

**7 settembre 2021**

**Mercati finanziari e performance ESG:  
la relazione tra i rendimenti obbligazionari e la dinamica dei rating ESG**

Giancarlo Giudici  
(Politecnico di Milano – School of Management)



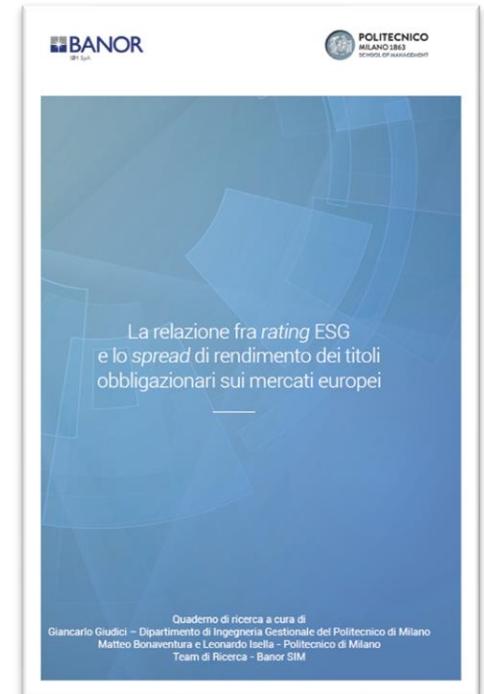
**POLITECNICO**  
MILANO 1863  
SCHOOL OF MANAGEMENT

# Obiettivo del webinar

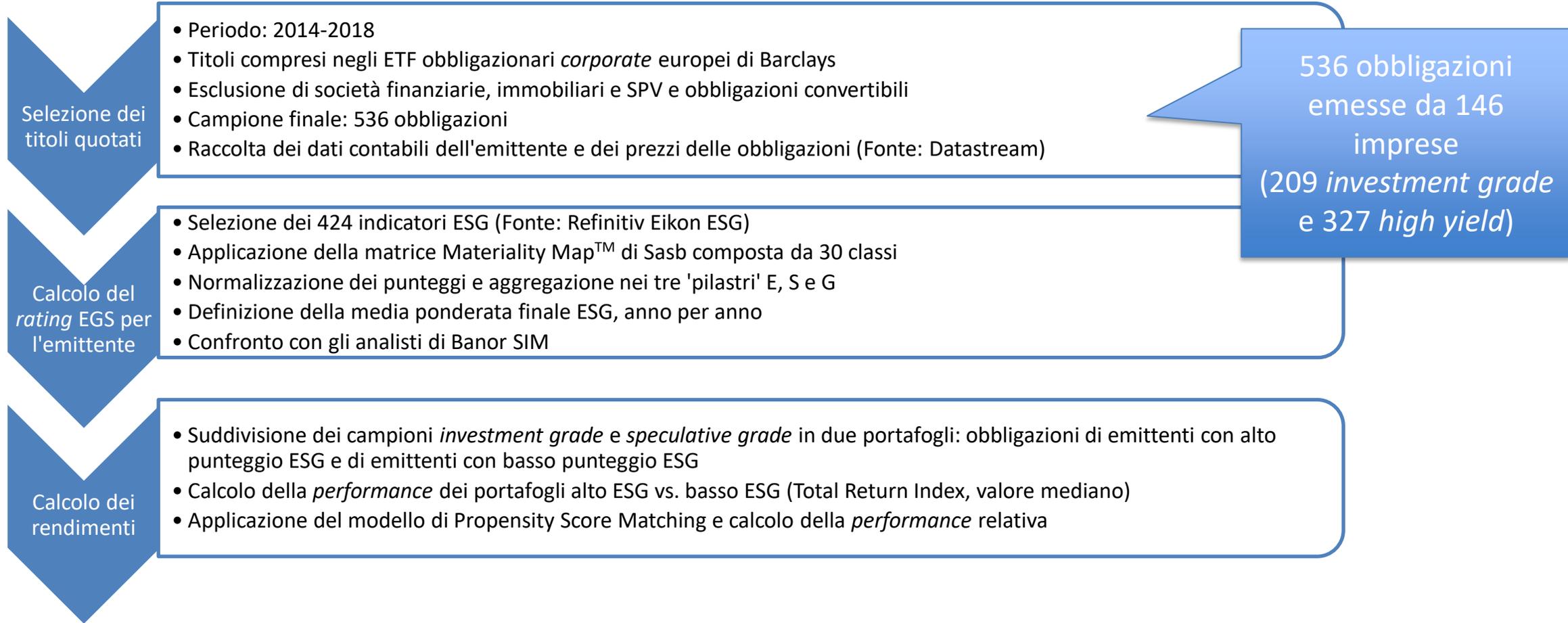
- Gran parte della ricerca sulla relazione fra performance ESG e rendimenti di mercato si focalizza sul mercato azionario
- In realtà la componente **obbligazionaria** riveste un ruolo più rilevante in termini quantitativi sulle gestioni (36% vs. 29% della massa gestita sul mercato italiano – fonte: Assogestioni 2021)
- BANOR SIM e il Politecnico di Milano hanno avviato da tempo una collaborazione scientifica su questi temi
- In questo webinar mostreremo i risultati di due ricerche che riguardano la relazione fra rendimenti dei titoli obbligazionari in Europa e (1) **valutazione assoluta del merito ESG** e (2) **miglioramento o peggioramento del merito stesso**

