valute ad esse legate si deprezeranno attenuando quindi gli effetti negativi su queste imprese.

Per quanto riguarda i tassi di recupero, le differenze regionali sono state notevoli. In particolare, America Latina ed Europa hanno registrato tassi di recupero più bassi, mentre la regione EMEA (Europa emergente, Medio Oriente e Africa) si è collocata appena al di sotto degli Stati Uniti. In realtà, è in Asia che sono stati registrati i più alti tassi di recupero. In ultima analisi, questi dipendono in larga misura dal settore in cui si verifica l'insolvenza e quindi confrontarli a livello regionale può solo dare un'indicazione di massima. Ad esempio, ci si può attendere che i tassi di recupero nel settore dei servizi di pubblica utilità superino quelli di altri settori (per esempio telecomunicazioni, tecnologia) in quanto le aziende di pubblica utilità dispongono di attivi reali longevi e in grado di produrre reddito.

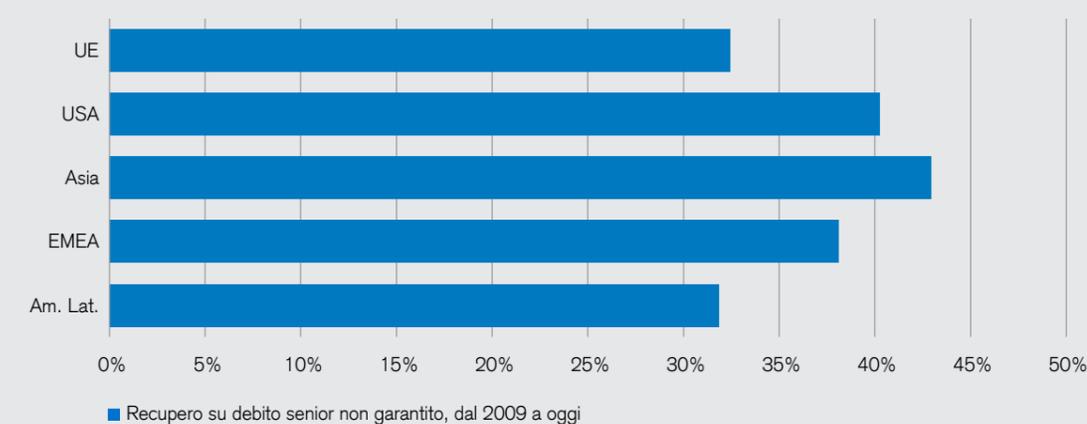
“  
Nel 2020 i tassi d'insolvenza nel settore dell'high yield statunitense sono stati molto più alti rispetto a quelli registrati nel medesimo segmento dei mercati emergenti.

<sup>5</sup> JP Morgan, ottobre 2020.

Figura 7 – I tassi d'insolvenza dei mercati emergenti sono sostanzialmente in linea con quelli dei mercati sviluppati



Figura 8 – L'Asia è in testa nei tassi di recupero



Fonte BofA Securities, tasso di recupero sulla base del prezzo un mese dopo l'insolvenza. Dati al 30.11.2020

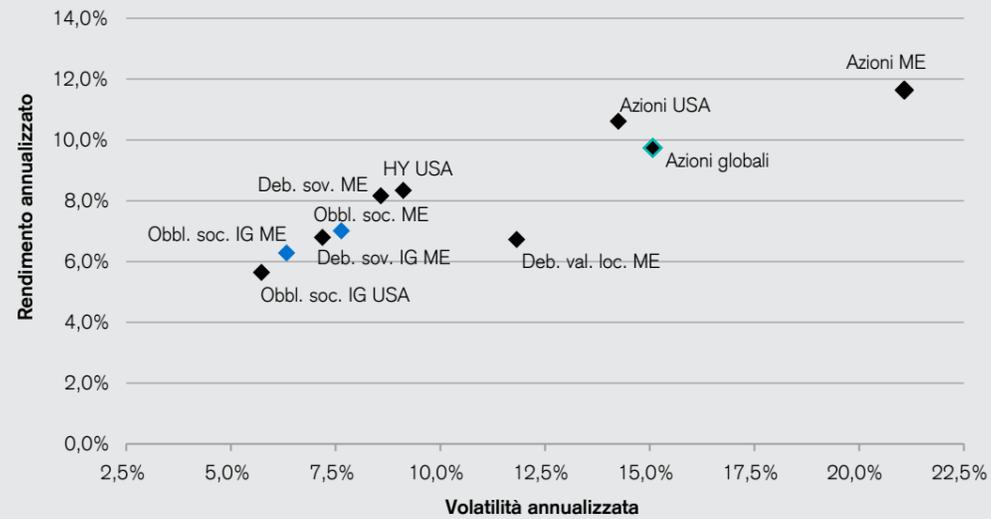
# Dati rischio/rendimento

Le caratteristiche storiche e i dati rischio/rendimento consentono di comprendere l'andamento delle diverse classi di attivi ma, come ogni disclaimer sottolinea, non sono indicativi della performance futura. Il periodo temporale scelto può incidere significativamente sui dati. Nel caso delle obbligazioni corporate dei mercati emergenti – una classe di attivi che ha vissuto una crescita rapida – è persino più difficile interpretare i dati storici a lungo termine in quanto l'universo attuale è sostanzialmente diverso da quello iniziale del 2001. Di conseguenza, i dati che seguono forniscono non solo un'analisi a lungo termine ma anche una valutazione a più breve termine.

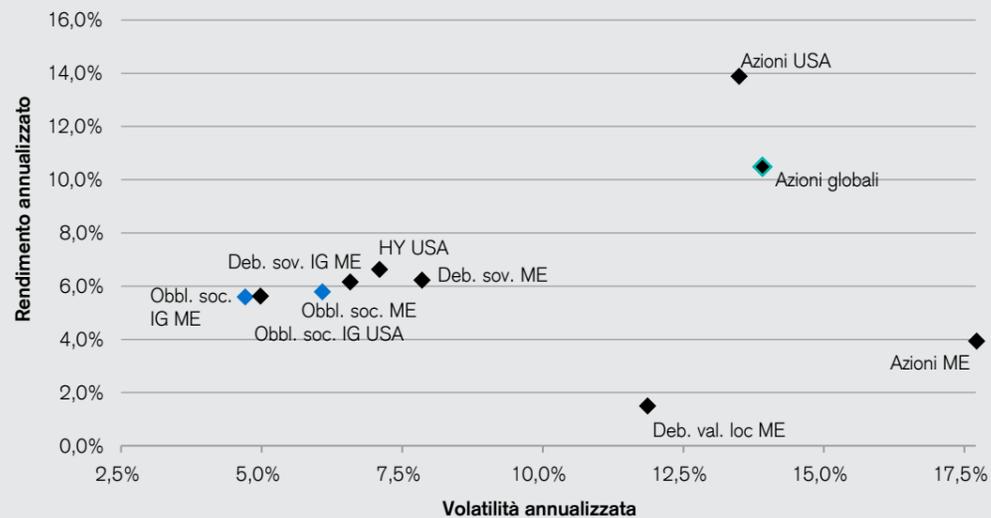
L'analisi a lungo termine inizia a fine 2002, quando vennero pubblicati per la prima volta i dati del JP Morgan Local Currency Bond Index. Questo periodo copre 18 anni e comprende la crisi finanziaria del 2008 e lo scoppio della pandemia di COVID-19. La seconda analisi inizia alla fine del 2010 e copre un arco di dieci anni. Sono due i motivi per cui è stata scelta questa data particolare. Primo, le obbligazioni corporate dei mercati emergenti in quanto classe di attivi sono maturate in questa fase, superando i 500 mrd di dollari USA. Secondo, sono stati esclusi sia l'effetto negativo della crisi finanziaria globale che l'effetto di rimbalzo. Nel 2008 il JP Morgan CEMBI Broad Diversified Index perse il 15,9%, un calo più che compensato nei due anni successivi, con guadagni del 34,9% e del 13,1% rispettivamente.

“  
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.

**Figura 9 – Analisi di rischio/rendimento**  
31.12.2002–31.12.2020



31.12.2010–31.12.2020



Fonte Bloomberg, JP Morgan, BofA Securities, Credit Suisse. Dati al 31.12.2020

I dati storici sulla performance e gli scenari dei mercati finanziari non sono indicatori affidabili per i rendimenti attuali o futuri.

**Figura 9 – Analisi di rischio/rendimento (cont.)**

Caratteristiche a lungo termine

Periodo (31.12.2002–31.12.2020)	Obbl. soc. ME	Obbl. soc. IG ME	Deb. sov. ME	Deb. sov. IG ME	Deb. val. loc. ME	HY USA	Obbl. soc. IG USA	Azioni globali	Azioni USA	Azioni ME
<b>Statistiche</b>										
Rendimento annualizzato	7,02%	6,28%	8,17%	6,80%	6,72%	8,34%	5,64%	9,74%	10,62%	11,64%
Rendimento massimo (mensile)	6,15%	6,42%	7,46%	8,16%	9,84%	11,47%	5,55%	12,83%	12,82%	17,15%
Rendimento minimo (mensile)	-17,44%	-14,56%	-16,03%	-11,91%	-14,07%	-16,30%	-7,47%	-18,93%	-16,80%	-27,35%
Indice di Sharpe	0,74	0,78	0,79	0,75	0,45	0,76	0,75	0,55	0,65	0,49
Volatilità annualizzata	7,64%	6,33%	8,58%	7,19%	11,83%	9,12%	5,73%	15,08%	14,25%	21,08%
Rischio di ribasso	10,58%	8,06%	10,22%	7,43%	9,56%	10,32%	5,42%	13,08%	12,06%	17,12%
% periodi di rialzo	73,15%	69,91%	70,83%	71,76%	62,96%	72,22%	66,20%	64,81%	68,98%	59,26%
% periodi di ribasso	26,85%	30,09%	29,17%	28,24%	37,04%	27,78%	33,80%	35,19%	31,02%	40,74%
<b>Perdita massima</b>										
Perdita massima (in %)	-24,30%	-19,99%	-21,81%	-16,54%	-29,32%	-33,23%	-16,07%	-53,65%	-50,95%	-61,44%
Durata (in mesi)	5	5	5	5	32	18	8	16	16	16
Periodo di ripresa (in mesi)	9	8	8	7	61	9	8	50	37	101
Picco	30.05.08	30.05.08	30.05.08	30.05.08	30.04.13	31.05.07	29.02.08	31.10.07	31.10.07	31.10.07
Valle	31.10.08	31.10.08	31.10.08	31.10.08	31.12.15	30.11.08	31.10.08	27.02.09	27.02.09	27.02.09

