

Allianz Research | 8 Giugno 2026

Oltre la geografia: i mercati emergenti si ridefiniscono con le 4R della resilienza

Ludovic Subran
Chief Investment Officer &
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Bernhard Hirsch
Head of Rates & Emerging
Markets
bernhard.hirsch@allianz.com

Ana Boata
Head of Economic Research
ana.boata@allianz-trade.com

Julia Belousova
Senior Emerging Markets
Strategist
julia.belousova@allianz.com

Lluís Dalmau Taulés
Economist for Africa and
Middle East
lluis.dalmau@allianz-trade.com

Michael Heilmann
Senior Emerging Markets
Strategist
michael.heilmann@allianz.com

Moritz Bartosch
Research Assistant
moritz.bartosch@allianz.com

In sintesi

Il primo shock petrolifero che non mette in ginocchio gli EM. I mercati hanno rivalutato i paesi in base ai loro punti di forza e di debolezza, non più secondo la tradizionale divisione tra mercati emergenti e sviluppati. Questo rafforza un approccio agli investimenti basato sulla resilienza, fondato sulle "4R" – Posizione nelle risorse, Solidità delle riserve, Credibilità dei tassi e Struttura di rifinanziamento – che spiegano sempre meglio le differenze tra paesi. Sebbene mandati istituzionali, benchmark e organizzazione dei team di investimento continueranno nel prossimo futuro a basarsi sulla distinzione EM-DM, gli approcci di costruzione di portafoglio che si affidano principalmente a questa classificazione storica rischiano di diventare progressivamente meno rilevanti.

La nuova distinzione: resilienza contro fragilità, oltre EM-DM. Le economie più dipendenti dalle importazioni energetiche – come Egitto, Romania, Corea del Sud, Grecia e Regno Unito – hanno subito le pressioni più forti sui mercati, mentre i paesi esportatori di materie prime hanno beneficiato di termini di scambio più favorevoli. Anche in uno scenario negativo con prezzi del petrolio oltre i 180 USD al barile, l'impatto maggiore si concentrerebbe proprio sui paesi importatori di energia.

La nuova linea di demarcazione: solidità fiscale, non etichetta. Dal *taper tantrum* del 2013, molti mercati emergenti hanno ricostruito la disciplina fiscale, rafforzato le partite correnti e stabilizzato le traiettorie del debito, affrontando lo shock della guerra con l'Iran con circa 1 punto percentuale di PIL in più di margine fiscale rispetto all'inizio della pandemia. Oggi le economie emergenti rappresentano circa il 60% del PIL globale in termini di parità di potere d'acquisto, rispetto a circa il 40% nel 2000. Le riserve valutarie hanno continuato a rafforzarsi in Medio Oriente, Asia centrale ed Europa emergente, mentre diverse economie avanzate restano intrappolate in disavanzi fiscali persistenti e in un deterioramento delle posizioni esterne.

Mercati emergenti: la politica monetaria raggiunge gli standard dei paesi sviluppati. Il targeting dell'inflazione è ormai la norma nella maggior parte dei principali mercati emergenti, e le loro banche centrali hanno aumentato i tassi in media di 780 punti base nel ciclo successivo alla pandemia, rispetto a circa 400 punti base nei paesi sviluppati, anticipando gli interventi nonostante una crescita più debole. La guerra con l'Iran ha confermato questa convergenza: nessuna grande banca centrale emergente è stata costretta a ricorrere a rialzi di emergenza, controlli sui capitali o misure di stabilizzazione disordinate. La volatilità delle valute emergenti si è ridotta in modo significativo, con diverse valute del G10 che hanno registrato una volatilità maggiore nel periodo 2024-2025. Persistono alcuni casi anomali, in particolare Turchia, Argentina e Nigeria, ma la tendenza generale alla convergenza rimane solida.

La struttura di rifinanziamento ha cambiato profondamente il modo in cui gli shock esterni si trasmettono. La quota di debito in valuta estera si è ridotta di circa 20-40 punti percentuali nei principali paesi, tra cui Brasile, Messico, India, Indonesia e diversi paesi dell'Europa centrale e orientale. Basi di investitori istituzionali domestici più ampie e mercati obbligazionari in valuta locale più sviluppati hanno ridotto la vulnerabilità rispetto al dollaro e alla Fed, trasformando il deprezzamento valutario in un meccanismo di aggiustamento macroeconomico piuttosto che in un fattore di insolvenza. Attualmente, le valute dei mercati emergenti si sono adattate in modo ordinato, senza default diffusi né interventi di emergenza del FMI; anche in uno scenario negativo di ulteriore

inasprimento da parte della Fed e della BCE, l'esito più probabile sarebbe un rallentamento della convergenza, piuttosto che un ritorno a crisi come quelle degli anni '90 o dei primi anni 2010.

La compressione dei premi per il rischio nei mercati emergenti riflette sempre più una convergenza strutturale piuttosto che una sopravvalutazione ciclica. L'extra rendimento del debito in valuta forte EM rispetto al credito comparabile dei paesi sviluppati è in gran parte scomparso su base corretta per il rating. Anche in uno scenario negativo di escalation del conflitto con l'Iran, gli spread del debito EM in valuta forte aumenterebbero probabilmente da circa 178 punti base a circa 235, con un picco intorno ai 280 punti base, livelli nettamente inferiori ai circa 700 punti base raggiunti durante lo shock del Covid-19. Il caso di investimento più interessante nel lungo periodo si trova sempre più nel debito EM in valuta locale, dove rendimenti reali strutturalmente più elevati continuano a offrire performance superiori aggiustate per il rischio rispetto al reddito fisso dei paesi sviluppati.

La linea di demarcazione tra mercati emergenti e sviluppati si sta attenuando

“Emergente” contro “sviluppato” non è solo un’etichetta, ma un’ipotesi di investimento su istituzioni, credibilità delle politiche e distribuzione dei rischi estremi, oggi messa alla prova dalla frammentazione dell’economia globale. La tradizionale distinzione EM-DM è stata una scorciatoia per rappresentare differenze nella solidità delle istituzioni, nella prevedibilità delle politiche e nel grado di fiducia degli investitori nella stabilità delle regole nel tempo. Questi aspetti istituzionali contano perché influenzano inflazione, disciplina fiscale, profondità dei mercati e, in definitiva, il premio per il rischio richiesto dagli investitori. È importante notare che l’esperienza recente dei mercati ha dimostrato che “DM” non significa automaticamente privo di rischio: la volatilità in alcuni mercati obbligazionari governativi dei paesi sviluppati è aumentata sensibilmente dal 2022 e l’incertezza fiscale è diventata un fattore sempre più visibile nel determinare i premi a termine e l’andamento delle curve. Parallelamente, la frammentazione strutturale dell’economia globale – il disaccoppiamento tra Stati Uniti e Cina, il parziale ritiro degli USA dal ruolo di garante dell’ordine internazionale basato su regole, il friendshoring, la regionalizzazione delle catene di approvvigionamento e la crescente divergenza regolamentare tra blocchi – sta iniziando a redistribuire il rischio, spostandolo dall’asse EM-DM verso il posizionamento specifico dei singoli paesi all’interno di un sistema internazionale sempre più competitivo. Queste due dinamiche si rafforzano a vicenda: la credibilità dei paesi sviluppati si sta indebolendo dall’interno, mentre l’architettura globale che in passato premiava il posizionamento nei DM viene riscritta dall’esterno.

Introduzione al framework delle 4R: un’alternativa basata sulla resilienza alla distinzione EM-DM

Nel presente documento organizziamo l’analisi attorno a quattro dimensioni strutturali che spiegano la segmentazione dei mercati tra paesi meglio della tradizionale distinzione EM-DM:

- **Posizione nelle risorse:** dipendenza energetica, esposizione alle materie prime, vulnerabilità a shock nei termini di scambio come la guerra con l’Iran
- **Solidità delle riserve:** disciplina fiscale, saldi esterni, riserve in valuta estera, esposizione a deficit gemelli o tripli
- **Credibilità dei tassi:** indipendenza delle banche centrali, regimi di targetting dell’inflazione, convergenza delle funzioni di reazione della politica monetaria
- **Struttura di finanziamento:** quota di finanziamento in valuta locale, profondità della base di investitori domestici, resilienza ai cicli del dollaro USA e della Fed

L’analisi successiva mappa le evidenze su queste quattro dimensioni del framework delle “4R”.