# Prima parte: rendimenti e valutazione ESG 'assoluta'

- Campione: obbligazioni quotate in Europa dal 2014 al 2018 e *rating* ESG dell'emittente (fonte: Refinitiv)
- Controllando per le caratteristiche dei titoli, troviamo un *total return* mediano differenziale positivo per le obbligazioni collocate da imprese più virtuose nell'ESG:
  - **110 bps per i titoli *investment grade***
  - **466 bps per i titoli *high yield***
- Disaggregando i risultati in funzione delle tre componenti E, S e G vediamo che l'unico impatto significativo è quello relativo alla Governance

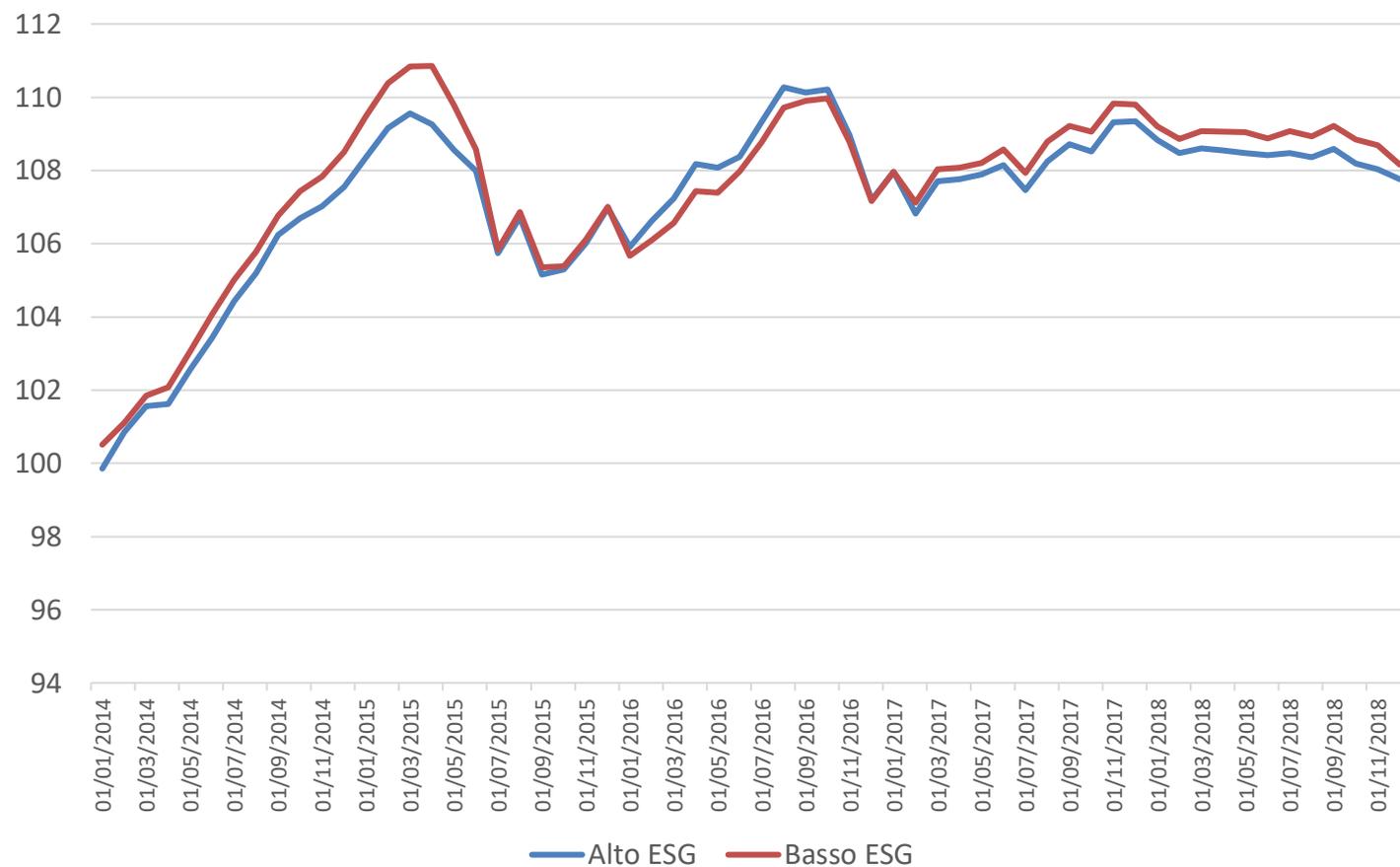


# Metodologia



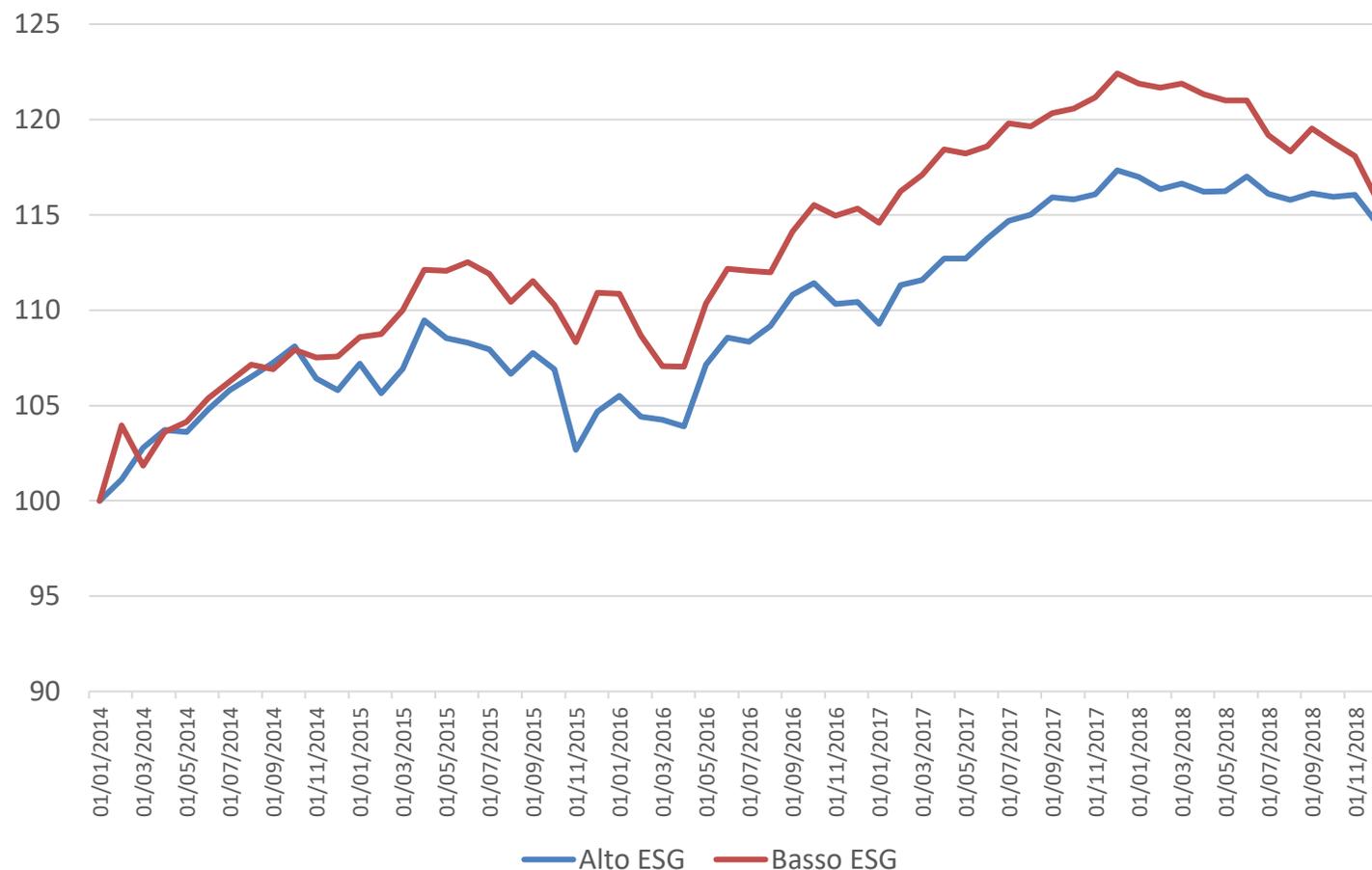
# La performance assoluta: obbligazioni *investment grade*