Dal 2010

Periodo (31.12.2010–31.12.2020)	Obbl. soc. ME	Obbl. soc. IG ME	Deb. sov. ME	Deb. sov. IG ME	Deb. val. loc. ME	HY USA	Obbl. soc. IG USA	Azioni globali	Azioni USA	Azioni ME
<b>Statistiche</b>										
Rendimento annualizzato	5,78%	5,59%	6,22%	6,16%	1,49%	6,62%	5,62%	10,48%	13,88%	4,00%
Rendimento massimo (mensile)	4,82%	3,46%	6,07%	4,68%	9,06%	5,96%	5,27%	12,83%	12,82%	13,26%
Rendimento minimo (mensile)	-11,52%	-8,32%	-13,85%	-8,07%	-11,07%	-11,76%	-7,47%	-13,17%	-12,35%	-15,38%
Indice di Sharpe	0,84	1,05	0,71	0,84	0,07	0,84	1,00	0,71	0,98	0,19
Volatilità annualizzata	6,08%	4,71%	7,85%	6,57%	11,87%	7,10%	4,98%	13,91%	13,49%	17,71%
Rischio di ribasso	7,69%	5,77%	8,56%	6,14%	8,95%	7,34%	4,49%	10,97%	10,54%	12,77%
% periodi di rialzo	72,50%	74,17%	67,50%	72,50%	57,50%	70,83%	65,83%	66,67%	70,83%	54,17%
% periodi di ribasso	27,50%	25,83%	32,50%	27,50%	42,50%	29,17%	34,17%	33,33%	29,17%	45,83%
<b>Perdita massima</b>										
Perdita massima (in %)	-11,53%	-8,32%	-14,68%	-10,94%	-29,32%	-13,13%	-7,47%	-20,93%	-19,60%	-29,45%
Durata (in mesi)	2	1	2	4	32	2	1	3	3	58
Periodo di ripresa (in mesi)	4	4	8	12	61	5	3	5	4	16
Picco	31.01.20	28.02.20	31.01.20	30.04.13	30.04.13	31.01.20	28.02.20	31.12.19	31.12.19	29.04.11
Valle	31.03.20	31.03.20	31.03.20	30.08.13	31.12.15	31.03.20	31.03.20	31.03.20	31.03.20	29.02.16

Legenda delle figure 9 e 10

Tabella	Legenda
Obbl. soc. ME	JP Morgan CEMBI Broad Diversified
Obbl. soc. IG ME	JP Morgan CEMBI Broad Diversified Investment Grade
Deb. sov. ME	JP Morgan EMBI Global Diversified
Deb. sov. IG ME	JP Morgan EMBI Global Diversified Investment Grade
Deb. val. loc. ME	JP Morgan GBI-EM Global Diversified (senza copertura in dollari USA)
HY USA	BoA ML US High Yield
Obbl. soc. IG USA	BoA ML US Corporate
Azioni globali	MSCI World Gross Total Return USD
Azioni USA	S&P 500 Total Return
Azioni ME	MSCI Emerging Markets Gross Total Return USD

Fonte Bloomberg, JP Morgan, BofA Securities, Credit Suisse. Dati al 31.12.2020

I dati storici sulla performance e gli scenari dei mercati finanziari non sono indicatori affidabili per i rendimenti attuali o futuri.

### Obbligazioni corporate dei mercati emergenti

Le obbligazioni corporate dei mercati emergenti hanno esibito una buona performance assoluta sia nel lungo termine che dal 2010, con rendimenti annualizzati rispettivamente del 7,0% e del 5,8%. Lo stesso vale per le obbligazioni corporate dei mercati emergenti con rating investment grade prese separatamente, che hanno archiviato rendimenti annualizzati rispettivamente del 6,3% e del 5,6%. L'indice di Sharpe migliora per entrambi gli indici a causa della minore volatilità del periodo che inizia dal 2010 e che è depurato degli effetti della crisi finanziaria.

Uno dei vantaggi che scorgiamo nelle obbligazioni corporate dei mercati emergenti è che sono diventate una classe di attivi molto più ampia e diversificata. Ciò dovrebbe avere un effetto positivo sulla volatilità di mercato in quanto il rischio non sistematico (specifico per ciascuna singola azienda) dovrebbe ridursi grazie alla maggiore diversificazione. Se escludiamo gli effetti della crisi finanziaria globale e analizziamo i dati della volatilità dal lancio (31.12.2001) degli indici societari fino alla fine del 2007, vediamo che la volatilità annualizzata delle società dei mercati emergenti in generale e di quelle investment grade in particolare è uguale, il 5,0%.

Se confrontiamo questi dati con il periodo che parte dal 2010, osserviamo che la volatilità delle società dei mercati emergenti è superiore, 6,1%, mentre quella delle obbligazioni investment grade è leggermente più bassa, 4,7%. I dati relativi alla volatilità a partire dal 2010 risentono pesantemente della pandemia di COVID-19 del 2020. Questo emerge chiaramente se esaminiamo l'arco temporale che va dalla fine del 2010 alla fine del 2019: il risultato è una volatilità del 4,5% e del 3,7% rispettivamente per le società dei mercati emergenti e per le omologhe con rating investment grade. La pandemia dovrebbe essere vista come un evento esterno che genera un aumento complessivo della volatilità in tutte le classi di attivi e che, quindi, non è una caratteristica specifica dei mercati emergenti. Pertanto, per effettuare un confronto corretto deve essere esclusa. Inoltre, va osservato che il confronto non è tra omologhe perché oggi l'allocazione alle obbligazioni high yield più volatili è di gran lunga maggiore. L'esame di entrambi questi aspetti indica che l'evoluzione e l'ampliamento della classe di attivi hanno contribuito positivamente, abbassandone la volatilità.

### Debito dei mercati emergenti: obbligazioni corporate vs titoli di Stato

Il confronto dei dati storici delle obbligazioni corporate e sovrane dei mercati emergenti offre spunti interessanti. Primo, esaminando i rendimenti corretti per il rischio sotto forma di indice Sharpe, vediamo che i titoli di Stato hanno un indice simile per l'intero periodo, mentre le obbligazioni corporate (in particolare quelle investment grade) sono più remunerative nel periodo a partire dal 2010, con una duration media molto più breve. La volatilità, soprattutto negli ultimi dieci anni, è in genere minore per le obbligazioni societarie, il che non dovrebbe sorprendere visto che le emissioni sovrane hanno una duration largamente superiore e una qualità creditizia leggermente inferiore rispetto alle obbligazioni corporate.

In un'ottica d'investimento, i dati a breve termine indicano chiaramente che focalizzando l'attenzione esclusivamente sul debito sovrano dei mercati emergenti, gli investitori perdono interessanti opportunità corrette per il rischio nel mercato del debito societario dei mercati emergenti. Data la dimensione relativa del mercato e i trend di crescita, siamo convinti che una soluzione che scommette sul debito societario dei mercati emergenti, che comprenda i titoli sovrani e quasi sovrani, offra agli investitori le migliori opportunità per ottenere un'esposizione ai mercati emergenti in dollari USA. Per quanto riguarda i titoli di Stato dei mercati emergenti in valuta locale, i dati storici della volatilità (quasi al 12%) indicano chiaramente la diversa natura di questa classe di attivi rispetto al debito dei mercati emergenti denominato in dollari USA.

### Obbligazioni corporate dei mercati emergenti vs indici obbligazionari USA

Dall'esame comparativo delle obbligazioni corporate dei mercati emergenti e degli indici obbligazionari USA ribadiamo che a nostro avviso la notevole crescita della classe di attivi significa che il periodo più recente offre una migliore base di confronto. Il mercato high yield statunitense ha registrato la volatilità più elevata, seguito dalle obbligazioni corporate dei mercati emergenti. All'interno dell'universo investment grade, le società statunitensi hanno esibito una volatilità leggermente superiore rispetto alle omologhe dei mercati emergenti. Anche se l'indice statunitense delle obbligazioni corporate investment grade vanta in effetti una qualità leggermente superiore, la sua duration è più lunga di circa 2,5 anni, il che compensa la minore volatilità indotta dal rating migliore. Nel periodo in esame, per gli indici investment grade l'indice di Sharpe ha raggiunto il valore massimo (investment grade mercati emergenti: 1,0, investment grade USA: 1,0), con le obbligazioni corporate dei mercati emergenti e i titoli high yield USA appena al di sotto di questi livelli (entrambi a 0,8). Questi dati indicano che le obbligazioni corporate dei mercati emergenti hanno un profilo di rischio simile a quello di altri mercati del credito e che dovrebbero far parte di un'allocazione complessiva al debito societario.

**Correlazione tra classi di attivi**

Dal punto di vista della strutturazione di un portafoglio, la correlazione tra classi di attivi diverse è un indicatore fondamentale per valutare i vantaggi della diversificazione. Come si può evincere dalla matrice delle correlazioni, le obbligazioni corporate dei mercati emergenti hanno la maggiore correlazione con gli indici sovrani dei mercati emergenti. Ciò non dovrebbe sorprendere visto che entrambi gli indici hanno un universo di paesi simile. Dal punto di vista degli investitori obbligazionari, quel che interessa sono soprattutto le correlazioni con gli indici creditizi statunitensi. Le obbligazioni corporate dei mercati emergenti mostrano una correlazione relativamente alta con gli indici obbligazionari statunitensi, sia nel lungo che nel più breve periodo. Uno dei motivi è che entrambi gli indici investono esclusivamente nel debito denominato in dollari USA, ossia utilizzano entrambi la curva dei Treasury USA come indicatore del sottostante rischio di tasso d'interesse.