Una quota ampia e in crescita del debito dei mercati emergenti è scambiata sulla base di fondamentali che somigliano sempre più a quelli dei paesi sviluppati, come banche centrali credibili, migliori riserve esterne e quadri di politica economica solidi, mentre le dinamiche di rischio EM continuano a migliorare. Alcune parti dell’universo dei paesi sviluppati presentano invece punti di debolezza tipici dei mercati emergenti, legati a vincoli politici e deterioramento fiscale. La frammentazione del sistema economico globale rafforza questa convergenza EM-DM, poiché diversi mercati emergenti sono posizionati per beneficiare del riallineamento delle catene di approvvigionamento e dei flussi commerciali, mentre alcune economie sviluppate vedono peggiorare la propria competitività. Allo stesso tempo, la dispersione tra paesi resta elevata, rendendo il concetto di “beta EM” meno utile

rispetto all'identificazione puntuale dei casi in cui i fondamentali giustificano valutazioni simili all'investment grade e di quelli in cui persistono rischi tipici dell'high yield.

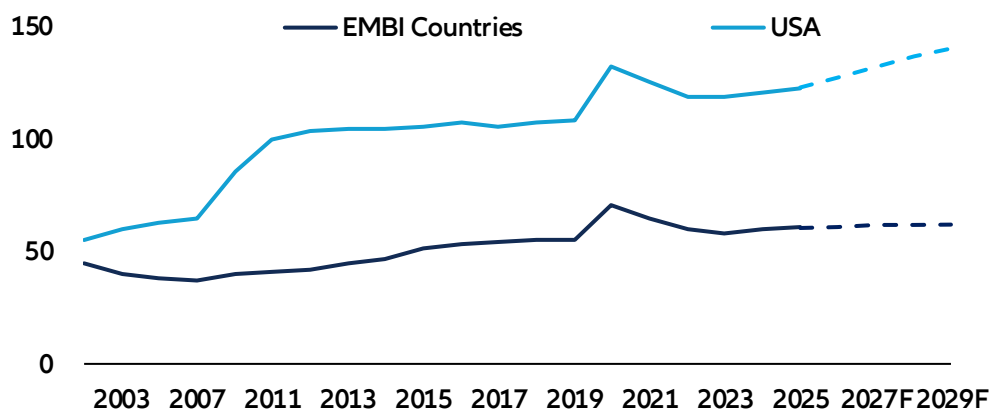
Una differenza concettuale emerge nel debito sovrano EM. Le obbligazioni governative dei mercati emergenti in valuta forte sono, per definizione, un asset con spread, poiché il rischio di default o ristrutturazione non è nullo e deve essere incorporato nel prezzo. Le obbligazioni governative dei paesi sviluppati, invece, così come i titoli sovrani EM in valuta locale, sono generalmente considerate la curva di riferimento "priva di rischio" nella propria valuta. Un cambiamento significativo delle prospettive economiche e politiche di un paese si riflette innanzitutto nei mercati valutari. Gli investitori dovrebbero riconoscere che i premi a termine possono comunque variare in modo rilevante in funzione dell'incertezza sull'inflazione, delle prospettive fiscali e del funzionamento dei mercati, anche in assenza di un rischio di default tradizionale. Per la costruzione del portafoglio, l'implicazione pratica è che gli investitori dovrebbero distinguere tra rischio di spread, rischio di tasso, premio a termine e rischio valutario, evitando di basarsi su etichette quando i fattori di rischio sottostanti stanno cambiando.

Miglioramento dei fondamentali: disciplina fiscale, posizione esterna

Questa sezione analizza le prime due "R" — Posizione nelle risorse e Solidità delle riserve. L'attuale shock rappresenta l'ultimo elemento di un cambiamento strutturale più profondo: la distinzione tra mercati sviluppati ed emergenti si sta attenuando. Instabilità politica, aumento del populismo e finanze pubbliche insostenibili erano tradizionalmente associati ai paesi emergenti, ma negli ultimi anni sono diventati tratti distintivi anche di alcune delle economie più grandi e "sviluppate" del mondo. Sebbene il contesto politico di ciascun paese sia unico, il tema comune è un marcato deterioramento dei fondamentali macroeconomici — una dinamica che la frammentazione globale sta ulteriormente rafforzando, poiché istituzioni più deboli e relazioni commerciali frammentate si alimentano a vicenda in una spirale auto-rinforzante. Oggi, gli evidenti squilibri fiscali negli Stati Uniti e in altre economie avanzate indicano una possibile inversione dell'ordine economico tradizionale, con scarse prospettive di un'inversione significativa.

In netto contrasto con i paesi sviluppati, i mercati emergenti hanno registrato un rafforzamento dei fondamentali nell'ultimo decennio. Spinti dalle turbolenze del *taper tantrum* del 2013, che avevano messo in luce squilibri economici sottostanti, molti paesi emergenti hanno avviato importanti processi di riequilibrio, aumentando la propria resilienza. Anche dopo lo shock della pandemia di Covid-19, molti decisori politici EM hanno mantenuto un approccio fiscale prudente, riportando i saldi primari in surplus in pochi anni, stabilizzando il rapporto debito/PIL su livelli contenuti, migliorando la posizione esterna dei paesi e rafforzando le prospettive di crescita rispetto ai paesi sviluppati.

Figura 1: Debito pubblico lordo delle amministrazioni pubbliche, paesi EMBI e Stati Uniti, 2003–2029F (% del PIL)



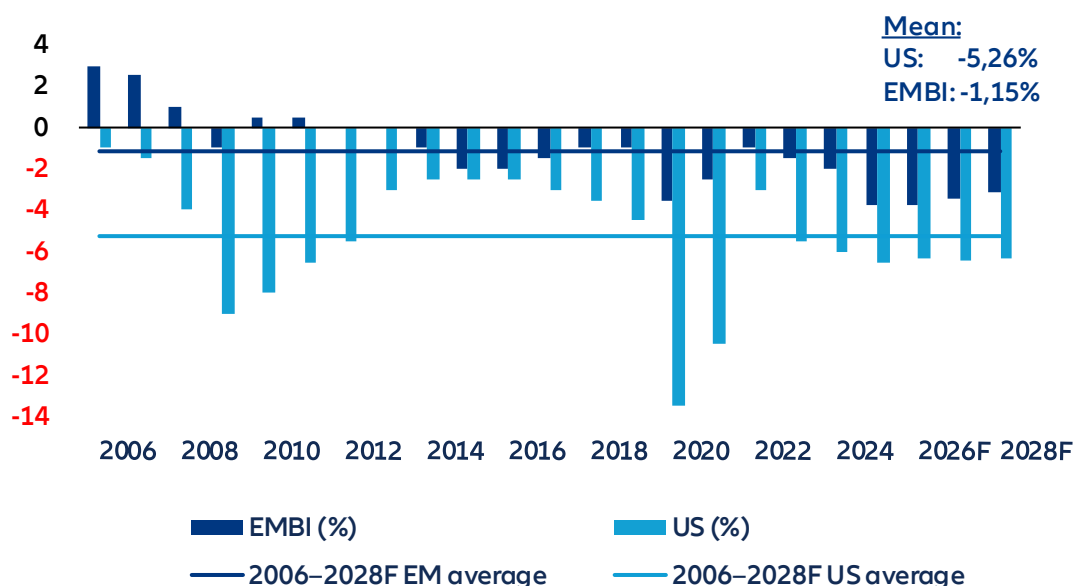
Nota: le linee tratteggiate indicano le previsioni di FMI/Bloomberg.