- Alto ESG: +7,8%
  - Basso ESG: +8,2%
- Differenza: -41 bps



# La performance assoluta: obbligazioni *high yield*

- Alto ESG: +13,2%
  - Basso ESG: +16,7%
- Differenza: -348 bps



# Procedura di *propensity score matching*



**ALTO RATING ESG**

*Bond* 'comparabile'  
per *duration*,  
garanzie, opzioni, ...



**BASSO RATING ESG**

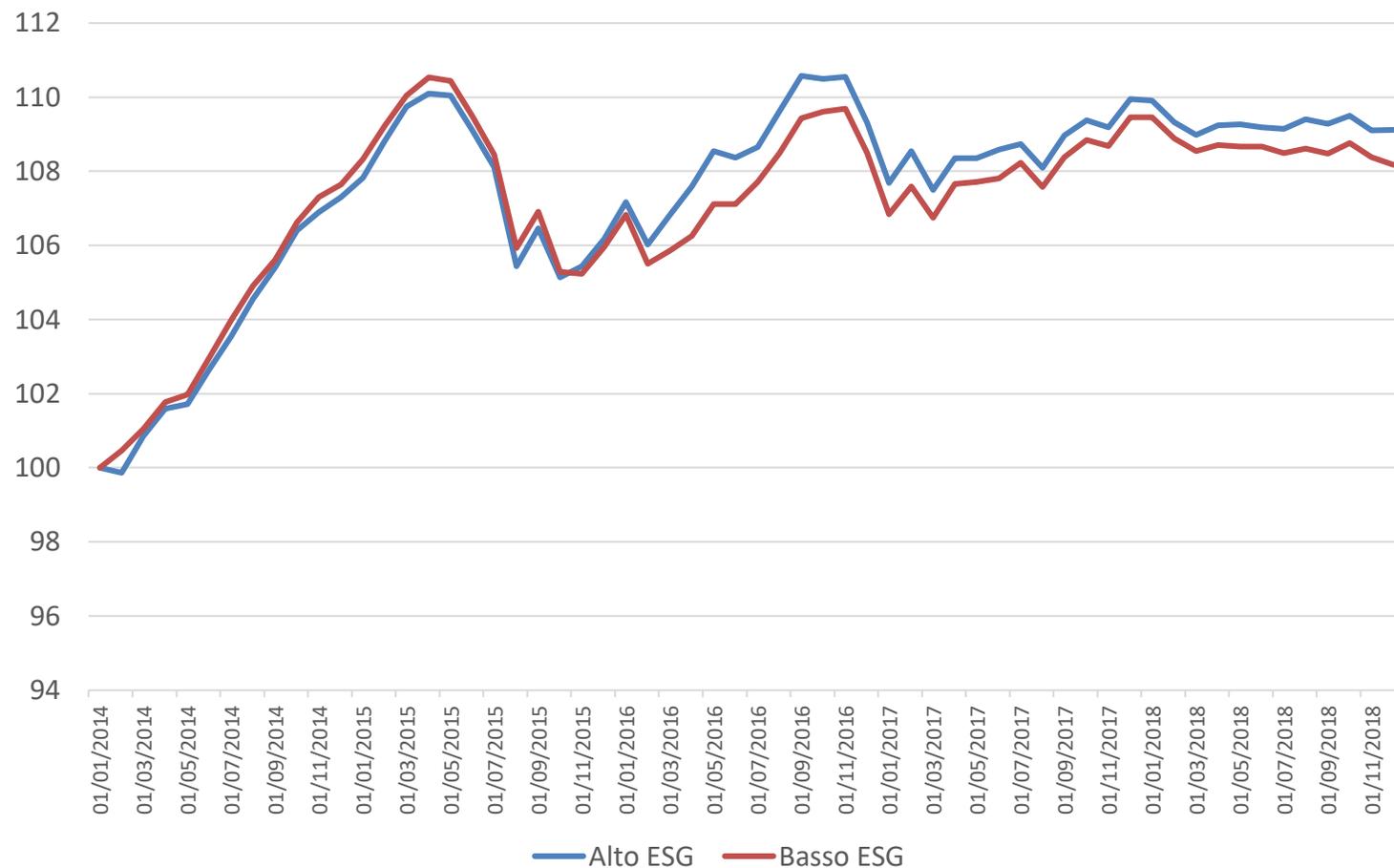
# Confronto dopo *matching*: obbligazioni *investment grade*