Il principale elemento di differenziazione è la variazione relativa degli spread creditizi. Come si evince dai grafici della Figura 10, la correlazione tra le obbligazioni corporate dei mercati emergenti e statunitensi di qualità investment grade è stata relativamente alta e stabile nel tempo. Viceversa, la correlazione tra le obbligazioni corporate dei mercati emergenti e l'high yield statunitense è aumentata nel tempo, il che riflette la maggiore quota di high yield nell'universo aziendale dei mercati emergenti nel tempo.

Se osserviamo l'indice dei mercati emergenti in valuta locale, troviamo una correlazione più bassa con gli indici creditizi statunitensi che non con le società dei mercati emergenti. Questo riflette il rischio valutario aggiuntivo e il diverso rischio sottostante di tasso d'interesse. Ciò nonostante, consideriamo ancora elevato un coefficiente di correlazione superiore a 0,6 rispetto all'high yield USA nell'arco di un periodo di tre anni. È anche un'indicazione della sensibilità agli attivi rischiosi di entrambe queste classi di attivi. Inoltre, i grafici di correlazione mobile mostrano che la relazione tra le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale e l'high yield statunitense è molto meno stabile di quanto non sia per le obbligazioni corporate dei mercati emergenti, soprattutto sui 12 mesi.

La correlazione relativamente alta con le obbligazioni corporate statunitensi indica che le obbligazioni corporate dei mercati emergenti possono essere usate dagli investitori che scommettono esclusivamente sul credito USA come strumento integrativo, per aumentare il loro ventaglio di opportunità e il rendimento complessivo. L'alta correlazione con il debito sovrano dei mercati emergenti denominato in dollari USA implica, inoltre, che gli investitori che puntano esclusivamente su questa classe di attivi corrono il rischio di perdere opportunità interessanti all'interno dell'universo dei mercati emergenti. Aggiungendo il debito societario dei mercati emergenti, gli investitori possono beneficiare di un differenziale positivo rispetto al debito dei mercati emergenti, aumentando così il rendimento complessivo.

**Figura 10 – Analisi delle correlazioni**

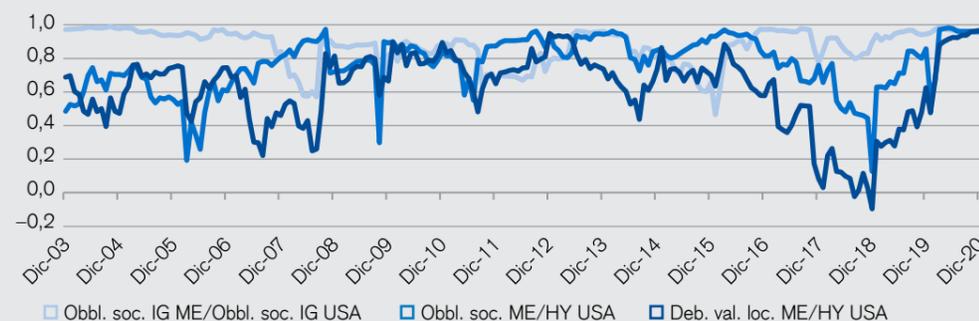
Lungo termine

Correlazione dei rendimenti mensili (31.12.2002–31.12.2020)	Obbl. soc. ME	Obbl. soc. IG ME	Deb. sov. ME	Deb. sov. IG ME	Deb. val. loc. ME	HY USA	Obbl. soc. IG USA	Azioni globali	Azioni USA	Azioni ME
Obbl. soc. ME	1,00									
Obbl. soc. IG ME	0,97	1,00								
Deb. sov. ME	0,93	0,91	1,00							
Deb. sov. IG ME	0,86	0,90	0,93	1,00						
Deb. val. loc. ME	0,72	0,65	0,79	0,72	1,00					
HY USA	0,80	0,72	0,79	0,67	0,66	1,00				
Obbl. soc. IG USA	0,83	0,89	0,81	0,87	0,56	0,65	1,00			
Azioni globali	0,64	0,54	0,63	0,50	0,69	0,76	0,42	1,00		
Azioni USA	0,58	0,48	0,56	0,44	0,60	0,72	0,37	0,97	1,00	
Azioni ME	0,66	0,57	0,67	0,54	0,79	0,73	0,44	0,85	0,77	1,00

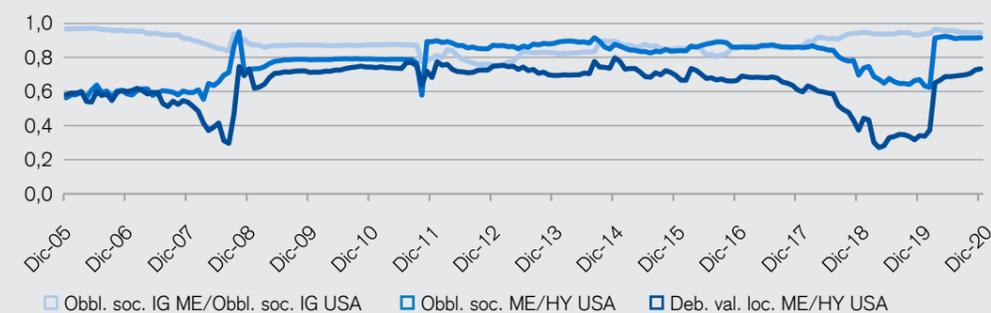
Dal 2010

Correlazione dei rendimenti mensili (31.12.2010–31.12.2020)	Obbl. soc. ME	Obbl. soc. IG ME	Deb. sov. ME	Deb. sov. IG ME	Deb. val. loc. ME	HY USA	Obbl. soc. IG USA	Azioni globali	Azioni USA	Azioni ME
Obbl. soc. ME	1,00									
Obbl. soc. IG ME	0,95	1,00								
Deb. sov. ME	0,94	0,94	1,00							
Deb. sov. IG ME	0,84	0,93	0,92	1,00						
Deb. val. loc. ME	0,77	0,71	0,80	0,71	1,00					
HY USA	0,89	0,81	0,81	0,70	0,68	1,00				
Obbl. soc. IG USA	0,78	0,89	0,78	0,84	0,55	0,68	1,00			
Azioni globali	0,70	0,57	0,63	0,49	0,64	0,81	0,42	1,00		
Azioni USA	0,64	0,53	0,57	0,44	0,55	0,77	0,39	0,97	1,00	
Azioni ME	0,75	0,65	0,70	0,58	0,83	0,76	0,48	0,81	0,74	1,00

Correlazione su base mobile a 12 mesi



Correlazione su base mobile a 36 mesi



Fonte Bloomberg, JP Morgan, BofA Securities, Credit Suisse. Dati al 31.12.2020



# Fondamentali

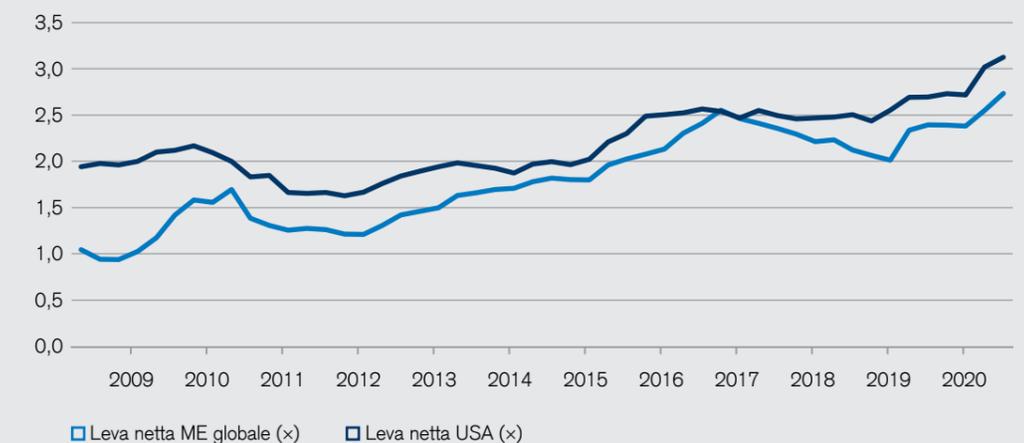
## La leva storica

Per valutare le società non finanziarie è possibile utilizzare una serie di dati e coefficienti diversi. Per gli obbligazionisti uno degli indicatori più importanti è la leva. 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).

La Figura 11 illustra l'evoluzione storica dei dati della leva netta per le imprese dei mercati

emergenti e statunitensi. Poiché l'universo delle imprese dei mercati emergenti si modifica nel tempo, i dati correnti sulla leva netta non sono facilmente confrontabili con quelli del 2008, sebbene si possa affermare che, nel complesso, la leva netta sia stata storicamente più bassa per le imprese dei mercati emergenti rispetto a quelle statunitensi. Le variazioni in un arco temporale relativamente breve sono interessanti in quanto non risentono granché dei cambiamenti strutturali, ad esempio l'evoluzione dei dati sulla leva netta nella prima metà del 2020 dovuta alla pandemia di COVID-19. Non sorprende quindi che in questo lasso di tempo, dato il crollo della crescita economica globale, la leva netta sia aumentata vuoi per le imprese dei mercati emergenti vuoi per quelle statunitensi. In particolare, è possibile osservare che l'incremento della leva netta nelle imprese dei mercati emergenti è stato leggermente inferiore a 0,35x contro 0,41x per le imprese statunitensi.

Figura 11 – La pandemia di COVID-19 ha fatto aumentare i coefficienti di leva netta



Fonte BofA Securities. Dati al 30.06.2020

# Opportunità interessanti nell'universo corporate dei mercati emergenti

## Leva per fascia di rating

Sebbene i dati complessivi sulla leva siano in genere una buona indicazione della tendenza del rapporto di indebitamento, se si vuole avere una base migliore per confrontare le imprese dei mercati emergenti e statunitensi bisogna guardare alla leva netta all'interno delle stesse fasce di rating. Come si evince dalla Figura 12, questo confronto mostra che in genere le imprese dei mercati emergenti hanno un rapporto di indebitamento netto più basso che non le imprese statunitensi.