Fonti: FMI, Bloomberg (stime), Allianz Research

La guerra con l'Iran rappresenta un test concreto della solidità delle riserve. Le prime evidenze suggeriscono che i mercati emergenti hanno affrontato questo shock con un margine di manovra maggiore (circa 1 punto percentuale di PIL) rispetto allo shock del Covid-19 nel suo complesso. Tuttavia, questo dato aggregato nasconde un'ampia dispersione nelle posizioni fiscali, che vanno da paesi che hanno attuato riforme forzate negli ultimi anni

a causa degli shock o che hanno beneficiato di fattori ciclici favorevoli, fino a paesi in deterioramento. I successivi shock del Covid-19, della guerra in Ucraina e dell'impennata inflazionistica del 2022–2023 hanno agito come uno stress test che ha catalizzato riforme in due distinti gruppi di paesi in miglioramento. Pakistan, Ghana e Romania sono stati costretti ad aggiustamenti a causa di condizioni vicine al default e programmi del FMI, con anche l'Argentina in questo gruppo grazie al significativo avanzo primario raggiunto da Milei nel 2024–2025. Colombia, Brasile e, in misura più ambigua, il Messico appartengono al secondo gruppo, avendo migliorato la propria posizione grazie a condizioni favorevoli sui prezzi delle materie prime e a una limitata esposizione ai dazi. Sul fronte opposto, Indonesia, Thailandia, Bangladesh, Ungheria e Nigeria hanno registrato un deterioramento significativo dal 2020, dovuto rispettivamente all'espansione dei sussidi, agli stimoli fiscali, ai costi delle transizioni politiche, alla spesa pre-elettorale e alla volatilità dei ricavi legati al petrolio.

Figura 2: Saldo di bilancio pubblico generale, paesi EMBI e Stati Uniti, 2006–2028F (% del PIL)

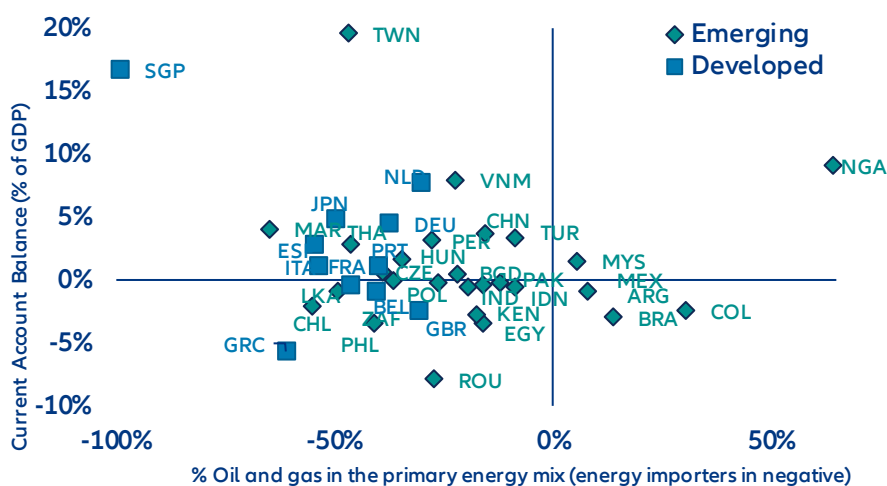


Nota: le linee orizzontali mostrano le medie del periodo (2006–2028F).

Fonti: FMI, Bloomberg (stime), Allianz Research

Lo shock della guerra con l'Iran ha riaperto la rilevanza degli squilibri globali, ma la distinzione che ne è emersa non è tra mercati emergenti e sviluppati: segue piuttosto la posizione nelle risorse, separando i paesi importatori di energia da quelli esportatori. In passato, uno shock esterno di questa portata avrebbe innescato una vendita quasi automatica degli asset dei mercati emergenti a favore dei beni rifugio dei paesi sviluppati, con la distinzione EM-DM come principale linea di divisione del rischio. L'episodio del 2026 non ha ancora prodotto questo schema. I paesi più esposti al conflitto in corso sono quelli, sia emergenti sia sviluppati, con deficit delle partite correnti e forti importazioni di idrocarburi, tra cui Romania, Egitto, ma anche Regno Unito o Grecia. Se il conflitto dovesse intensificarsi ulteriormente, questa distinzione diventerebbe ancora più marcata: in uno scenario negativo caratterizzato da carenze prolungate dell'offerta e prezzi del petrolio oltre i 180 USD al barile, con una media intorno ai 100 USD nel 2026, la maggiore correzione colpirebbe proprio questo gruppo di paesi importatori di energia con deficit delle partite correnti, piuttosto che l'intero universo dei mercati emergenti. Il resto dei paesi subirebbe comunque una fase di sell-off, ma di entità significativamente inferiore, in linea con gli indicatori di resilienza descritti in questa sezione. In altre parole, anche in uno scenario di forte escalation, la linea di divisione passerebbe attraverso l'esposizione energetica, non attraverso la tradizionale distinzione tra mercati emergenti e sviluppati.

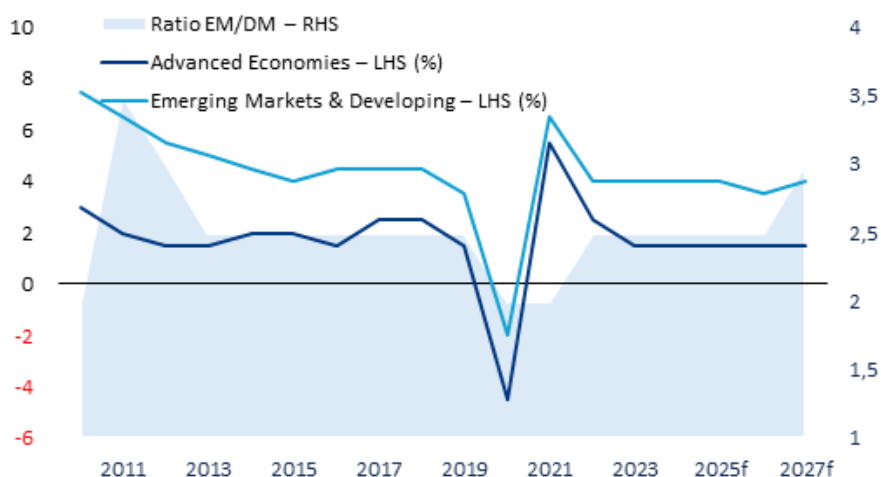
Figura 3: Squilibri eterogenei delle partite correnti, ma i mercati emergenti sono meglio posizionati rispetto ai paesi sviluppati in termini di indipendenza energetica



Fonti: LSEG, Allianz Research

La crescita dei mercati emergenti continua a superare quella dei paesi sviluppati, e si prevede che i differenziali di crescita si amplino ulteriormente, rafforzando il ruolo dei mercati emergenti al centro dell'economia globale. Le economie emergenti e in via di sviluppo rappresentano oggi circa il 60% del PIL globale in termini di parità di potere d'acquisto, rispetto a circa il 40% nel 2000, con una riallocazione di 20 punti percentuali del peso economico globale. La traiettoria di crescita indica un divario crescente tra mercati emergenti e paesi sviluppati, accelerando ulteriormente il processo di recupero dei primi verso i livelli di potere d'acquisto dei paesi sviluppati. Inoltre, lo shock della guerra con l'Iran non ha interrotto questa tendenza. Di conseguenza, il baricentro dell'economia globale continuerà a spostarsi verso il blocco dei mercati emergenti negli anni a venire.