146 titoli considerati

- Alto ESG: +8,8%
- Basso ESG: +7,7%

Differenza: +110 bps

Si osserva una differenza a partire dal 2016



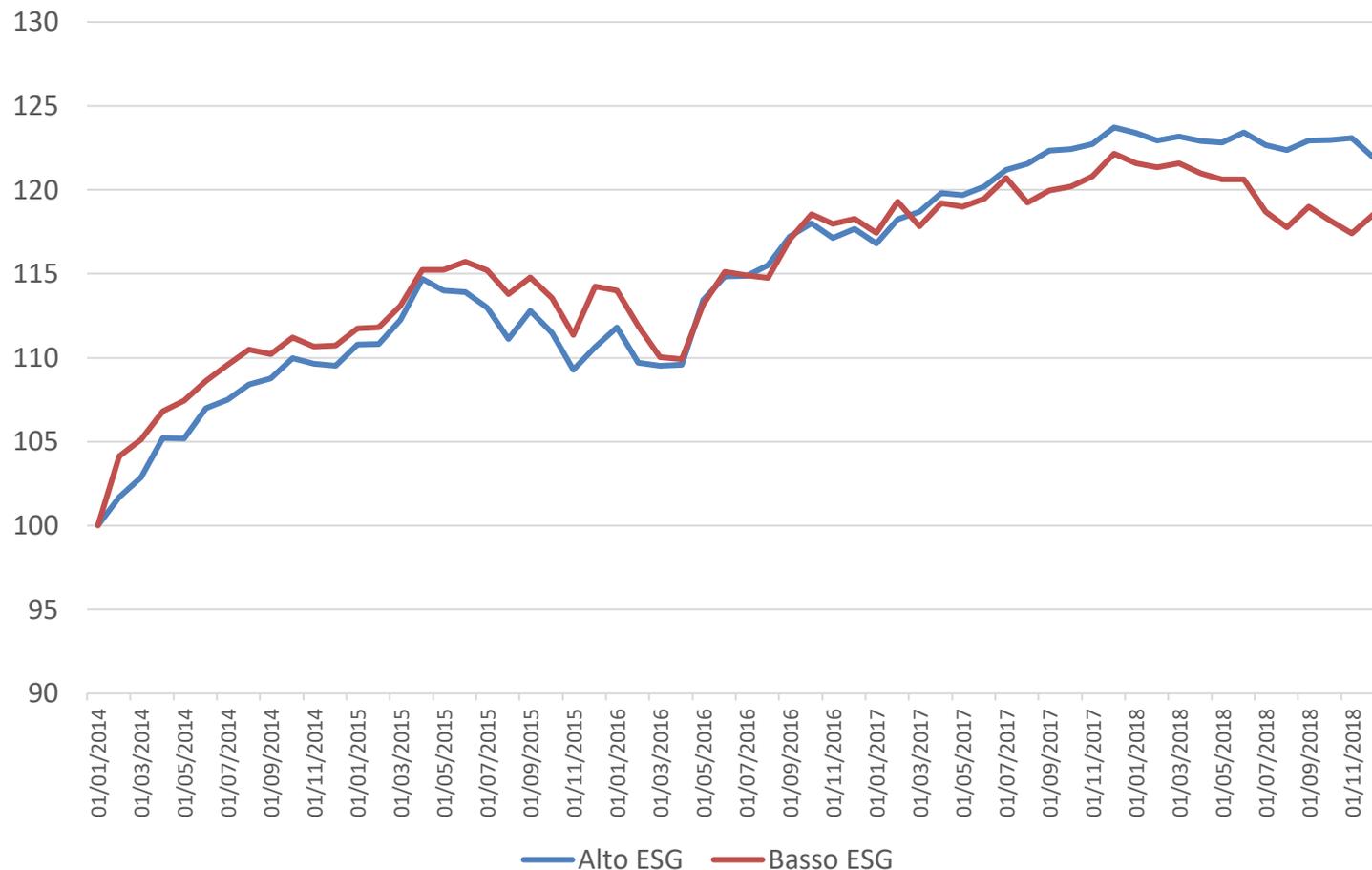
# Confronto dopo *matching*: obbligazioni *high yield*