L'attrattiva di qualunque investimento dipende dalla remunerazione del rischio assunto. Per chi investe in obbligazioni corporate questa remunerazione è data dallo spread creditizio, ossia il maggiore premio al rischio rispetto ai Treasury USA. L'indicatore che correla gli spread creditizi ai coefficienti di indebitamento netto è chiamato spread per grado di leva. Questo mostra quanto spread creditizio un investitore può ottenere per

ogni unità di leva netta. Ad esempio, le obbligazioni BBB hanno uno spread di 196 punti base (pb) con una leva netta di 2,7x. In questo caso, lo spread per grado di leva è 73 pb (196 diviso per 2,7). L'analisi mostra che la remunerazione per i mercati emergenti è molto maggiore per unità di leva netta rispetto agli Stati Uniti. Come discusso in precedenza, quando si investe in obbligazioni dei mercati emergenti si è esposti a rischi aggiuntivi, soprattutto inerenti alla corporate governance e al quadro politico-istituzionale.

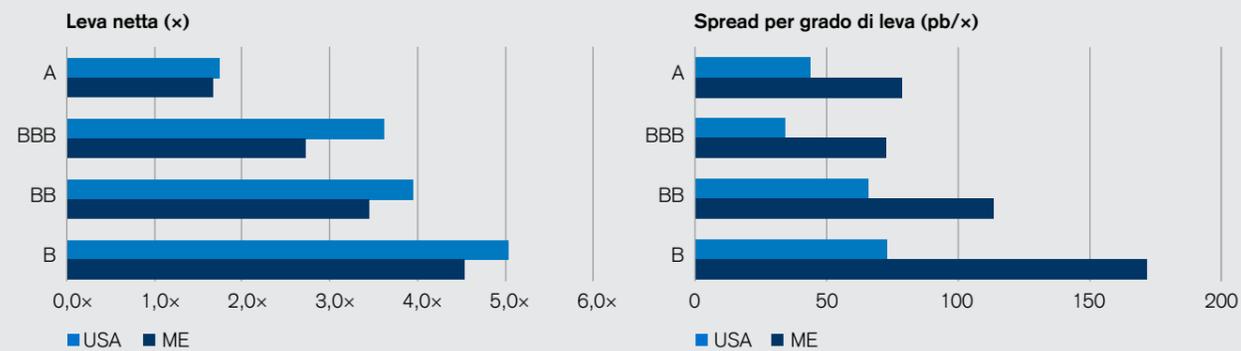
Nel contempo, l'ampia esposizione a diversi paesi dell'universo dei mercati emergenti consente agli investitori al momento focalizzati solo sui mercati sviluppati di ampliare la loro diversificazione geografica. Come illustra la Figura 12, soprattutto nelle fasce BBB e B, lo spread creditizio pagato per ogni unità di leva netta è palesemente più elevato per i titoli societari dei mercati emergenti che non per quelli statunitensi.

## Obbligazioni dei mercati emergenti di alta qualità

Una soluzione focalizzata esclusivamente sul debito investment grade dell'universo corporate dei mercati emergenti consente di migliorare il rendimento complessivo all'interno di un portafoglio obbligazionario globale. Il vincolo di rating e l'ampia diversificazione geografica

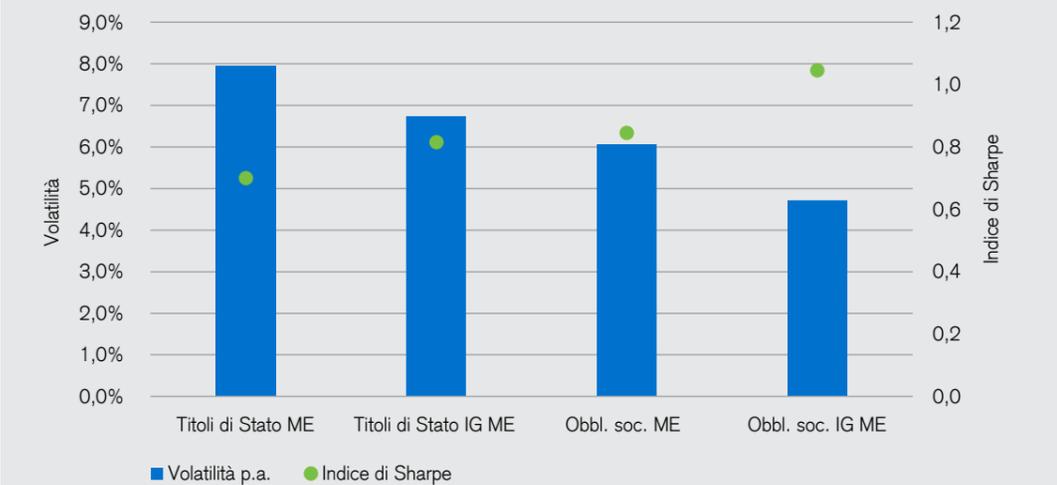
garantiscono che i rischi complessivi siano limitati; negli ultimi dieci anni, questo ha generato la volatilità più bassa e i rendimenti corretti per il rischio più elevati tra i principali investimenti in debito dei mercati emergenti (cfr. Figura 13). Un attento esame della composizione dell'universo sottostante ci spiega, in parte, la ragione.

Figura 12 – Gli investitori dell'universo EMD sono ben remunerati per il rischio di credito



Fonte BofA Securities. Dati al 30.06.2020 (leva netta) e al 31.12.2020 (spread)

Figura 13 – Interessante profilo rischio/rendimento delle obbligazioni corporate IG dei mercati emergenti rispetto ad altre obbligazioni dei mercati emergenti denominate in dollari USA



Fonte Bloomberg, JP Morgan, Credit Suisse. Periodo: 31.12.2010–31.12.2020

Utilizziamo il JP Morgan CEMBI Broad Diversified High Grade Index perché è il benchmark generalmente impiegato dai fondi di obbligazioni corporate dei mercati emergenti di qualità investment grade. Dal punto di vista del rischio, ha senso iniziare a guardare alla composizione dell'indice per paese in quanto il rating sul particolare emittente sovrano rappresenta di solito la valutazione massima cui molte società possono ambire. Esistono eccezioni per le grandi società private globali, con fondamentali creditizi solidi, che possono avere un rating più alto di quello assegnato al rispettivo paese.

Secondo la classificazione della Banca Mondiale, oltre il 50% dei paesi rappresentati nell'indice sono considerati "ad alto reddito" (cfr. Figura 14) e, di conseguenza, ricadono nel medesimo gruppo delle economie sviluppate. In genere, questi paesi emergenti hanno visto migliorare sensibilmente la qualità del proprio rating e, attualmente, condividono con le economie sviluppate molto più di quanto non si pensi. Inoltre, circa il 37% delle

società comprese nell'indice è posseduto in parte dai rispettivi governi i quali, all'occorrenza, dovrebbero fornire loro sostegno finanziario. Aziende quali Saudi Aramco e Gazprom sono gli esempi più eclatanti.

Dal punto di vista regionale, poco meno della metà dell'esposizione è verso emittenti asiatici. America Latina e Medio Oriente hanno un'allocazione di poco superiore al 20% ciascuno e il resto è soprattutto destinato all'Europa orientale. L'esposizione nei confronti dell'Africa è limitata a pochissimi emittenti, per lo più istituzioni sovranazionali, dato il requisito di rating investment grade. Oltre all'allocazione regionale, la metodologia dell'indice assicura un'ampia diversificazione geografica, dove la Cina – il paese di maggiori dimensioni – ha un'allocazione di poco superiore al 10%. Tutte queste caratteristiche fanno sì che l'esposizione sia ben diversificata, con un effetto automatico di stabilizzazione del rischio di credito dovuto al requisito minimo di rating investment grade.

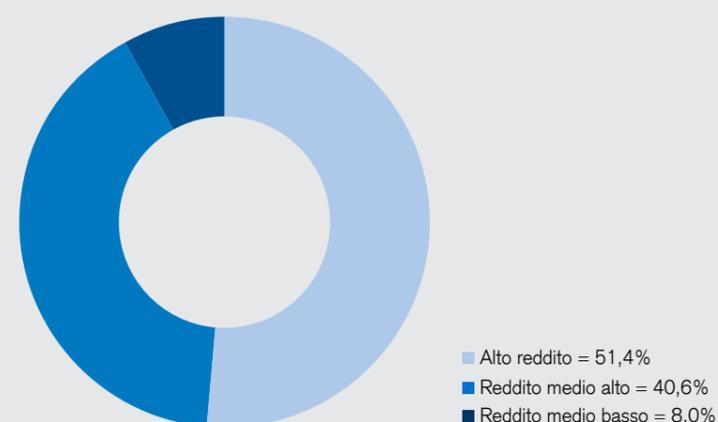
In un contesto di rendimenti ai minimi storici, siamo convinti che le obbligazioni corporate dei mercati emergenti investment grade possano essere anche un'eccellente alternativa agli investimenti in obbligazioni corporate statunitensi ed europee. In effetti, investire significa confrontare il rapporto rischio/rendimento specifico delle alternative disponibili. Partendo dai rischi, possiamo utilizzare il rating medio di un indice specifico. Ad esempio, il Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index, che investe in emittenti investment grade, ha un rating medio di A-. Viceversa, il JP Morgan CEMBI Broad Diversified High Grade Index ha un rating medio inferiore di una tacca a BBB+, cioè solo leggermente al di sotto della qualità creditizia complessiva. Gli indici obbligazionari investment grade dei mercati sviluppati hanno in genere una duration più lunga rispetto al credito dei mercati emergenti.

Un investitore avrà bisogno di guardare allo spread creditizio per capire qual è la remunerazione del rischio specifico che assume. Come si evince dal grafico, le imprese dei mercati emergenti investment grade hanno in genere

offerto un premio interessante rispetto alle omologhe statunitensi. La situazione è simile per l'esposizione al credito europeo. Pertanto le obbligazioni corporate dei mercati emergenti investment grade possono essere interessanti anche per gli investitori che attualmente sono esposti prevalentemente al segmento societario dei mercati sviluppati. Sostituire parte di questa allocazione può generare un aumento complessivo della redditività, mantenendo sostanzialmente inalterata la qualità del credito.

