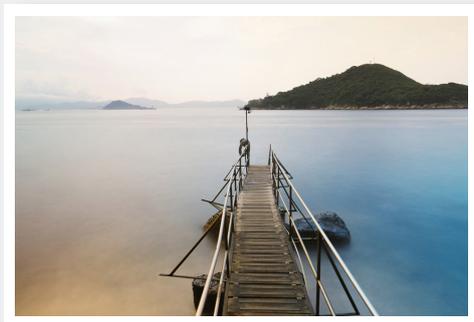


EMERGING MARKET DEBT – NEWSLETTER SUL DEBITO DEI MERCATI EMERGENTI

Primo trimestre 2018



Analisi e prospettive di mercato¹

Punti chiave

- I mercati emergenti e di frontiera hanno registrato buoni risultati nel 2017, supportati dall'espansione economica a livello mondiale e dal rimbalzo dei prezzi delle materie prime.
- Numerosi eventi specifici continueranno a fare notizia. Tuttavia, gli sviluppi del 2017 hanno dimostrato che questi eventi non sempre hanno effetti negativi sull'intero mercato, dunque il contagio non necessariamente avviene.
- Il 2018 può riservare numerose opportunità. In particolare, ci sono molti bond in valuta forte che scambiano a valutazioni interessanti e alcuni mercati locali dei paesi emergenti offrono rendimenti elevati seppur con un'inflazione contenuta.

I mercati emergenti e di frontiera hanno registrato buoni risultati nel 2017, sfruttando l'espansione economica a livello mondiale e il rimbalzo dei prezzi delle materie prime. Questo scenario ha posto le basi per dinamiche favorevoli collegate all'inflazione, nonché per un miglioramento dei bilanci. Questi sviluppi economici positivi si sono riflessi in una buona performance dei mercati emergenti, anche in un contesto di graduale normalizzazione della politica monetaria nelle economie avanzate. Il debito dei mercati emergenti ha generato numerose opportunità in valuta forte e nell'ambito dei tassi locali e dei cambi.

Performance del debito dei mercati emergenti

	Totale Performance (%)		Delta Spread /Yield (pb)		OAS (pb)/ Yield (%)
	Q4	2017	Q4	2017	31.12.2017
EM Hard Currency	1,16	10,26	-2	-57	285
EM Local (hedged)	0,03	3,68	15	-65	6,14
EMFX	2,00	11,54	-42	-109	3,54
EM Corporates	0,68	7,96	-3	-47	260

Fonte: J.P. Morgan, dati al 31.12.2017. La performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati future e gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Sulla scia di fondamentali in miglioramento, inclusi il calo dell'inflazione e le riserve crescenti delle banche centrali, prevediamo che la crescita dei mercati emergenti (ad esclusione della Cina) aumenterà dal 3,5% nel 2017 al 3,8% nel 2018, superando le nostre previsioni di crescita del 2,3% per il mondo sviluppato.

Sebbene i rischi a livello macroeconomico restino all'orizzonte (ad esempio la progressiva fine degli stimoli monetari nei mercati sviluppati, nonché la prospettiva di tre o quattro rialzi dei tassi negli Stati Uniti nel 2018), alcune di queste preoccupazioni potrebbero essere un'eredità che gli investitori portano con sé dopo aver vissuto il periodo di "taper tantrum" del 2013. In realtà, durante l'ultimo ciclo di aumento dei tassi da parte della Fed tra il 2004 e il 2006, il debito dei mercati emergenti in valuta forte e quello in valuta locale hanno segnato un rialzo del 25% e del 29% rispettivamente.

Molti eventi specifici — che hanno riguardato in passato Venezuela, Argentina, Brasile, Messico, Ucraina e Russia tra gli altri — continueranno probabilmente a fare notizia. Tuttavia, gli sviluppi nel 2017 hanno dimostrato che questi eventi non sempre hanno effetti negativi sull'intero mercato e che la resilienza del settore agli eventi macroeconomici e idiosincratichi (come osservato nella seguente tabella) gioca un ruolo importante.

Rischio contagio in diminuzione nei mercati emergenti



Fonte: PGIM Fixed Income, J.P. Morgan. Dati al 09.11.2017.