Figura 4: Crescita del PIL nelle economie avanzate e nei mercati emergenti e in via di sviluppo, 2011–2027F (% anno su anno)



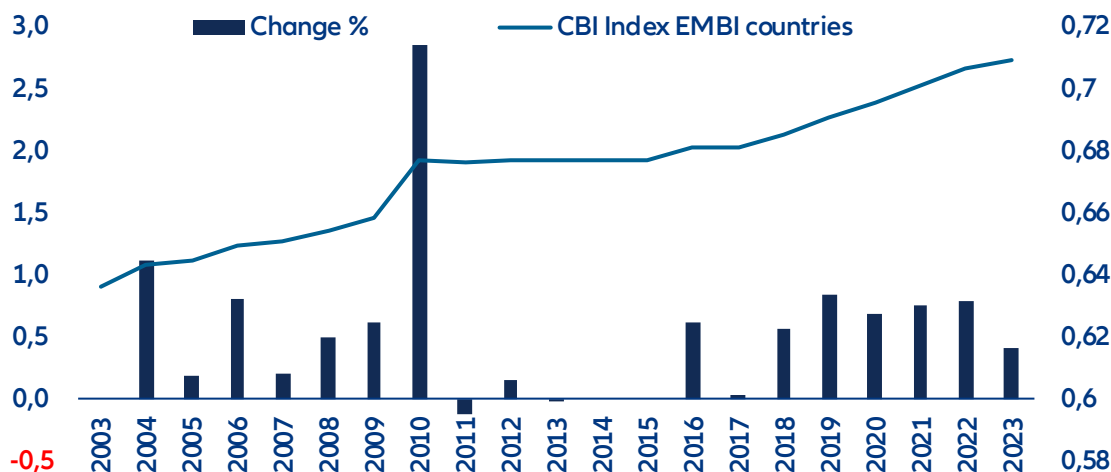
Nota: l'area ombreggiata mostra il rapporto di crescita EM/DM (asse destro).

Fonti: FMI, Bloomberg (stime), Allianz Research

Convergenza della politica monetaria: evidenze e implicazioni

La terza "R" – Credibilità dei tassi – racchiude tre decenni di progressi dei mercati emergenti in termini di indipendenza delle banche centrali e di quadri di politica monetaria, accelerati dagli shock della crisi finanziaria globale e della pandemia, sebbene con differenze tra regioni e livelli di reddito. Come mostrato nella Figura 5, l'aumento più significativo dell'indipendenza delle banche centrali tra i paesi EMBI si è verificato nel periodo successivo alla crisi finanziaria globale; dopo una fase di stabilizzazione negli anni successivi, l'indice ha ripreso una traiettoria di crescita continua a partire dal 2016. Il gruppo dei paesi a reddito medio-alto (che comprende la maggior parte dei mercati emergenti "core": Brasile, Messico, Sudafrica, Malesia, Thailandia, ecc.) mostra l'andamento più coerente e positivo, riducendo progressivamente il divario con i paesi ad alto reddito tra gli anni '90 e il decennio 2010. Mentre l'America Latina resta in posizione avanzata ed è la regione più vicina alla convergenza con i paesi sviluppati, l'area MENA (con l'eccezione di Israele) rimane indietro. L'Europa orientale e centrale ha registrato un rapido recupero legato al processo di adesione all'Unione Europea. Sebbene i paesi a basso reddito e a reddito medio-basso abbiano mostrato la convergenza più rapida verso gli standard dei paesi sviluppati negli ultimi 15 anni, le riforme introdotte nei paesi dell'Unione Economica e Monetaria dell'Africa Occidentale (WAEMU) hanno migliorato significativamente il percorso di convergenza dell'Africa, pur rimanendo disomogeneo. Queste riforme riguardano i mandati delle banche centrali, coprendo aspetti che vanno dalla composizione dei consigli di amministrazione e dalle regole di nomina dei governatori, fino ai limiti ai finanziamenti al governo e all'indipendenza finanziaria e di bilancio, riflettendo un cambiamento strutturale nel modo in cui le banche centrali dei mercati emergenti sono progettate per operare. Nel complesso, la convergenza è guidata dall'integrazione regionale (come nel caso dell'UE e della WAEMU), da incentivi esterni – in particolare le riforme legate ai programmi del FMI, che includono condizioni sull'indipendenza delle banche centrali – e dagli shock e dalle crisi, che fungono da catalizzatori per ulteriori riforme.

Figura 5: Indice di indipendenza delle banche centrali (CBI) per i paesi dell'Emerging Market Bond Index (EMBI)



Nota: la linea rappresenta l'Indice di Indipendenza della Banca Centrale (CBI), un indicatore composito ponderato basato su sei sotto-dimensioni (indipendenza del consiglio, autonomia di politica monetaria, obiettivi di politica, restrizioni ai prestiti, indipendenza finanziaria e obblighi di rendicontazione), scalato da 0 (nessuna indipendenza) a 1 (piena indipendenza). Le barre mostrano la variazione anno su anno in punti percentuali.

Fonte: Database CBI

I regimi di targeting dell'inflazione sono diventati la nuova norma. Venti anni fa, la maggior parte delle banche centrali dei mercati emergenti gestiva i tassi di cambio o gli aggregati monetari. Oggi, Sudafrica, Brasile, Messico, Cile, Colombia, India, Indonesia, Filippine, Thailandia, Turchia (formalmente), Egitto (dopo la riforma del 2024), Ghana, Kenya e altri adottano regimi espliciti di targeting dell'inflazione, con obiettivi pubblicati, previsioni e indicazioni prospettiche. La South Africa Reserve Bank è l'ultima ad aver modificato il proprio obiettivo, passando da un intervallo del 3-6% a un target puntuale del 3%, rappresentando di per sé un ulteriore passo verso la convergenza con i paesi sviluppati in termini di ancoraggio dell'inflazione. Le banche centrali dei mercati emergenti hanno aumentato i tassi in media di 780 punti base nel ciclo successivo alla pandemia, rispetto a circa 400 punti base nelle economie avanzate, una dimostrazione chiara del miglioramento della credibilità delle politiche.

La guerra con l'Iran rappresenta anche un test concreto della maggiore credibilità delle banche centrali dei mercati emergenti e della convergenza tra politiche monetarie EM e DM. Finora, nessuna grande banca centrale emergente è stata costretta a ricorrere a rialzi di emergenza, controlli sui capitali o misure di stabilizzazione disordinate, segnando una rottura significativa rispetto al passato, quando gli shock petroliferi innescavano crisi della bilancia dei pagamenti nelle economie emergenti. Ancora una volta, la differenza dipende dai fondamentali piuttosto che dalla distinzione EM-DM. In uno scenario negativo di ulteriore escalation, questa resilienza verrebbe messa alla prova ma non annullata: una pressione prolungata sui prezzi dell'energia porterebbe probabilmente la Federal Reserve ad attuare due ulteriori rialzi di 25 punti base e la BCE tre, restringendo la liquidità globale e aumentando i costi di rifinanziamento per i paesi con maggiore debito in valuta forte. Tuttavia, anche questo inasprimento sarebbe più contenuto rispetto alla risposta complessiva osservata durante le fasi inflazionistiche legate al Covid-19 e alla guerra in Ucraina, e il suo impatto sarebbe più limitato. Il debito in valuta forte rappresenta oggi una quota significativamente più bassa del debito sovrano totale dei mercati emergenti rispetto al passato, riducendo la trasmissione meccanica di condizioni finanziarie globali più restrittive ai loro bilanci. In altre parole, uno scenario negativo rallenterebbe la convergenza, ma non la invertirebbe.