Lo scoppio della pandemia di COVID-19 e il programma di acquisti di obbligazioni corporate da parte della Federal Reserve statunitense hanno in genere provocato un aumento dello spread creditizio in termini relativi. Come illustra la Figura 15, il premio del segmento investment grade dei mercati emergenti rispetto a quello societario statunitense era relativamente stabile prima della pandemia di COVID-19, in media appena al di sotto dei 90 pb dal 2017 al 2019. Per gli investitori che operano in euro, vanno considerati anche i costi di copertura che dipenderanno in larga misura dai tassi della Banca centrale europea e della Federal Reserve statunitense. La Figura 16 mostra il premio di rendimento storico delle obbligazioni corporate investment grade dei mercati emergenti (con copertura in euro) rispetto alle obbligazioni corporate investment grade denominate in euro.

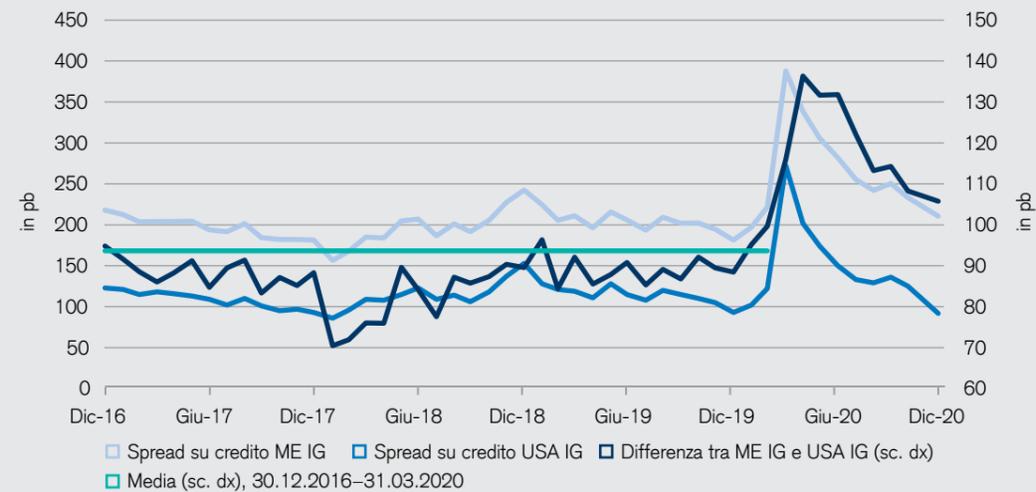
Figura 14 – Classificazione dell'universo IG dei mercati emergenti stilata dalla Banca Mondiale



Fonti Banca Mondiale, JP Morgan, Credit Suisse. Dati al 31.10.2020

“  
Negli ultimi dieci anni le obbligazioni corporate investment grade dei mercati emergenti hanno registrato la più bassa volatilità e i più alti rendimenti corretti per il rischio offerti dai principali investimenti EMD.

**Figura 15 – Differenza degli spread creditizi tra titoli societari IG dei mercati emergenti e statunitensi**



Fonte JP Morgan, Bloomberg, Credit Suisse. Dati al 31.12.2020

**Figura 16 – Differenza degli spread creditizi tra titoli societari IG dei mercati emergenti con copertura in euro e obbligazioni IG europee**



Fonte JP Morgan, Bloomberg, Credit Suisse. Dati al 31.12.2020

A nostro avviso, gli aspetti illustrati in precedenza mostrano chiaramente che, per gli investitori statunitensi ed europei, le società dei mercati emergenti investment grade possono rappresentare un'integrazione conveniente e diversificata dell'esposizione creditizia attualmente in essere nei confronti dei mercati sviluppati. Per definizione, l'enfasi sulle emissioni investment grade esclude i titoli high yield più rischiosi e offre al contempo un premio di rendimento allettante rispetto alle obbligazioni dei mercati sviluppati di pari qualità.

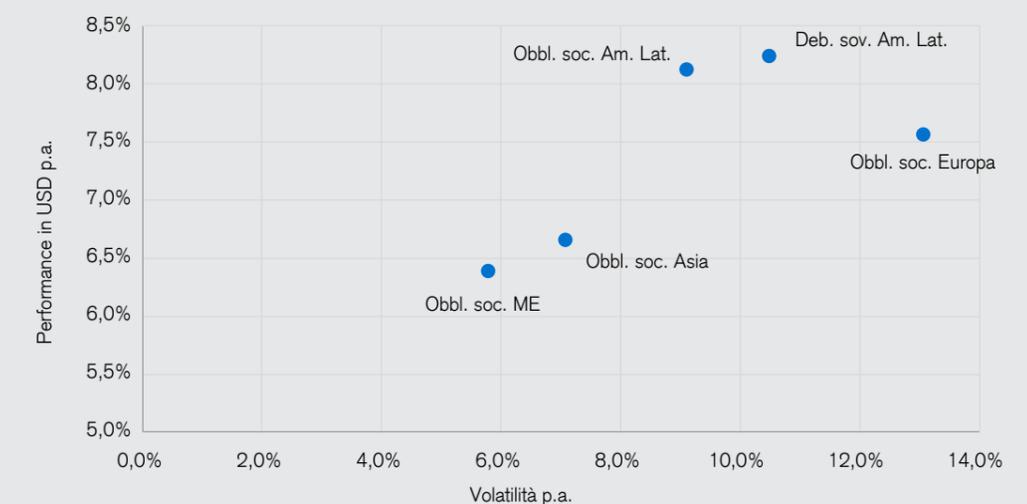
**Obbligazioni corporate latino-americane**

Il Brasile e il Messico hanno una storia lunga e articolata nell'area dei mercati emergenti. Di conseguenza, le imprese di questi paesi – e, per estensione, di tutta l'America Latina – hanno accumulato dati storici significativi e una vasta esperienza nell'emissione di debito in contesti economici diversi.

Quando si investe in obbligazioni corporate latino-americane, ci si preoccupa prevalentemente del rischio idiosincratco. Gli investitori devono esaminare scrupolosamente i fondamentali aziendali, soprattutto perché i governi tendono a offrire un sostegno finanziario relativamente modesto in questa particolare regione.

Storicamente, le obbligazioni corporate latino-americane offrono rendimenti vigorosi, come illustra la Figura 17. Tenendo conto della volatilità storica, anche i rendimenti corretti per il rischio registrati in passato sono molto solidi. Solo i titoli di Stato di questa regione hanno generato un rendimento leggermente superiore, ma con una duration molto più lunga rispetto alle obbligazioni corporate, e con una maggiore volatilità. Pertanto, riteniamo che questo segmento di mercato offra una remunerazione del rischio relativamente migliore.

**Figura 17 – Confronto delle performance in rapporto alla volatilità**



Fonte Bloomberg, Credit Suisse. Periodo: 30.04.2002–31.12.2020

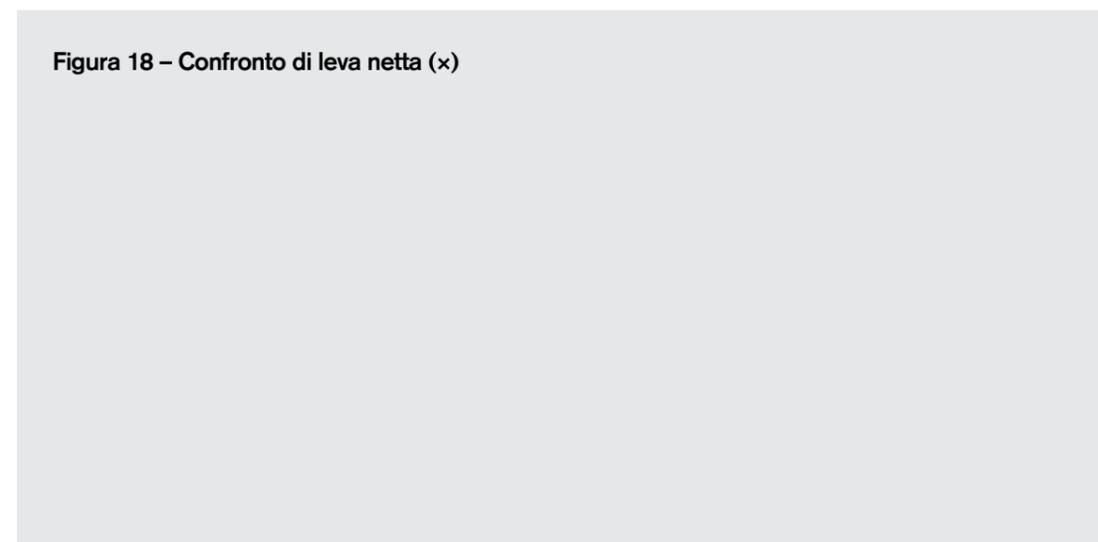
La regione latino-americana offre una gamma diversificata di emittenti. 14 settori e 17 paesi, che rappresentano tutti i livelli di rating, offrono ai gestori attivi opportunità interessanti. Nel solo settore delle materie prime, petrolio e gas, oro, argento, minerale di ferro, rame, soia, carta e polpa di dissoluzione, carne e prodotti della carne hanno tutti un ruolo di primo piano.

Poco più della metà delle aziende in questa regione si trova nel segmento high yield e molte di esse hanno sede in paesi ad alto rendimento. Il loro rating è spesso condizionato dai limiti paese indicati in precedenza. In taluni casi, con

aziende attive a livello internazionale e/o orientate alle esportazioni, o società di grandi dimensioni con fondamentali molto solidi, le agenzie di rating esercitano il loro potere discrezionale assegnando un rating superiore rispetto a quello del paese. In ogni caso, in genere un paese con rating basso comprimerà il rating di una società con fondamentali solidi, una dinamica che genera possibilità interessanti per l'investitore.

La Figura 18 mostra i solidi fondamentali delle aziende latino-americane, soprattutto nel segmento high yield.