226 titoli considerati

- Alto ESG: +20,9%
- Basso ESG: +16,3%

Differenza: +466 bps

In questo caso la differenza è apprezzabile da 2H 2017



## Le singole determinanti: obbligazioni *investment grade*

	Performance cumulata					
	2014-2018	2014	2015	2016	2017	2018
Basso E	+8,4%	+8,9%	-1,3%	+0,1%	+2,4%	-1,6%
Alto E	+7,2%	+6,4%	-0,7%	+0,3%	+2,3%	-1,0%
Basso S	+7,9%	+8,3%	-1,3%	+0,0%	+2,4%	-1,5%
Alto S	+7,3%	+6,8%	-0,6%	+0,6%	+2,0%	-1,6%
Basso G	+6,3%	+7,3%	-1,1%	-0,5%	+2,1%	-1,4%
Alto G	+9,0%	+8,7%	-1,2%	+0,5%	+2,5%	-1,5%

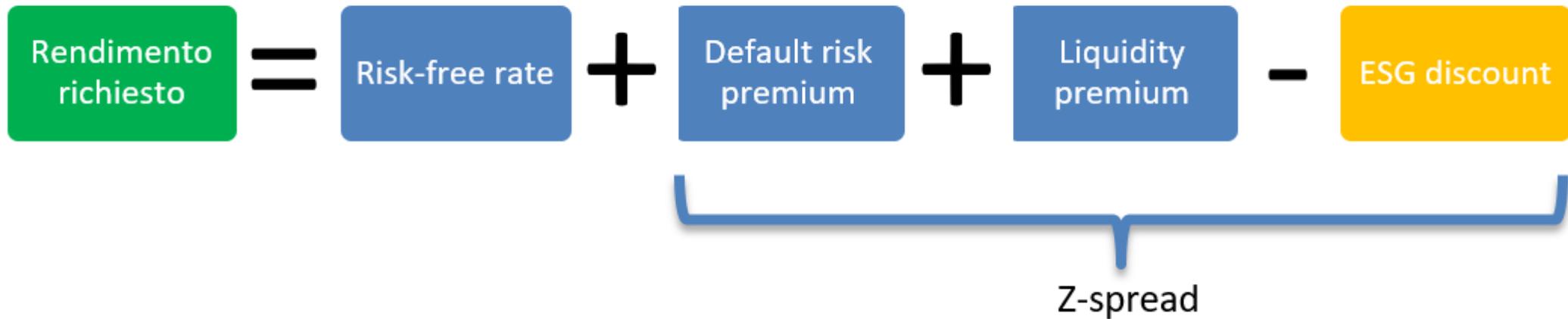
L'unica variabile rilevante sembra quella legata alla Governance (le altre addirittura contribuiscono in senso opposto)...

## Le singole determinanti: obbligazioni *high yield*

	Performance cumulata					
	2014-2018	2014	2015	2016	2017	2018
Basso E	+15,9%	+12,0%	+2,3%	+3,9%	+6,3%	-8,4%
Alto E	+10,9%	+7,4%	-2,1%	+0,9%	+7,2%	-2,5%
Basso S	+16,4%	+11,9%	+2,2%	+3,2%	+6,7%	-7,6%
Alto S	+8,2%	+7,2%	-3,8%	+5,8%	+4,0%	-4,6%
Basso G	+14,7%	+9,4%	-1,2%	+2,7%	+5,9%	-2,3%
Alto G	+18,5%	+11,8%	+2,2%	+3,6%	+3,0%	-2,8%