*Investimento per conto proprio, conformemente alla definizione della direttiva MiFID

¹ Le opinioni qui espresse appartengono al team PGIM Fixed Income Emerging Markets. PGIM Limited è il gestore del Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund e del Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund.

Nonostante gli spread dei bond in valuta forte siano scesi notevolmente nel corso del 2017, le valutazioni rimangono interessanti se comparate ai minimi del 2007, quando gli spread toccarono i 166 punti base. Al tempo, solo un terzo del mercato godeva di un rating investment grade, mentre oggi, nonostante gli spread più ampi, quasi la metà del mercato ha rating investment grade. Al termine del 2017 abbiamo mantenuto il sovrappeso in titoli sovrani e quasi sovrani con rendimenti elevati e spread più ampi, e in linea generale ci aspettiamo che gli spread siano sostenuti da tassi d'interesse ridotti per i mercati sviluppati e da una solida crescita a livello globale. I nostri maggiori sovrappesi comprendono Argentina, Brasile, Ucraina e Messico. Per quanto riguarda la nostra esposizione al Messico, monitoreremo attentamente la potenziale volatilità durante la prima metà dell'anno visto l'approssimarsi delle elezioni presidenziali a luglio.

Osserveremo attentamente anche gli sviluppi politici in Argentina al fine di valutare se il paese sarà in grado di mantenere uno slancio positivo e realizzare le riforme fiscali nel 2018 e nel 2019. Il clima politico argentino e le recenti riforme dovrebbero continuare a stimolare gli investimenti e gli afflussi di capitali nel paese, che potrebbe arrivare ad ottenere un rating pari B o BB-. Riteniamo che le obbligazioni denominate in euro emesse dalle province argentine mostrino valutazioni molto interessanti, tuttavia stiamo aspettando segnali più evidenti dalla banca centrale per aggiungere ulteriori posizioni strategiche.

Per quanto riguarda il Brasile, la ripresa economica dovrebbe consolidarsi nel 2018, che è anche un importante anno elettorale. Il risultato delle elezioni determinerà l'andamento del paese nel medio termine, poiché si farà luce su come il governo intenderà affrontare il tema della stabilizzazione del debito, insieme alle politiche volte a migliorare gli investimenti. Gli spread del debito sovrano brasiliano sembrano in linea con altri emittenti BB dei mercati emergenti, anche se il paese gode di livelli relativamente bassi di indebitamento estero e di riserve elevate. Ciò dovrebbe contribuire a limitare un potenziale ribasso rispetto ai livelli attuali. In questo contesto, i titoli quasi-sovrani selezionati risultano interessanti, come del resto appaiono interessanti le obbligazioni locali. Il real brasiliano potrebbe anche beneficiare di un sano flusso di investimenti diretti esteri nel lungo periodo. Il contesto politico del Brasile sarà nel mirino nel 2018 e un potenziale aumento della volatilità potrebbe lasciar spazio ad interessanti opportunità.

Per quanto concerne il resto del debito in valuta forte, continuiamo a ricercare opportunità per generare alfa in alcuni paesi di frontiera selezionati. I profili di credito di molti di questi, tra cui, ma non solo, l'Ecuador, l'Angola, il Ghana, l'Iraq e la Mongolia, stanno migliorando e molti sono sostenuti dai programmi del FMI. Per questi emittenti dal rating inferiore (e quindi rischio più elevato) prediligiamo emissioni con scadenza tra i 5 e i 7 anni, poiché riteniamo che questo segmento della curva mostri le valutazioni più interessanti. I prezzi dei titoli con queste scadenze tendono inoltre ad essere meno volatili e c'è maggiore probabi-

lità che il debito venga rimborsato, nonostante potenziali preoccupazioni idiosincratice o di mercato più ampie.