L'adozione di politiche monetarie più ortodosse ha ridotto il premio per il rischio inflazionistico incorporato nei tassi di cambio, diminuendo la volatilità e rafforzando così la base di investitori. Con la maturazione dei regimi di targeting dell'inflazione e il consolidamento dell'indipendenza delle banche centrali, il premio per il rischio inflazione nelle valute emergenti è diminuito. Una minore trasmissione dell'inflazione riflette aspettative meglio ancorate, che a loro volta riducono la volatilità e il rischio di eventi estremi che storicamente caratterizzavano le valute EM come asset class. Nel periodo 2024-2025, la volatilità delle valute EM è stata superata dai movimenti delle valute del G10, a causa di diversi fattori simultanei: la performance dello yen, gli annunci sui dazi

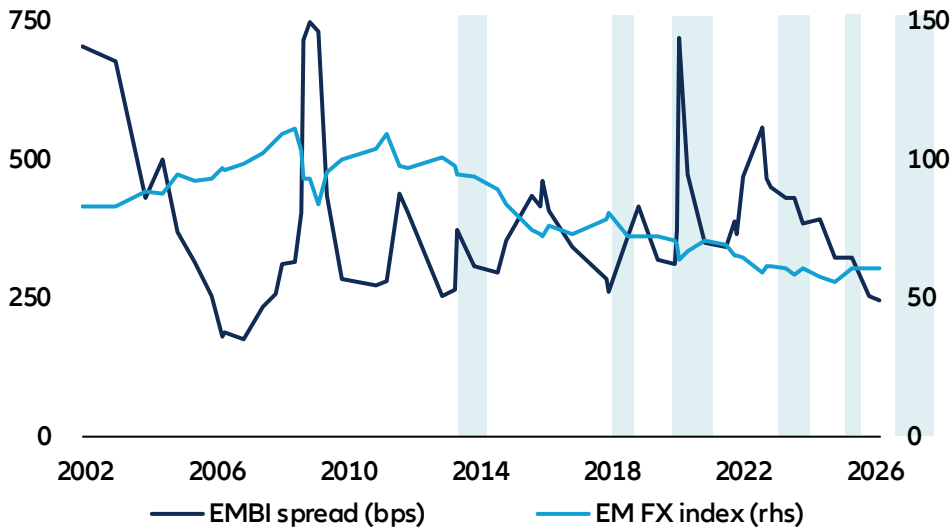
dell'amministrazione Trump e la forza dei mercati emergenti. L'episodio della guerra con l'Iran nel 2026 ha fornito nuove evidenze: le valute EM si sono adattate allo shock petrolifero tramite un deprezzamento ordinato anziché rotture improvvise, gli spread EMBI+ sono rimasti contenuti e nessuna banca centrale emergente è stata costretta a interventi di emergenza o controlli sui capitali, in netto contrasto con le reazioni caotiche osservate nei mercati emergenti nel 1973 o nel 1997.

Sebbene il processo di convergenza sia in corso, rimane ancora un divario tra mercati emergenti e sviluppati, dovuto a una maggiore interferenza dei governi in alcuni paesi chiave, alla percezione del mercato e alla presenza di diversi casi anomali che peggiorano la media. La tesi della convergenza è sostenuta dalla banca centrale "mediana" dei mercati emergenti, ma istituzioni rilevanti per questa asset class, come quelle di Cina e India, operano con maggiore influenza governativa o all'interno di modelli distinti. Nel frattempo, una parte significativa di casi estremi continua a pesare negativamente sulla media non ponderata, come la Turchia (con l'episodio non ortodosso del 2021–2023 sotto pressione politica, anche se la credibilità è ora in fase di ricostruzione), l'Argentina (dove il dibattito sul regime monetario va oltre le questioni legate alla struttura della banca centrale) e la Nigeria (dove persistono più tassi di cambio e forme di "stretta nascosta", nonostante il programma di riforme del governatore Cardoso). Egitto e Pakistan rappresentano casi intermedi, in cui i programmi del FMI hanno avviato riforme ma con uno storico ancora limitato. È interessante notare il caso del Brasile, spesso considerato un banco di prova a causa delle pressioni politiche sulla banca centrale, che è invece emerso come un esempio riuscito di convergenza, poiché tali pressioni non hanno impedito il ritorno a una politica di rialzo dei tassi nel settembre 2024.

Assorbimento degli shock e resilienza nei mercati emergenti

Questa sezione passa alla quarta "R" – Struttura di rifinanziamento – insieme al più ampio insieme di strumenti di assorbimento degli shock. La fragilità strutturale che ha storicamente caratterizzato i mercati emergenti, inclusa l'esposizione a shock esterni, al finanziamento in dollari e alla volatilità delle materie prime, è paradossalmente diventata la base della loro resilienza. I ripetuti episodi di stress degli ultimi due decenni hanno costretto i mercati emergenti ad adottare riforme istituzionali e strutturali, e le evidenze sono visibili nel comportamento dei mercati stessi. Gli spread del debito in valuta forte dei mercati emergenti hanno recuperato con decisione dopo ogni crisi e mostrano un livello di resilienza, dopo il sell-off causato dal ciclo globale di rialzo dei tassi nel 2021–2022, che sarebbe stato impensabile solo pochi anni fa (Figura 6). Ancora più sorprendente è la stabilità delle valute emergenti. Crisi passate, come quella finanziaria globale del 2008–2009 o il sell-off EM del 2015, avevano generato forti perdite valutarie; da allora, invece, le valute EM mostrano una notevole stabilità, con perdite moderate che generalmente restano inferiori al rendimento extra (carry) dei mercati emergenti. Il sell-off EM del 2018, lo shock del Covid-19 del 2020, l'impennata inflazionistica del 2022 legata alla guerra in Ucraina e la guerra con l'Iran nel 2026 hanno tutti messo alla prova e al tempo stesso rafforzato questa asset class. Il rafforzamento dei fondamentali, insieme a strumenti di assorbimento degli shock più ampi e profondi – come livelli più elevati di riserve valutarie, maggiore flessibilità dei cambi e una minore quota di debito in valuta forte – sta riducendo la vulnerabilità esterna legata al dollaro USA e alla Federal Reserve.

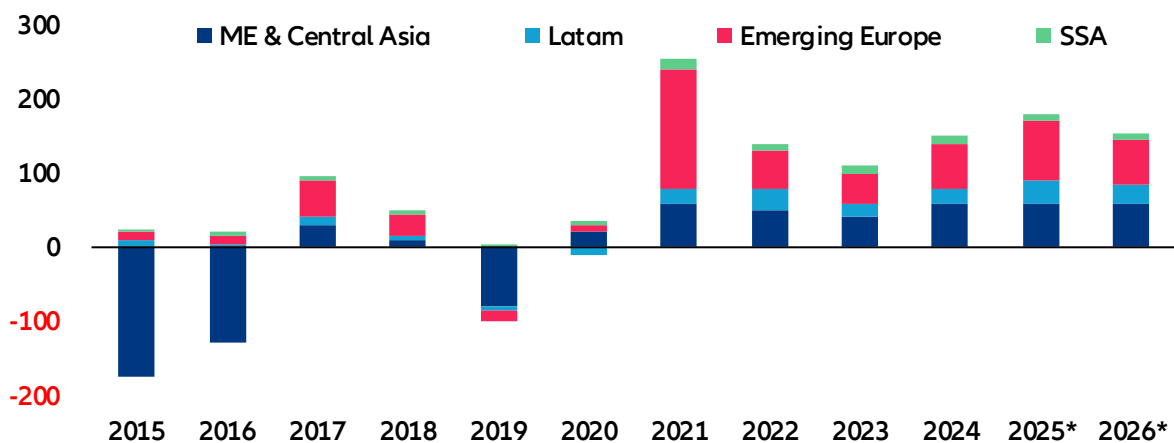
Figura 6: Spread del debito in valuta forte dei mercati emergenti e cambi come indicatori di stress e dinamiche di recupero nelle principali crisi, 2002–2026



Nota: le serie temporali approssimano l'andamento degli spread del debito in valuta forte dei mercati emergenti (indice EMBI di J.P. Morgan) e delle valute EM (indice EMCI di J.P. Morgan) in corrispondenza delle principali crisi che hanno colpito il debito emergente, ovvero: la crisi finanziaria globale 2008–2009, il taper tantrum del 2013, le vendite sui mercati EM del 2015 e 2018, la pandemia di Covid-19 nel 2020 e il ciclo globale di rialzo dei tassi del 2021–2022. Gli intervalli tra i principali eventi di crisi sono stati smussati per migliorarne la leggibilità. Fonti: J.P. Morgan, Allianz Research