**Figura 18 – Confronto di leva netta (x)**



Fonti BofA Securities, Credit Suisse. Dati al 30.06.2020

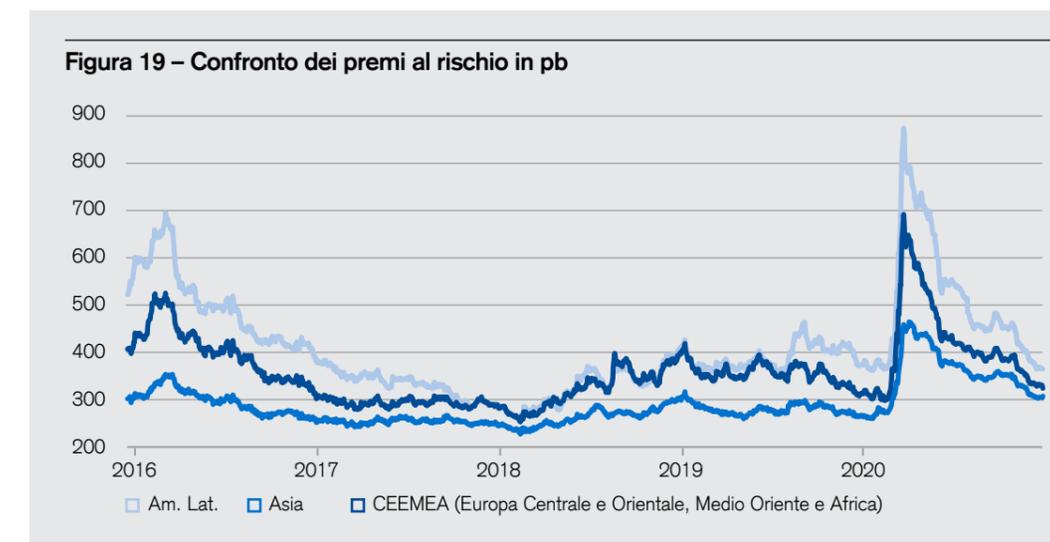
Attualmente, numerosi fattori giocano a favore delle aziende della regione e prefigurano per il futuro un contesto positivo per gli investimenti. Le imprese latino-americane hanno superato il banco di prova delle crisi e sono uscite bene dalla pandemia di COVID-19. Questa crisi ha persino creato dei vincitori. I produttori di carne, ad esempio, non solo non hanno subito ripercussioni negative, ma sono riusciti a espandere la propria attività in quanto esportano la maggior parte dei prodotti.

Molte imprese hanno ora un'impronta globale e buona parte del loro fatturato è in dollari USA. Sempre più frequentemente, gli emittenti coprono

gli interessi debitori e il capitale in dollari USA. Inoltre, le passività a breve termine sono spesso rifinanziate precocemente quando si presentano finestre di opportunità sul mercato, il che genera solidi profili di scadenze in tutta la regione.

Infine, per rispondere alle esigenze degli investitori, le imprese latino-americane offrono un elevato grado di trasparenza – ad esempio, sotto forma di rapporti trimestrali standardizzati – caratteristiche che non è facile trovare in altri mercati emergenti. Ciò consente al gestore attivo di distinguere tra timori a livello di singola azienda e timori connessi al quadro macroeconomico o alle politiche.

**Figura 19 – Confronto dei premi al rischio in pb**



Fonte JP Morgan, Bloomberg, Credit Suisse. Dati al 31.12.2020

In sintesi, possiamo dire che gli investimenti in aziende latino-americane sono ben remunerati. In primo luogo, data l'alta sensibilità al rischio idiosincratico, le imprese latino-americane offrono in genere premi al rischio superiori rispetto ad altre regioni del mondo, come si vede dalla Figura 19. In secondo luogo, godono di fondamentali solidi.

Questo mix positivo ha portato a rendimenti superiori alla media all'interno dell'universo societario dei mercati emergenti. Per i gestori attivi, la classe di attivi offre un'ampia gamma di opportunità d'investimento idiosincratice interessanti, che consentono di ottenere rendimenti robusti sostenuti da un'ampia diversificazione.

Tutto si gioca sulla sostenibilità, affermazione particolarmente vera nel mondo degli investimenti. Un numero sempre crescente di investitori privati e istituzionali tiene conto degli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG). Sebbene molti approcci all'investimento sostenibile non distinguano tra investimenti nei mercati sviluppati ed emergenti, le notevoli differenze esistenti tra questi due universi – non solo in termini di disponibilità di informazioni e di copertura di dati ESG, ma anche di trasparenza – condizionano le decisioni quotidiane. Mentre in Europa, e in minor misura in Nord America, si sono fatti molti passi avanti in materia di norme ESG, alcune imprese dei mercati emergenti sono in ritardo rispetto alle omologhe dei mercati sviluppati. Ciò vale in particolare per le aziende a bassa e media capitalizzazione dei mercati emergenti, che sono spesso, almeno parzialmente, possedute da famiglie o gestite da imprenditori. Inoltre, le small e mid cap dei mercati emergenti tendono a risentire in misura maggiore delle cattive relazioni con gli investitori e delle tante problematiche in materia di corporate governance.

L'approccio più utilizzato all'investimento sostenibile è la definizione e l'introduzione delle esclusioni. L'obiettivo è escludere quei settori e industrie che hanno effetti negativi sulla nostra società e l'ambiente. In genere la maggior parte degli investitori e dei gestori patrimoniali punta il dito contro i produttori di tabacco e di armi e, più recentemente, contro un numero sempre crescente di imprese coinvolte nella produzione non convenzionale di petrolio e gas e di carbone termico (produzione di carbone e generazione di elettricità dal carbone). Sebbene le imprese dei mercati sviluppati abbiano cominciato a ridurre la propria esposizione al carbone e iniziato a trasformare i loro modelli operativi per diventare fornitori di energia rinnovabile, molti produttori di carbone sono ancora domiciliati nei mercati emergenti.

L'investimento sostenibile, tuttavia, va ben oltre le esclusioni. I principali indicatori ESG possono fornire informazioni aggiuntive sui rendimenti e i rischi potenziali associati alle decisioni d'investimento e stanno sempre più integrando l'analisi tradizionale basata sui fondamentali. L'integrazione di specifici dati ESG settoriali nel processo d'investimento consente di avere un panorama differenziato delle imprese, il che dovrebbe incidere positivamente sulla performance nel lungo termine.

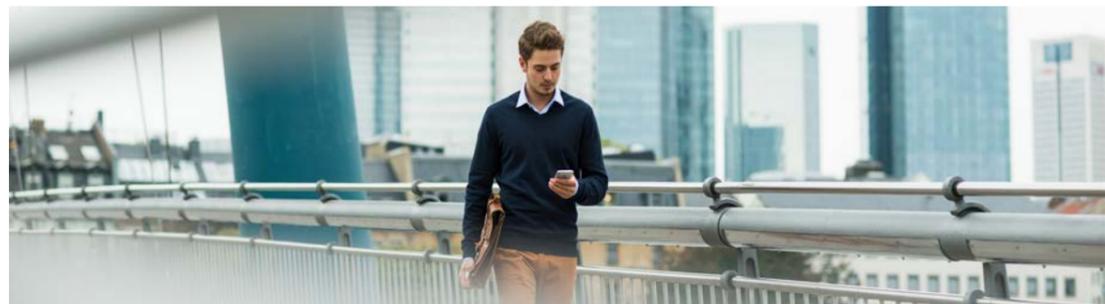
Molti approcci ESG si concentrano prevalentemente su questioni sociali e ambientali; tuttavia il fattore decisivo in termini di impatto sulla performance è la "G" dell'acronimo, ossia la governance.

“  
**Un numero sempre crescente di investitori privati e istituzionali tiene conto degli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG).**



### Il fattore G

Sul versante azionario, sono diversi anni che gli indici di sostenibilità dei mercati emergenti hanno sovraperformato notevolmente gli indicatori tradizionali.<sup>6</sup> L'analisi ha mostrato che ciò è dovuto prevalentemente ai livelli comparativamente bassi di governance nei mercati emergenti, che hanno fatto sì che le imprese fallissero, fossero coinvolte in scandali legati alla corporate governance o esposte a frodi e truffe. Poiché per le obbligazioni corporate dei mercati emergenti non esistono ancora indici a larga diffusione, non c'è una fonte oggettiva rispetto alla quale verificare gli investimenti a reddito fisso. Ciò nonostante, l'esperienza ha dimostrato che bisognerebbe esaminare accuratamente le imprese che hanno una cattiva governance e riflettere bene prima di avviare un investimento. Inoltre, l'analisi non deve focalizzarsi solo sui problemi di governance delle imprese ma estendersi anche ai paesi in cui operano. In alcuni casi, anche il legame tra mercato privato e politiche pubbliche potrebbe avere una grande rilevanza.



### Ricerca integrata ed engagement

Esistono due modi per avere successo quando si investe nei mercati emergenti. Il primo è eseguire una ricerca rigorosa e l'altro è interagire con il management aziendale. Il nostro approccio è combinarli entrambi: analisi macroeconomica e fondamentale dell'azienda specifica, integrata dall'analisi del rischio di sostenibilità e da un dialogo costante. La nostra ricerca fondamentale bottom-up esamina tutte le informazioni pertinenti, compresi i rischi e gli aspetti legati alla sostenibilità – prevalentemente i rischi giuridici – la trasparenza della catena di approvvigionamento e i rischi operativi e reputazionali.

Per quanto riguarda il coinvolgimento con le aziende, seguiamo due approcci diversi: engagement individuale ed engagement collaborativo. Valutiamo le società caso per caso, il che significa che il nostro engagement individuale è estremamente focalizzato su aspetti e problemi aziendali specifici. Una volta identificati, ne discutiamo in incontri privati con il team dirigenziale, il consiglio di amministrazione o anche con gli stakeholder di controllo. Per quanto attiene all'engagement collaborativo, Credit Suisse Asset Management aderisce a Climate Action 100+, un'iniziativa di coinvolgimento degli investitori che ha l'obiettivo di ridurre le emissioni di gas serra e combattere il cambiamento climatico.