Quanto ai tassi locali, i rendimenti reali in molti paesi — Brasile (4,5%), Indonesia (4%), Messico (3%) e Colombia (2,5%) — rimangono interessanti. In termini nominali, quindi prima di considerare l'impatto dell'inflazione, molti rendimenti sono superiori di oltre 400 punti base (pb) rispetto ai Treasury americani a 5 anni, un livello molto interessante anche su base aggiustata per il rischio. Gli unici ad offrire rendimenti reali negativi sono alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale, tra cui l'Ungheria. La nostra strategia sui tassi locali consiste nel mantenere un'esposizione lunga in duration e altre posizioni che possano beneficiare dell'appiattimento di alcune curve selezionate. In termini di posizionamento, questo si traduce in un sovrappeso in tassi locali di Messico, Brasile, Indonesia e Malesia.

L'andamento del mercato dei tassi locali sarà indubbiamente influenzato dal mercato valutario dei paesi emergenti, per il quale abbiamo ottime prospettive per il 2018. Abbiamo notato che durante i periodi di turbolenza delle valute emergenti in contesti economici simili (crescita globale relativamente solida e inasprimento della politica della Fed), il mercato non ha mai ceduto più del 5%. Il più recente selloff del mercato valutario dei paesi emergenti, iniziato a metà settembre 2017, ha registrato un calo del 5% e la correzione ha iniziato a invertirsi a partire da metà novembre. In tale contesto, abbiamo recentemente aumentato l'esposizione al mercato valutario dei paesi emergenti, vista la forte crescita e l'inflazione relativamente bassa. I principali sovrappesi comprendono la rupia indiana, la rupia indonesiana e il real brasiliano, anche se siamo continuiamo a monitorare il mercato per aprire eventualmente altre posizioni in questo segmento nel corso del primo semestre dell'anno.

In generale, riteniamo che il debito dei mercati emergenti continuerà ad offrire buone opportunità nel 2018. In particolare, alcuni bond in valuta forte continuano a mostrare valutazioni interessanti, mentre alcuni mercati locali offrono rendimenti reali elevati un'inflazione relativamente contenuta. Nel caso in cui il dollaro rimanga stabile o continui a deprezzarsi, le valute dei mercati emergenti ne trarranno beneficio. I rischi macroeconomici e idiosincratice, tuttavia, non mancano e rendono la ricerca e la selezione dei titoli componenti essenziali del processo di investimento.

Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund

Performance T4 2017

Nordea 1 - Emerging Market Bond Fund (BP-USD)	1,59%
Nordea 1 - Emerging Market Bond Fund (BI-USD)	1,71%
Benchmark ²	1,16%

Fonte: Nordea Investment Funds S.A. Periodo in esame: 29.09.2017 - 29.12.2017. Le performance rappresentate sono storiche; i rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. 2) JP Morgan EMBI Global Diversified.

Il sovrappeso in Ecuador, Argentina, Iraq, Angola e El Salvador e il sottopeso in Polonia hanno offerto i contributi migliori in termini di performance relativa. L'Argentina ha messo a segno dei buoni risultati a seguito dei risultati elettorali che lasciano ben sperare per una continuazione del programma di riforme programmato dal governo. El Salvador ha sovraperformato grazie all'aumento del prezzo del petrolio e all'outlook positivo pubblicato da S&P per il paese. Il sovrappeso in Venezuela ha invece eroso parte dei risultati positivi, sia a causa delle sanzioni imposte dagli Stati Uniti sia a causa dell'acuirsi della crisi economica e politica del paese. Anche il sottopeso in Uruguay ha leggermente penalizzato la performance.

Il posizionamento in titoli sovrani di Venezuela, Argentina, Colombia, Ungheria e Kazakistan ha inciso in segno favorevole sulla performance. In particolare, l'esposizione ai titoli quasi sovrani del Venezuela (PDVSA) ha rappresentato il miglior contributo in termini di selezione dei titoli. Le obbligazioni a scadenza breve sono state rimborsate e hanno sovraperformato significativamente le altre emissioni a più lunga scadenza sulle quali pesa l'incertezza del rimborso. Anche il posizionamento in Perù (SCCO) e Malesia (PETMK) ha contribuito positivamente, mentre il posizionamento in Brasile e Kazakistan (KZOKZ) ha leggermente penalizzato la performance.