Le riserve valutarie dei mercati emergenti hanno dimostrato una notevole resilienza nel lungo periodo, nonostante ripetuti episodi di stress esterno. Come mostrato nella Figura 7, l'accumulo aggregato di riserve nelle diverse regioni EM è tornato nettamente positivo dopo la riduzione legata alla pandemia nel 2019 e 2020, con Medio Oriente, Asia centrale ed Europa emergente che hanno contribuito alla maggior parte degli afflussi dal 2021. Sebbene il ritmo di accumulo sia rallentato rispetto al picco post-pandemia, la tendenza strutturale resta positiva, e le previsioni per il 2025 e il 2026 indicano una continua crescita delle riserve nella maggior parte delle regioni. L'Africa subsahariana e l'America Latina rimangono le aree più vulnerabili in termini di adeguatezza delle riserve, ma anche in questi casi la direzione è migliorata rispetto ai periodi di forte stress tra il 2015 e il 2016 e nel 2019. Nel complesso, i dati suggeriscono che oggi le riserve dei mercati emergenti sono generalmente più solide rispetto a dieci anni fa, offrendo un'importante protezione contro shock esterni, inclusa la volatilità dei prezzi energetici e delle condizioni finanziarie legata all'attuale contesto geopolitico.

Figura 7: Riserve valutarie dei mercati emergenti per area geografica, 2015–2026F (miliardi di USD)

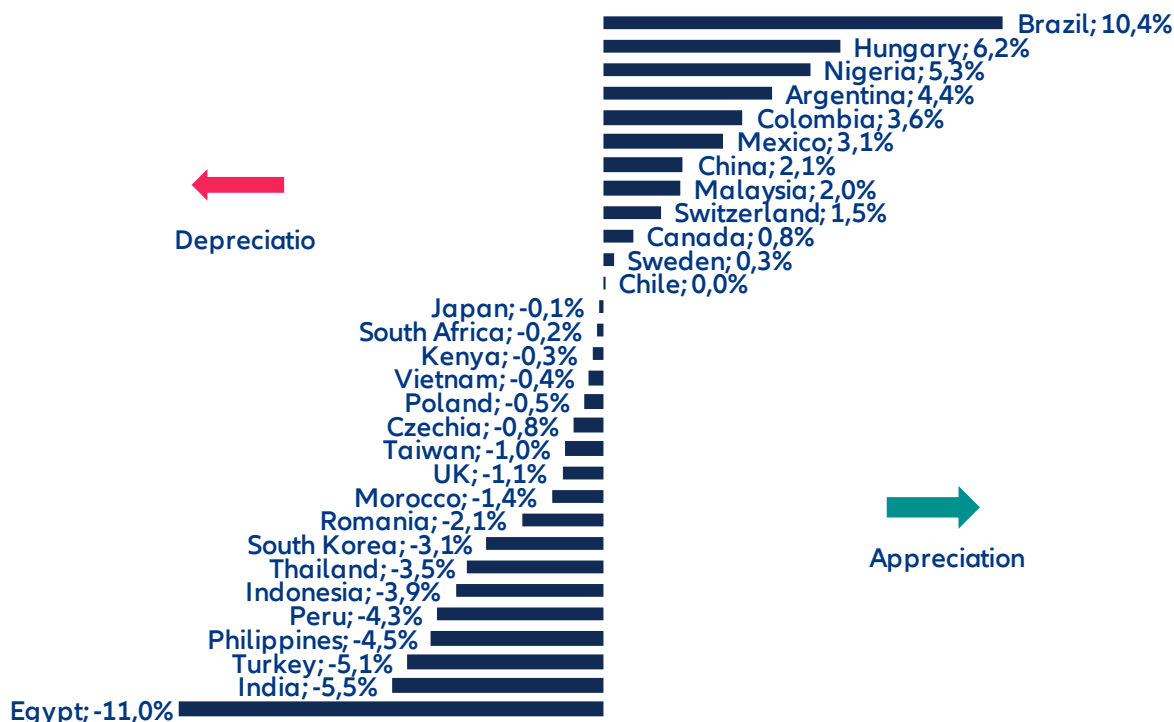


Nota: Dati aggiornati ad aprile 2025, *indica previsioni.

Fonte: FMI, Bloomberg (stime), Allianz Research

Oltre alle riserve valutarie, il passaggio più ampio verso regimi di cambio flessibili rappresenta il secondo pilastro dell'assorbimento degli shock nei mercati emergenti, consentendo alle valute di agire come meccanismi di aggiustamento piuttosto che come fattori scatenanti di crisi, come accadeva spesso in passato. L'attuale shock legato all'energia ne è un chiaro esempio. La linea di distinzione tra importatori ed esportatori di energia, così come l'esposizione agli idrocarburi del Medio Oriente, si riflette anche nei movimenti valutari. I paesi asiatici più esposti hanno guidato la fase di deprezzamento dall'inizio della guerra, a causa della forte dipendenza dalle importazioni energetiche dal Golfo: tra questi il won sudcoreano, insieme ad altri paesi importatori di energia come Romania, Marocco o Turchia. Al contrario, gli esportatori di energia, molti dei quali in America Latina, sono stati i principali beneficiari dello shock. Due eccezioni rilevanti completano il quadro: l'Ungheria, dove la transizione politica post-elettorale ha prevalso sui fattori energetici, e la Cina, che grazie a una minore intensità di importazioni di petrolio e all'accesso continuo a energia russa a prezzi scontati è rimasta in gran parte isolata dallo shock. La sterlina egiziana si distingue come una delle valute locali con la peggiore performance, dove squilibri esterni preesistenti sono stati aggravati dalla vicinanza geografica al conflitto. Tuttavia, l'Egitto è anche un esempio di un cambiamento strutturale più ampio: fa parte di un gruppo di paesi emergenti tradizionalmente vulnerabili alle crisi – insieme a Ghana, Nigeria, Pakistan, Etiopia e Sri Lanka – che dal 2022 sono passati da regimi di cambio gestiti e sistemi con più tassi di cambio a regimi di cambio flessibili determinati dal mercato, nella maggior parte dei casi sotto programmi del FMI. Questo aspetto è cruciale per gli scenari negativi. In passato, durante gli shock, queste economie tendevano a difendere cambi sopravvalutati fino all'esaurimento delle riserve, momento in cui la valuta crollava dando origine a una crisi della bilancia dei pagamenti. Con regimi più flessibili, un'ulteriore escalation dello shock energetico porterebbe comunque a un forte deprezzamento per questi paesi, ma sotto forma di aggiustamento graduale, anziché di rottura improvvisa: la valuta assorbirebbe lo shock progressivamente invece di innescarlo. Il confronto con la crisi asiatica del 1997 o con l'esperienza dell'Egitto prima del 2024 è la dimostrazione più chiara di come la scelta del regime di cambio abbia modificato profondamente la natura della trasmissione degli shock nei mercati emergenti.

Figura 8: Performance delle valute nel 2026 (da inizio anno)



Fonti: LSEG, Allianz Research

La struttura di rifinanziamento è stata trasformata: negli ultimi due decenni, i paesi emergenti hanno spostato il mix di finanziamento dal debito in valuta estera a quello in valuta locale, con una riduzione della quota di

debito in valuta straniera tra 20 e 40 punti percentuali nelle principali economie emergenti. Brasile, Messico, India, Indonesia, Thailandia e i principali paesi dell'Europa centrale e orientale si finanziano oggi prevalentemente in valuta domestica, grazie a basi di investitori istituzionali locali più profonde e a una crescente partecipazione estera nei mercati obbligazionari in valuta locale. L'implicazione è strutturale: un dollaro più forte non aumenta più il peso del debito dei paesi emergenti come avveniva nel 1997, nel 2013 o ancora nel 2018. La svalutazione della valuta locale è diventata un meccanismo di aggiustamento, piuttosto che un evento di insolvenza. Questo è il motivo principale per cui lo shock della guerra con l'Iran è stato finora assorbito senza default disordinati, controlli sui capitali o programmi di emergenza del FMI.