# Casi di studio

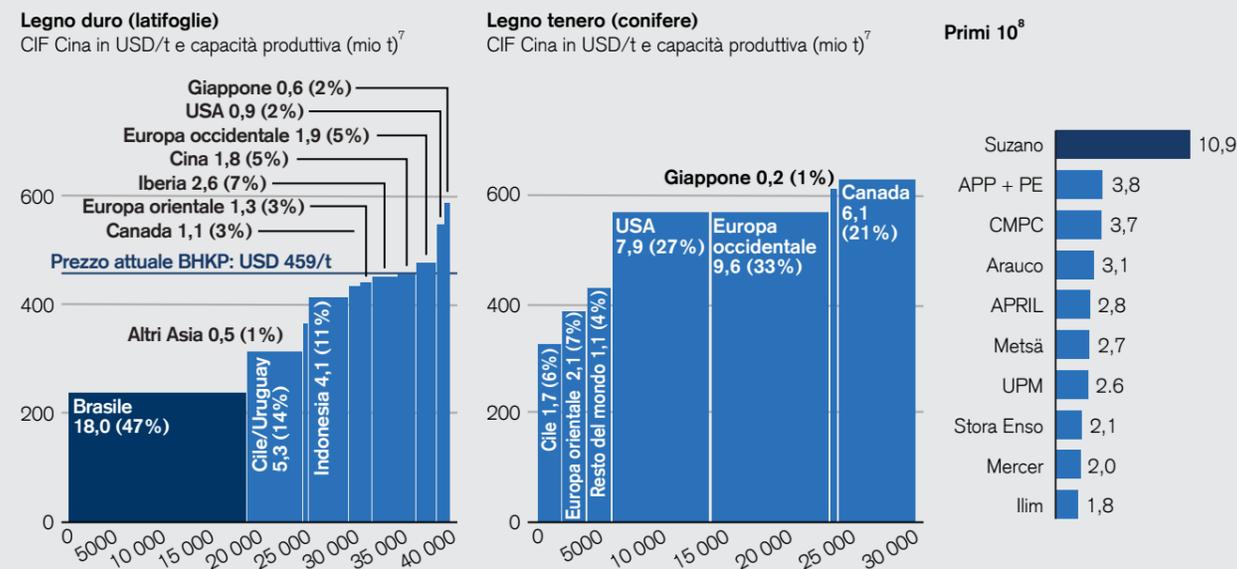
I casi di studio che seguono mirano a illustrare alcuni aspetti evidenziati in precedenza, con l'ausilio di esempi pratici. L'universo aziendale dei mercati emergenti offre un'ampia gamma di opportunità in imprese ubicate in molti paesi diversi. Questo è un punto importante in quanto i premi per il rischio paese dipenderanno anche dalle caratteristiche del paese stesso (politica fiscale, quadro istituzionale ecc.).

### Esempio pratico 1: Suzano

La società brasiliana Suzano è il maggior produttore mondiale di pasta di cellulosa (cfr. Figura 20), con una capacità produttiva di 11 milioni di tonnellate di kraft di legno di eucalipto sbiancato. È anche il primo produttore brasiliano di carta patinata e non – per scrittura e stampa – e di cartone. Più dell'80% dei

ricavi di Suzano è generato dalle esportazioni di pasta di cellulosa, diversificate a livello globale. Oltre alla sua posizione di leader nella pasta di cellulosa, Suzano ha anche il vantaggio di costi di produzione relativamente bassi. Vanta un alto livello di integrazione verticale, con notevole autosufficienza per la fibra di legno e l'energia, e ha localizzato gli impianti di produzione pasta di cellulosa in prossimità della sua foresta e delle strutture portuali. Il fatto di essere localizzata in Brasile offre condizioni quasi ideali per realizzare piantagioni di alberi estremamente efficienti, il che conferisce alla società un vantaggio sostenibile sui costi della fibra e la produzione della pasta. La famiglia Feffer resta il maggiore azionista di Suzano, con una partecipazione del 45,3% circa. Il flottante è il 53,4%. Le azioni della società sono quotate su B3 e NYSE.

Figure 20 – Struttura di costo di legno duro e tenero e primi 10 produttori



<sup>7</sup> Fonte: Hawkins Wright, settembre 2020 <sup>8</sup> Capacità produttiva di pasta di cellulosa compresi i volumi di legno duro e tenero. Fonte: Hawkins Wright, giugno 2020

**Considerazione dei fattori ESG**

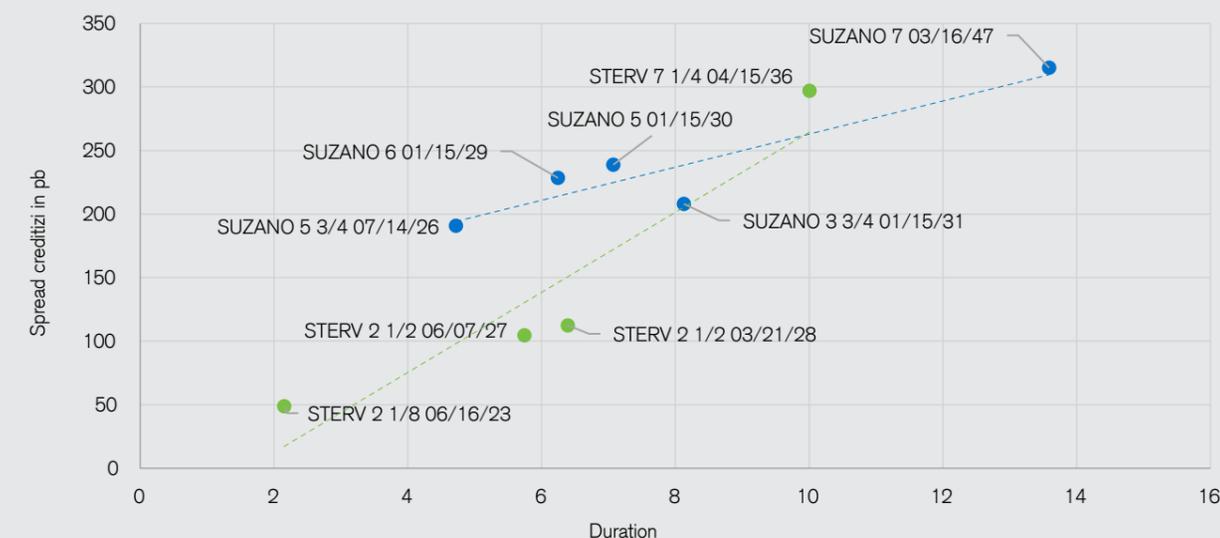
L'elemento di spicco del profilo aziendale di Suzano è l'attivo forestale, di cui la società si prende cura coltivando gli alberi con un approccio sostenibile, nonché la politica di disboscamento zero e il mantenimento di un alto grado di biodiversità nelle superfici coltivate. Suzano ha anche emesso una obbligazione legata alla sostenibilità il cui programma-quadro stabilisce un target di riduzione delle emissioni di gas serra con un aumento del tasso di interesse qualora la società non dovesse raggiungere il suo obiettivo. Inoltre, la società si impegna a ridurre il prelievo di acqua del 15%, ad aumentare le esportazioni di energia rinnovabile del 50%, a ridurre le emissioni specifiche del 15% e a ridurre le scorie industriali inviate in discarica del 70% entro il 2030.

Suzano mira a integrare la sua visione di sostenibilità nelle prassi di gestione aziendale e a creare collegamenti tra sostenibilità e innovazione. La società pubblica rapporti di sostenibilità da oltre 10 anni.

Questa azienda è un esempio di rating creditizio superiore a quello del paese in cui opera, in questo caso grazie all'alta quota di ricavi generata dalle esportazioni. Il Brasile (BB/BB-) ha un rating inferiore a quello di Suzano (BBB-/BBB-) ed è un caso che suffraga la tesi di prediligere i titoli societari rispetto ai titoli di Stato. Inoltre, come dimostra il vantaggio competitivo di Suzano, le imprese dei mercati emergenti offrono un'ampia gamma di interessanti opportunità d'investimento rispetto ai mercati sviluppati, come illustrano le figure 21 e 22.



**Figura 21 – Suzano e Stora Enso (STERV) a confronto: spread creditizi vs duration**



Fonte Bloomberg, Credit Suisse. Dati al 31.12.2020

**Figura 22 – Suzano e Stora Enso (STERV) a confronto: dati salienti**

	Suzano	Stora Enso (STERV)
Paese di domicilio	Brasile	Finlandia
Cap. di mercato (in mio di USD)	12 879	12 775
Ricavi LTM* in mio di USD	6204	9870
EBITDA LTM* in mio di USD	3500	2039
Indebitamento netto/EBITDA	4,5x	1,7x
Rating S&P/Fitch/Moody's	BBB-/BBB-/Ba1	- / BBB- / Baa3

\* LTM = Last twelve months (ultimi dodici mesi).

Fonte Bloomberg. Dati al 19.11.2020 (capitalizzazione di mercato e rating) e al 30.09.2020 (ricavi, EBITDA, leva netta).

**Esempio pratico 2: Saudi Arabian Oil Company (Saudi Aramco) e Exxon Mobil a confronto**

Questo esempio illustra il legame e l'impatto tra una società strategicamente importante e il paese specifico in cui opera. Mostra che il premio per il rischio paese può rappresentare una parte considerevole del premio al rischio di credito complessivo. Questo, in tempi difficili, può creare opportunità interessanti rispetto alle aziende dei paesi sviluppati, specie quando si considerano i parametri di credito sottostanti. In un'ottica puramente ESG, Saudi Aramco – che ha un rating MSCI ESG di BB – ha un merito di credito appena inferiore a quello di Exxon Mobil (BBB). Se concentriamo l'attenzione solo sull'intensità delle emissioni, Saudi Aramco ha dati leggermente migliori di quelli di Exxon.

Saudi Aramco è una multinazionale saudita del petrolio e del gas naturale, con sede a Dhahran, in Arabia Saudita. È al secondo posto nel mondo per dimensione di riserve di petrolio grezzo accertate e nell'universo delle società petrolifere è quella che vanta la maggiore produzione giornaliera. La società era posseduta al 100% dal Regno dell'Arabia Saudita fino al 2019, quando ha venduto in una IPO una partecipazione dell'1,5%. Sebbene la quota del governo resti molto alta, al 98,5%, questa IPO ha provocato la migrazione della società dall'EM Hard Currency Sovereign Index (JP Morgan EMBI) all'EM Corporate Index (JP Morgan CEMBI). Si tratta dunque di un valido esempio di società posseduta in maggioranza dallo Stato e che verosimilmente gode di un sostegno pubblico implicito se necessario, ma che fa parte dell'universo aziendale dei mercati emergenti perché non è controllata al 100% dall'autorità statale.