Le principali posizioni di sovrappeso del fondo sono in Argentina, Brasile e Ucraina, mentre i maggiori sottopesi sono in Polonia, Cina e Cile. I cambiamenti più significativi in termini di posizionamento durante il trimestre sono stati Venezuela (-0,54%), Russia (-0,32%) e Messico (-0,32%).

Nordea 1 - Emerging Market Bond Fund: maggiori esposizioni geografiche

	Portafoglio (%)	Benchmark ³ (%)	Differenza (%)
Argentina	6,31	3,37	2,94
Messico	5,99	5,19	0,81
Brasile	5,53	3,34	2,19
Indonesia	4,74	4,34	0,40
Turchia	4,67	3,79	0,88
Ucraina	4,47	2,70	1,77
Russia	4,12	3,61	0,50
Sud Africa	3,44	2,76	0,68
Ecuador	3,12	2,59	0,53
Libano	3,01	2,52	0,49

Fonte: PGIM Ltd. Dati al 31.12.2017. Nota: i numeri fanno riferimento all'allocazione del portafoglio modello e potrebbero variare rispetto ai dati ufficiali del fondo. 3) JP Morgan EMBI Global Diversified.

Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund

Performance T4 2017

Nordea 1 - Emerging Market Bond Opportunities Fund (BP-USD)	0,82%
Nordea 1 - Emerging Market Bond Opportunities Fund (BI-USD)	0,95%
Benchmark ⁴	1,00%

Fonte: Nordea Investment Funds S.A. Periodo in esame: 29.09.2017 - 29.12.2017. Le performance rappresentate sono storiche; i rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. 4) 50% JP Morgan EMBI Global Diversified e 50% JP Morgan GBI-EM Global Diversified.

Per quanto riguarda gli investimenti in valuta forte, i sovrappesi in Argentina, Ecuador, Ucraina, El Salvador e Iraq hanno apportato i contributi migliori. Il sovrappeso in Venezuela ha invece controbilanciato alcuni di tali guadagni. I tassi locali soggetti a copertura hanno reso il +0,03% nel 4° trimestre 2017. Il sovrappeso in Indonesia e i sottopesi in Repubblica ceca, Romania e Cile hanno contribuito positivamente alla performance, mentre il sovrappeso in Brasile e il sottopeso in Argentina hanno penalizzato il risultato attivo.

Il posizionamento in titoli sovrani di Indonesia, Colombia e Argentina ha inciso in segno favorevole sulla performance e i titoli quasi sovrani del Venezuela (PDVSA) sono stati i principali contributori per quanto riguarda la selezione dei titoli. I titoli societari e quasi-sovrani del Brasile (ODBR) hanno inciso in maniera leggermente negativa sulla performance. Il posizionamento in tassi locali dell'Ungheria ha contribuito positivamente, mentre quello in Brasile, Messico, Turchia, Indonesia e Sudafrica ha sottratto al risultato trimestrale.

Le valute dei mercati emergenti si sono rafforzate nel trimestre in esame, archiviando un rendimento totale di +2,00% come misurato dall'Indice JP Morgan ELMI+. Molti avvenimenti idiosincratici al di fuori degli Stati Uniti hanno portato il dollaro a indebolirsi rispetto alle valute dei mercati sviluppati ed emergenti. Le esposizioni alla lira turca, al real brasiliano e al peso messicano hanno penalizzato la performance, mentre le esposizioni al rublo russo, alla rupia indiana e alla corona ceca hanno contribuito positivamente.

I cambiamenti più significativi a livello di sovra/sottopesi in valuta forte durante il trimestre sono simili a quelli già osservati nel portafoglio hard currency (v. sopra). Quanto ai cambiamenti in termini di tassi locali, il fondo ha ridotto le posizioni in Messico (-0,05 anni), Brasile (-0,02 anni) e Turchia (-0,02 anni) e ha aumentato quelle in Sudafrica e Malesia (+0,02 anni ognuno). Per quanto riguarda il mercato valutario, il fondo ha aumentato il sovrappeso nel peso colombiano, nel rublo russo e nel ringgit malese, riducendo invece l'esposizione a rand sudafricano, rupia indonesiana e peso messicano.