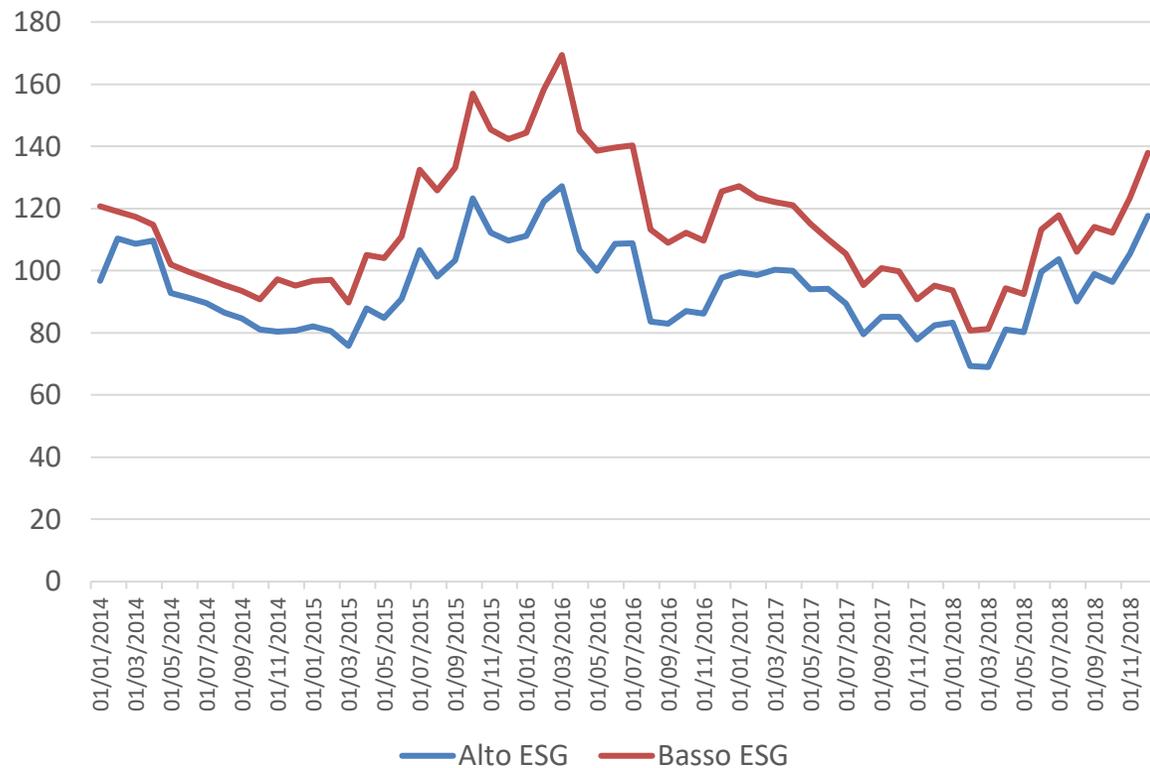
... l'effetto è ancora più marcato per i titoli *high-yield*

# L'interpretazione dei risultati



La nostra ipotesi è che negli ultimi tempi il mercato abbia cominciato a 'scontare' il valore delle obbligazioni attribuendo uno '*spread*' negativo in funzione delle buone pratiche ESG

# Analisi dello Z-spread



Obbligazioni *investment grade*



Obbligazioni *high yield*

# Seconda parte: rendimenti e valutazione ESG 'dinamica'

## Campione:

799 obbligazioni quotate sui listini europei fra gennaio 2014 e dicembre 2018  
(234 con rating investment grade e 565 speculative grade)

## Metodologia:

in ogni trimestre costruiamo 2 portafogli, in funzione di come è migliorato o peggiorato il merito ESG dell'emittente:

- 1) HIGH ESG momentum
- 2) LOW ESG momentum

Come nel caso precedente, viene applicata una procedura di matching fra i diversi titoli.