Tuttavia, il dollaro USA continua ad avere una forte influenza esterna sui mercati emergenti, spingendo le banche centrali ad agire in anticipo rispetto alla Federal Reserve. Poiché il dollaro anticipa le aspettative sulla Fed, le banche centrali EM tendono a seguirne la direzione. Durante l'ondata inflazionistica del 2021–2022, le banche centrali di Brasile, Messico, Cile, Repubblica Ceca, Ungheria e Polonia hanno aumentato i tassi prima della Fed, invertendo completamente il modello storico in cui i paesi emergenti reagivano in modo difensivo alle mosse statunitensi. Nel successivo ciclo di allentamento, questi paesi hanno iniziato a ridurre i tassi solo dopo l'avvio del ciclo di tagli della Fed nel 2024. Nella più recente risposta alla guerra con l'Iran, le autorità monetarie di Sudafrica, Egitto e Israele hanno giustificato in modo simile la pausa nell'allentamento, facendo riferimento all'"ancoraggio delle aspettative di inflazione" e alla "dipendenza dai dati". Nessuna banca centrale emergente ha aumentato i tassi in modo aggressivo né imposto controlli sui capitali, a differenza degli shock petroliferi del 1973 o del 1979, quando le reazioni furono disordinate e accompagnate da svalutazioni e default. Questo dimostra una transizione verso una funzione di reazione convergente: oggi le banche centrali dei mercati emergenti seguono una propria strategia, anticipando la Fed, invece di limitarsi a reagire alle sue mosse.

Cosa significa questo per gli investitori nel debito dei mercati emergenti?

Il framework delle 4R ha chiare implicazioni per la costruzione del portafoglio, ma la distinzione tra mercati emergenti (EM) e sviluppati (DM) non scomparirà dall'universo di investimento da un giorno all'altro. I fornitori di benchmark, i mandati istituzionali e le strutture operative degli asset manager (credito EM vs DM, tassi EM vs DM) restano organizzati secondo questa classificazione storica, e queste caratteristiche continueranno a influenzare l'allocazione del capitale nel prossimo futuro. Tenendo conto di questo, il miglioramento della credibilità monetaria e fiscale, insieme a una maggiore capacità di assorbire gli shock – riassunta nelle quattro R – riduce i rischi al ribasso degli investimenti nel debito dei mercati emergenti e ne modifica il ruolo nei portafogli istituzionali. Questi miglioramenti strutturali hanno implicazioni dirette per la costruzione del portafoglio. Per gli investitori con vincoli di rischio – fondi pensione, assicurazioni, fondi sovrani – l'approccio storicamente prudente verso il debito EM era giustificato da una reale volatilità: i "Fragile Five" del 2013, i successivi "Troubled Ten", cicli ripetuti di default e la vulnerabilità cronica ai rialzi dei tassi della Federal Reserve. Quella fase rifletteva fragilità concrete. Ma con il rafforzamento della credibilità fiscale, la maturazione dei quadri di politica monetaria e una maggiore capacità di assorbire gli shock, il premio per il rischio incorporato nel debito EM tende sempre più a sovrastimare il rischio effettivo di portafoglio. La conseguenza pratica è rilevante: una minore volatilità e un rischio di eventi estremi più contenuto giustificano un aumento dell'allocazione al debito EM all'interno degli attuali limiti di rischio, senza richiedere agli investitori di assumere un rischio complessivo maggiore. Per gli investitori guidati dalle passività in particolare, questo non è un cambiamento marginale: rappresenta una rivalutazione strutturale di un'intera asset class, e i portafogli che non riflettono questa nuova realtà rischiano di rinunciare a rendimenti corretti per il rischio.

Nonostante il miglioramento di lungo periodo dei fondamentali dei mercati emergenti e la convergenza con i paesi sviluppati, gli investitori nel debito in valuta forte dei mercati emergenti hanno storicamente ricevuto un premio significativo per il "rischio EM" rispetto al "rischio DM". A parità di condizioni tra classi di rating, il debito in valuta forte dei mercati emergenti veniva scambiato con uno spread significativamente più elevato rispetto alle obbligazioni comparabili dei paesi sviluppati. Questo extra rendimento rifletteva rischi aggiuntivi reali, tra cui una liquidità più limitata, una maggiore sensibilità alla forza del dollaro e ai cicli delle materie prime, instabilità politica, disallineamenti valutari nei bilanci sovrani e una base di investitori strutturalmente più ristretta, che richiedeva una compensazione per la volatilità e il rischio di improvvise interruzioni dei flussi di capitale. La storia ha in parte confermato queste preoccupazioni. Le crisi del Tequila, asiatica e russa degli anni '90, i ripetuti default dell'Argentina e il "taper tantrum" del 2013 hanno dimostrato che gli spread dei mercati emergenti potevano

ampliarsi bruscamente, in modo raro per le obbligazioni investment grade dei paesi sviluppati. Più recentemente, con il progresso della convergenza e la maggiore solidità dei fondamentali EM, questo premio per il rischio strutturale si è ridotto (Figura 9). L'extra spread dei mercati emergenti rispetto al credito dei paesi sviluppati è ormai in gran parte scomparso, e le valutazioni relative appaiono generalmente eque, con poca compensazione aggiuntiva per gli investitori che si espongono tra EM e DM. Tuttavia, la riduzione del premio non implica la scomparsa del rischio ciclico. In uno scenario negativo di ulteriore escalation del conflitto con l'Iran, stimiamo che lo spread medio del debito EM in valuta forte si amplierebbe dal livello pre-crisi di 178 punti base fino a circa 235 punti base nel 2026, con un picco vicino ai 280 punti base durante l'anno. L'entità di questo movimento sarebbe comunque moderata rispetto agli standard storici. Durante lo shock del Covid-19, lo spread dell'EMBI Global Diversified si è ampliato da circa 300 punti base fino a un picco di circa 700 punti base nel marzo 2020, più che raddoppiando in poche settimane, prima di ridursi nei mesi successivi. Al contrario, il ribasso ipotizzato nello scenario Iran rappresenterebbe un ampliamento di circa 100 punti base al picco. Questa reazione più contenuta suggerisce che la convergenza ha modificato la natura del rischio di spread nei mercati emergenti, rendendolo più ciclico e meno soggetto a crisi sistemiche, pur senza eliminarlo del tutto.

Figura 9: Premio (pick-up) dei titoli sovrani dei mercati emergenti rispetto al credito USA su base corretta per il rating



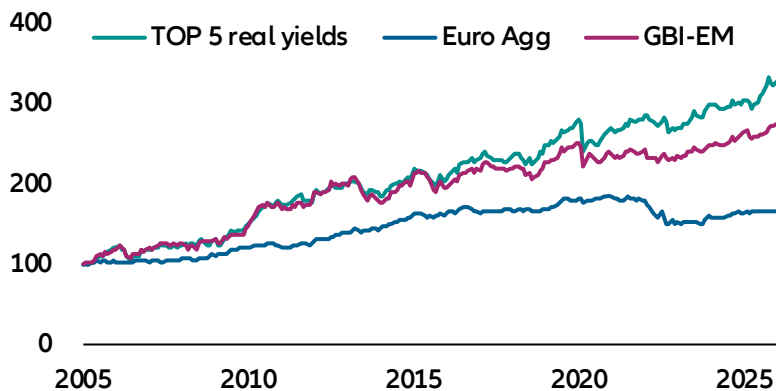
Note: per calcolare il premio aggiuntivo (pick-up) che gli investitori nel debito dei mercati emergenti in valuta forte ottengono per il "rischio EM" rispetto al "rischio DM", confrontiamo lo spread rispetto ai Treasury USA delle obbligazioni sovrane dei mercati emergenti (JP Morgan EMBIG) con lo spread corretto per le opzioni (option-adjusted spread) del credito statunitense (Bloomberg), per fascia di rating (AA, A, BBB, BB, B). Il pick-up riflette la media ponderata della differenza di spread, basata sui pesi delle diverse fasce di rating all'interno dell'EMBIG.