La pandemia di COVID-19 nel 2020 ha portato a una brusca flessione del prezzo del petrolio. Sebbene l'Arabia Saudita abbia, come paese, fondamentali relativamente solidi che trovano riscontro nel rating A1 di Moody's, il fatto che dipenda fiscalmente dalle entrate petrolifere ha prodotto una brusca correzione del premio per il rischio paese. Di conseguenza, gli spread creditizi di Saudi Aramco si sono ampliati notevolmente rispetto ad altri produttori petroliferi quali Exxon Mobil (cfr. Figura 24). Una semplice analisi dei fondamentali creditizi fa emergere un punto interessante. Come illustra la Figura 23, Aramco ha palesemente fondamentali creditizi migliori della sua omologa statunitense. Il rating più basso è solo dovuto al fatto che la proprietà statale pone un limite superiore al suo merito di credito.

Dal punto di vista meramente commerciale, Aramco vanta costi di estrazione petrolifera tra i più bassi del mondo – che si traducono in un margine EBITDA di gran lunga superiore a quello di Exxon Mobil – e ha di conseguenza un modello operativo molto più remunerativo anche quando i prezzi del petrolio sono molto bassi. Come si vede dalla Figura 24, malgrado ciò lo spread relativo rispetto a Exxon Mobil all'apice del ribasso del mercato era di quasi 150 pb. Distorsioni di questo genere possono verificarsi durante gravi turbolenze dei mercati; la relazione di solito si normalizza quando il mercato si riprende.

**Figura 23 – Saudi Aramco e Exxon Mobil a confronto: dati salienti**

	Saudi Arabian Oil Company	Exxon Mobil Corporation
Paese di domicilio	Arabia Saudita	Stati Uniti d'America
Cap. di mercato (in mrd di USD)	1879	295
Ricavi in mrd di USD	294,77	213,86
Margine EBITDA	65,6%	10,7%
Indebitamento netto/EBITDA	-0,09x	1,55x
EBITDA/interessi passivi	147,0	38,5
Rating S&P/Fitch/Moody's	-/A/A1	AA-/Aa1

Fonte Bloomberg. Dati al 31.12.2019

**Figura 24 – Saudi Aramco e Exxon Mobil a confronto: spread creditizi**



Fonti Bloomberg, Credit Suisse. Dati al 31.12.2020



# Perché investire?

---

Siamo convinti che tutti gli investitori dovrebbero considerare di inserire le obbligazioni corporate dei mercati emergenti nella loro allocazione obbligazionaria. Come mostrato in questo articolo, lo scenario ha subito notevoli mutamenti nel corso degli anni. La classe di attivi è diventata matura e molti mercati emergenti hanno completato il percorso e sono, ormai, emersi. A nostro avviso, ignorando le obbligazioni corporate dei mercati emergenti gli investitori priverebbero i loro portafogli di una gamma ampia e interessante di opportunità. Ciò vale per gli investitori che scommettono esclusivamente sui titoli di Stato dei mercati emergenti (in dollari USA o valuta locale) e per coloro che investono in obbligazioni corporate dei mercati sviluppati.

I mercati emergenti hanno realizzato sviluppi importanti e acquisito grande rilevanza al punto che, oggi, molti paesi che ancora rientrano in quella categoria non rispondono più ai criteri iniziali. La classe di attivi in quanto tale è cresciuta notevolmente e si è trasformata in un universo molto più diversificato. Ciò si evince dalla volatilità nettamente inferiore delle obbligazioni corporate dei mercati investment grade rispetto a qualche anno fa e dagli allettanti rendimenti corretti per il rischio offerti negli ultimi anni.

Sebbene investire nei mercati emergenti comporti rischi aggiuntivi rispetto ai mercati sviluppati, soprattutto per quanto attiene alla corporate governance e al quadro istituzionale, le imprese dei mercati emergenti offrono in cambio uno spread creditizio maggiore. Questo è addirittura più consistente se teniamo conto che spesso le imprese dei mercati emergenti hanno una leva netta minore delle omologhe dei mercati sviluppati appartenenti alla stessa fascia di rating. Inoltre, molte imprese dei mercati emergenti hanno ancora il beneficio della parziale partecipazione statale alla proprietà e, di conseguenza, un sostegno pubblico implicito.

## **Il nostro team e le nostre soluzioni**

Credit Suisse Asset Management offre agli investitori un'ampia esposizione a diverse strategie su obbligazioni corporate dei mercati emergenti con enfasi sulle valute forti. Incentrate su mercati emergenti globali e regioni specifiche, come America Latina e Asia, tali strategie vantano solidi track record rispetto al benchmark e al gruppo di riferimento. Il nostro team di gestione degli investimenti è composto da 15 professionisti di lunga esperienza che operano da Zurigo, Singapore e Hong Kong e seguono un processo di investimento disciplinato che coniuga analisi di tipo top-down e bottom-up per realizzare portafogli ben diversificati per regioni, paesi e settori.

Per saperne di più sulle nostre competenze in materia di debito dei mercati emergenti contattate il vostro referente locale di Credit Suisse.

# Approfittate della nostra competenza nel debito dei mercati emergenti



## Esperienza

Esperienza consolidata negli investimenti nel debito dei mercati emergenti a partire dal 2005



## Approccio

Combinazione di strategia macro top-down e accurata selezione dei titoli bottom-up



## Soluzioni

Ampio spettro di opportunità nel debito dei mercati emergenti, con un patrimonio gestito di oltre 15 mrd di dollari USA<sup>9</sup>



## Team

Team di gestione di grande esperienza con sede a Zurigo, Singapore e Hong Kong



## Rischio

Monitoraggio attivo e gestione del rischio



## Performance

Rating di cinque stelle assegnati da Morningstar ai nostri prodotti di punta<sup>9</sup>



<sup>9</sup> Dati al 31.12.2020



Per maggiori informazioni invitiamo a rivolgersi al proprio relationship manager.

Fonte: Credit Suisse, se non altrimenti specificato.

Se non diversamente specificato, le illustrazioni fornite nel presente documento sono state allestite da Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate con la massima cura e secondo scienza e coscienza.

Questo materiale è stato redatto da CREDIT SUISSE GROUP AG e/o dalle sue società affiliate ("Credit Suisse").

Viene fornito unicamente a scopo informativo e illustrativo, non costituisce alcuna forma di pubblicità, valutazione, ricerca d'investimento, ricerca di raccomandazioni, raccomandazioni d'investimento o informazioni al fine di raccomandare o suggerire una strategia d'investimento e non contiene analisi finanziarie. Inoltre non rappresenta un invito o un'offerta al pubblico o a privati a sottoscrivere o acquistare prodotti o servizi. Nell'ottica summenzionata, i benchmark sono impiegati unicamente a scopo comparativo. Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite esclusivamente in qualità di commento generale e non costituiscono in alcun modo forme di raccomandazione personale, consulenza d'investimento, consulenza o raccomandazione legale, fiscale, contabile o di altro tipo né alcuna altra forma di servizio finanziario. Il presente documento non prende in considerazione gli obiettivi d'investimento, la situazione o le esigenze finanziarie ovvero le conoscenze e l'esperienza di qualsivoglia persona. Le informazioni fornite non sono intese in nessuna forma come base sulla quale effettuare decisioni di investimento, cessione o conservazione di attività. Credit Suisse raccomanda a ogni persona potenzialmente interessata agli elementi descritti nel presente documento di richiedere informazioni e consulenze pertinenti (che includano i rischi, senza limitarsi ad essi) prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite contestualmente al momento della redazione e potrebbero non risultare più aggiornate al momento della loro ricezione o del loro accesso da parte del lettore.

Sono soggette a variazioni in qualsiasi momento senza preavviso o obbligo di aggiornamento. Ove il presente materiale contenga affermazioni sulle performance future, queste hanno natura previsionale e sono soggette a rischi e incertezze. È importante notare che rendimenti storici, performance passate e scenari dei mercati finanziari non sono indicatori affidabili per i redditi futuri. È sempre possibile subire perdite significative. Questo materiale non è rivolto né pensato per essere distribuito o utilizzato da qualsiasi persona o entità che sia cittadino o residente o che si trovi in qualsivoglia giurisdizione nella quale tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo siano contrari alla legge o ai regolamenti applicabili o sottopongano Credit Suisse a qualsivoglia requisito di deposito o licenza all'interno di detta giurisdizione. Il destinatario è informato circa la possibile esistenza di una relazione commerciale tra l'entità legale a cui si fa riferimento nel presente documento e un'entità facente parte di Credit Suisse e circa l'impossibilità di escludere l'insorgenza di potenziali conflitti d'interesse da detta relazione. Questo documento è stato preparato da fonti ritenute attendibili da Credit Suisse, ma non viene fornita alcuna garanzia in merito alla loro correttezza o alla loro completezza. Credit Suisse può fornire, o aver fornito nei 12 mesi precedenti, consulenze significative o servizi d'investimento relativamente a qualsiasi società o emittente menzionati. Il presente documento potrebbe fornire gli indirizzi di o contenere hyperlink a siti web. Credit Suisse non ha esaminato i siti a cui rimandano tali link e declina ogni responsabilità rispetto ai relativi contenuti. Tali indirizzi o hyperlink (compresi indirizzi o hyperlink al materiale del sito web di Credit Suisse) sono forniti unicamente a scopo di fruizione e informazione del cliente e il contenuto dei siti a cui rimandano tali link non è da ritenersi in alcun modo parte del presente documento. L'accesso a tali siti web o la consultazione di detti link presenti in questo documento o sul sito web di Credit Suisse avviene a proprio rischio e pericolo. Il presente documento è concepito esclusivamente per il destinatario a cui Credit Suisse si rivolge. Non ne è consentita la riproduzione, totale o parziale, senza previa autorizzazione scritta da parte di Credit Suisse.

Copyright © 2021 CREDIT SUISSE GROUP AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.