# Confronto della performance cumulata dei portafogli High ESGM e Low ESGM per le obbligazioni investment grade



# Confronto della performance cumulata dei portafogli High ESGM e Low ESGM per le obbligazioni high yield



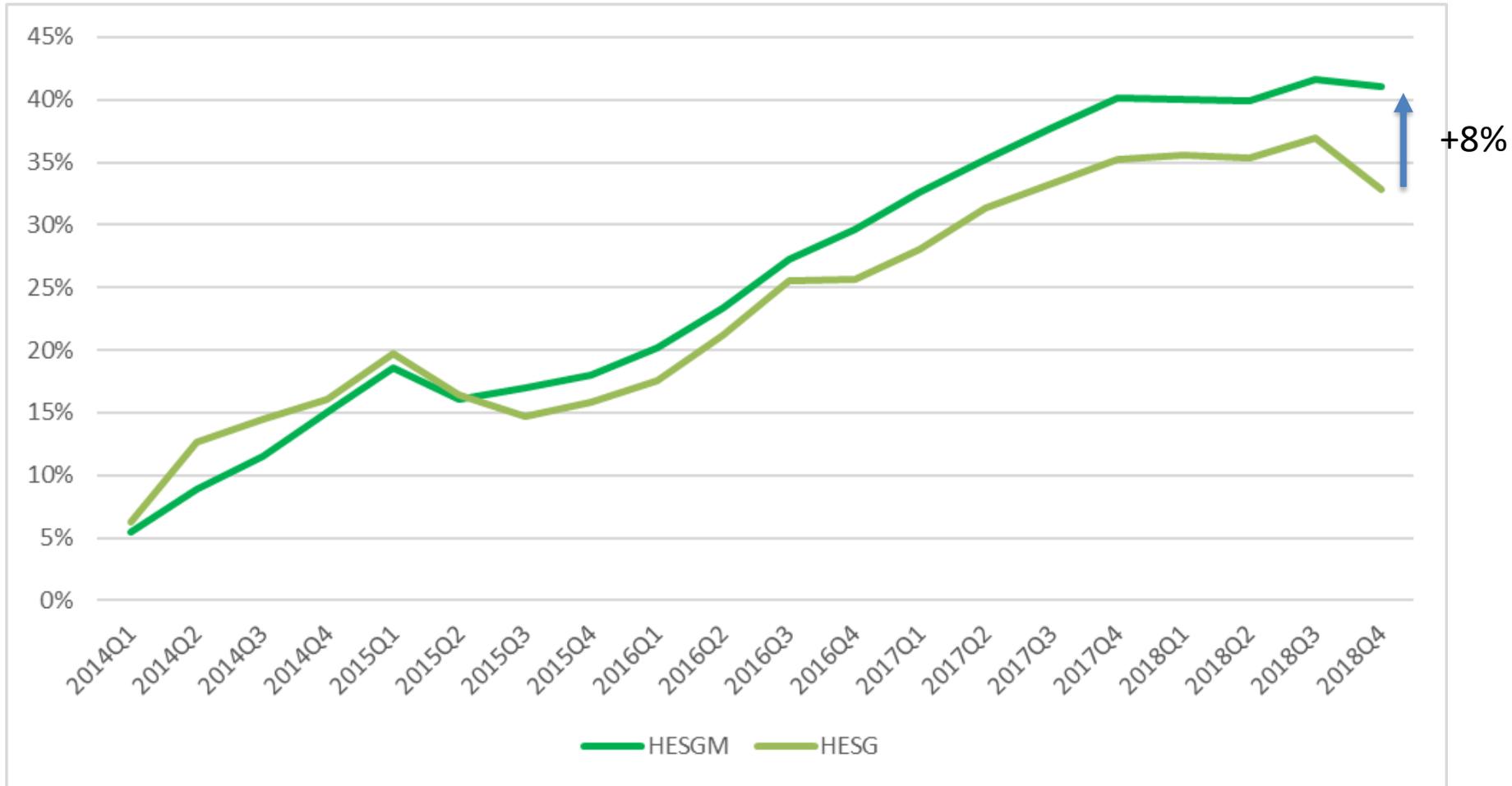
# Confronto della performance dei portafogli High Momentum e Low Momentum per le singole voci E, S, G

Titoli		2014	2015	2016	2017	2018	Differenziale cumulato
Investment grade	E	-0,71%	+0,85%	+0,54%	+0,22%	+0,69%	+0,01%
	S	+0,19%	+0,15%	+0,08%	+0,08%	+0,22%	+3,34%
	G	+0,35%	+0,16%	+0,25%	-0,08%	-0,89%	-0,20%
High yield	E	+6,03%	+0,98%	+2,43%	-0,33%	+1,05%	+8,10%
	S	+1,82%	-0,45%	+1,32%	+0,58%	-3,00%	+0,28%
	G	+1,49%	+4,51%	+2,28%	-0,28%	+0,90%	+9,26%

# Confronto della performance cumulata dei portafogli High ESGM e High ESG per le obbligazioni investment grade



# Confronto della performance cumulata dei portafogli High ESGM e High ESG per le obbligazioni high yield



## Conclusioni delle ricerche

- La ricerca evidenzia dal 2014 al 2018 una migliore performance delle obbligazioni emesse da imprese con alto punteggio ESG, controllando per altri fattori impattanti
- Il differenziale nel *total return* mediano è significativo soprattutto nel secondo periodo:
  - ✓ Presenza di uno '*spread*' negativo legato alle buone pratiche ESG
- Osservare la 'dinamica' dei rating ESG nel corso del tempo aggiunge valore alle strategie di composizione dei portafogli obbligazionari, in particolare per i titoli 'high-yield'
- Finora gli investitori hanno considerato la Governance come un elemento importante per definire la probabilità di insolvenza (mentre invece i fattori Environment e Social nel breve/medio termine non sono stati apprezzati, se non in termini dinamici)