Fonti: JP Morgan, Allianz Research

Un premio per il rischio dei mercati emergenti può ancora essere ottenuto quando si passa dal credito ai tassi.

Le obbligazioni in valuta locale dei mercati emergenti offrono rendimenti nominali molto più elevati rispetto a quelle dei paesi sviluppati. Dal punto di vista di un investitore dei paesi sviluppati, è però necessario considerare il rischio di cambio. Esiste una lunga storia di deprezzamento delle valute emergenti rispetto alle principali valute dei paesi sviluppati, superiore al 2% annuo in media nel lungo periodo. Tuttavia, l'esposizione alle valute locali emergenti risulta comunque conveniente, poiché il rendimento extra (carry) locale supera nel tempo le perdite valutarie. La causa principale della migliore performance dei mercati emergenti è il maggiore rendimento reale. Dopo aver considerato l'inflazione incorporata nei più alti tassi nominali, il debito locale dei mercati emergenti ha storicamente offerto rendimenti reali significativamente superiori rispetto a quelli dei paesi sviluppati, dove fattori come demografia, rallentamento della produttività e interventi delle banche centrali hanno compresso i tassi reali. Questo è importante perché i rendimenti reali non sono solo un concetto teorico: empiricamente, sono tra i migliori indicatori dei rendimenti obbligazionari di lungo periodo, in quanto rappresentano la reale remunerazione per il rischio tasso. Per un investitore dei paesi sviluppati, questo vantaggio persistente nei rendimenti reali rappresenta il vero motivo per investire nel debito in valuta locale dei mercati emergenti. Non solo le obbligazioni in valuta locale emergente hanno nettamente sovraperformato un investimento nell'Euro Aggregate negli ultimi 20 anni per un investitore basato in euro, ma la selezione dei paesi con i rendimenti reali più elevati ha ulteriormente amplificato questa sovraperformance (Figura 10).

Figura 10: Il debito in valuta locale dei mercati emergenti supera in performance il reddito fisso dei paesi sviluppati per gli investitori basati in euro; i tassi reali più elevati sono il principale fattore trainante di questa sovraperformance

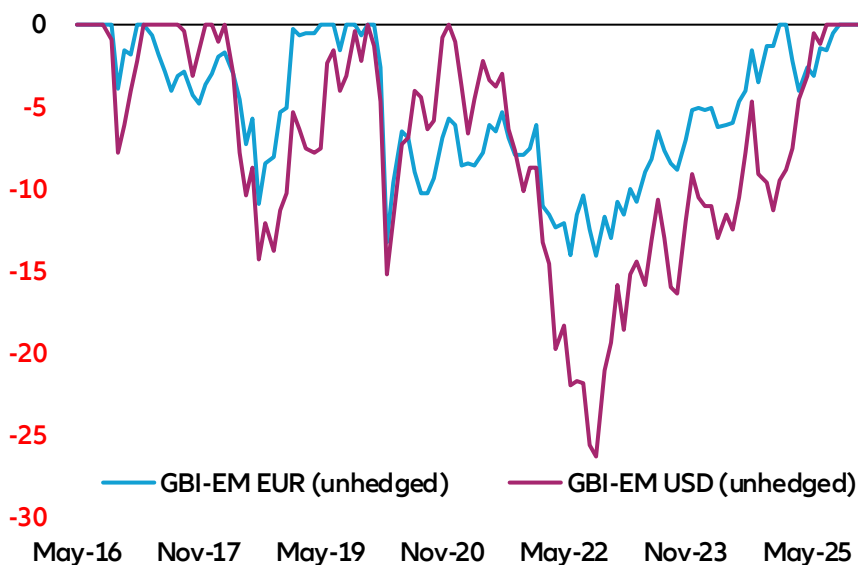


Note: per analizzare l'importanza del rendimento reale, abbiamo testato una strategia di trading che investe con pesi uguali in cinque emittenti che offrono i rendimenti reali attesi più elevati all'interno dell'universo di investimento GBI-EM, il principale indice in valuta locale dei mercati emergenti di J.P. Morgan. In ogni momento, il rendimento reale atteso è calcolato sottraendo le previsioni di inflazione per i successivi 5 anni dal rendimento nominale del titolo obbligazionario a 5 anni.

Fonti: LSEG Workspace, Oxford Economics, Allianz Investment Management

Sebbene la componente valutaria dei mercati emergenti in valuta locale aumenti chiaramente la volatilità per gli investitori dei paesi sviluppati, gli investitori basati in euro beneficiano di una mitigazione grazie alla propria valuta domestica. Il rendimento (carry) della liquidità in valuta locale dei mercati emergenti è un forte contributore alla performance per gli investitori dei paesi sviluppati, mentre il cambio è senza dubbio la principale fonte di volatilità. Per un investitore con base in euro, la volatilità valutaria appare significativamente diversa e, sotto alcuni aspetti, più favorevole rispetto a quella osservata da una prospettiva in dollari USA. Poiché il dollaro statunitense funge da valuta di riserva globale e da bene rifugio, le altre valute tendono a indebolirsi simultaneamente rispetto ad esso quando il clima di rischio globale peggiora e gli investitori cercano protezione. L'euro, invece, è più legato al sentiment di rischio che alle dinamiche di bene rifugio, mostrando un certo grado di prociclicità che condivide con molte valute dei mercati emergenti. L'implicazione pratica è che un investitore basato in euro che detiene debito dei mercati emergenti in valuta locale sperimenta una volatilità tra valute significativamente inferiore rispetto a un investitore equivalente basato in dollari. Quando le valute emergenti si indeboliscono, anche l'euro tende a indebolirsi, attenuando parzialmente l'impatto del cambio. La Figura 11 mostra che l'assenza dello status di valuta rifugio dell'euro diventa un vantaggio strutturale nell'accesso al debito locale dei mercati emergenti: la valuta di riferimento dell'investitore è più naturalmente allineata con la classe di attivo, riducendo la volatilità valutaria e i drawdown che rendono la stessa operazione più costosa per un investitore basato in dollari.

Figura 11: Drawdown del GBI-EM rispetto al picco, misurato in EUR vs. USD (%)



Note: il drawdown è misurato come la variazione percentuale rispetto al precedente picco, su base mensile dei rendimenti totali. EUR non coperto riflette i rendimenti in valuta locale convertiti in euro senza copertura valutaria. USD non coperto riflette lo stesso indice dal punto di vista di un investitore in dollari USA.

Fonti: JP Morgan Markets, Allianz Research

I forti progressi nella credibilità della politica monetaria nei mercati emergenti aumentano i benefici di diversificazione derivanti dall'investimento nel debito in valuta locale dei paesi emergenti per gli investitori dei paesi sviluppati. Le banche centrali dei mercati emergenti si sono allontanate in modo deciso dal bias verso la stabilizzazione del tasso di cambio che storicamente caratterizzava i loro quadri di politica monetaria, aumentando in media i tassi di riferimento di 780 punti base durante il ciclo di inasprimento successivo alla pandemia, rispetto ai soli 400 punti base delle economie avanzate (FMI, 2024). È fondamentale notare che questo inasprimento è stato anticipato e aggressivo, anche a costo di un dolore economico nel breve periodo, segnalando un reale impegno nel perseguire il controllo dell'inflazione interna piuttosto che la stabilizzazione della crescita. Per un investitore obbligazionario globalmente diversificato con base nei paesi sviluppati, una adeguata allocazione in valuta locale dei mercati emergenti ha offerto un significativo beneficio di diversificazione durante la difficile fase di riprezzamento globale dei tassi successiva agli shock del Covid-19 e della guerra tra Russia e Ucraina: un forte sell-off nei mercati emergenti, guidato da tassi e valute, è stato seguito da una ripresa molto più rapida rispetto agli investimenti obbligazionari nella valuta domestica.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.