Nordea 1 - Emerging Market Bond Opportunities Fund: maggiori esposizioni geografiche

	Portafoglio (%)	Benchmark ⁵ (%)	Differenza (%)
Brasile	9,31	6,67	2,64
Indonesia	8,86	6,98	1,88
Messico	8,04	7,40	0,63
Sud Africa	6,80	5,57	1,23
Turchia	6,26	5,49	0,77
Malesia	4,95	4,13	0,82
Argentina	4,19	2,15	2,04
Polonia	3,85	5,80	-1,95
Colombia	3,81	4,94	-1,13
Ucraina	3,25	1,35	1,90

Fonte: PGIM Ltd. Dati al 31.12.2017. Nota: i numeri fanno riferimento all'allocazione del portafoglio modello e potrebbero variare rispetto ai dati ufficiali del fondo. 5) 50% JP Morgan EMBI Global Diversified e 50% JP Morgan GBI-EM Global Diversified.

Fonte (se non indicato diversamente): Nordea Investment Funds S.A. Periodo in esame (se non indicato diversamente): 29.09.2017 – 29.12.2017. La performance è calcolata sulla differenza tra i valori delle attività (al netto delle commissioni e degli oneri fiscali applicabili in Lussemburgo) nella valuta della relativa Classe Azionaria, con reinvestimento dei proventi lordi e dei dividendi nella valuta di base del rispettivo comparto, escludendo le commissioni iniziali e di uscita alla data del 29.12.2017. Commissioni di ingresso e di uscita potrebbero influire sul valore della performance. **Le performance rappresentate sono storiche; i rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Il valore delle azioni può variare e non è assicurato.** Se la valuta della relativa Classe Azionaria differisce dalla valuta del paese in cui l'investitore risiede la performance rappresentata potrebbe variare in base alle fluttuazioni valutarie. I comparti citati fanno parte di Nordea 1, SICAV, una società di investimento a capitale variabile (Société d'Investissement à Capital Variable) con sede in Lussemburgo, costituita validamente ed in esistenza in conformità alle leggi in vigore in Lussemburgo e alla direttiva n. 2009/65/CE del 13 luglio 2009. **Il presente documento contiene materiale pubblicitario e potrebbe non fornire tutte le informazioni rilevanti rispetto al/i fondo/i presentato/i. Gli investimenti riguardanti i fondi Nordea devono essere effettuati sulla base del Prospetto informativo e del Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), che sono disponibili elettronicamente, insieme alle relazioni semestrali e annuali, e ad ogni altra documentazione d'offerta. Tale documentazione, sia in inglese che nella lingua locale del mercato in cui la SICAV indicata è autorizzata per la distribuzione, è anche disponibile senza costi presso Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Lussemburgo, presso i rappresentanti locali, gli agenti incaricati dei pagamenti, o presso i nostri distributori.** Gli investimenti in strumenti derivati e le operazioni in valuta estera possono essere soggetti a significative fluttuazioni e di conseguenza possono influenzare il valore di un investimento. **Gli investimenti in mercati emergenti comportano un maggiore elemento di rischio. Come conseguenza della politica d'investimento il valore delle azioni non è assicurato e può fluttuare ampiamente. Gli investimenti in titoli di capitale e di debito emessi dalle banche rischiano di essere soggetti al meccanismo di bail-in, come previsto dalla direttiva europea 2014/59/UE (ciò significa che i titoli di capitale e di debito potranno essere svalutati, assicurando perdite adeguate ai creditori non-garantiti dell'ente).** Per ulteriori dettagli dei rischi di investimento associati a questo/i fondo/i, si rimanda al Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), disponibile come sopra descritto. Nordea Investment Funds S.A. pubblica esclusivamente informazioni relative ai prodotti e non fornisce alcuna raccomandazione d'investimento. Pubblicato da Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg, che è autorizzata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) autorità lussemburghese di sorveglianza dei mercati finanziari. Per ulteriori informazioni, La preghiamo di contattare il Suo consulente finanziario. Egli potrà consigliarLa in maniera imparziale sui fondi di Nordea Investment Funds S.A. **Informazioni aggiuntive per gli investitori in Svizzera:** Il Rappresentante e Banca incaricata dei pagamenti in Svizzera è BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale di Zurigo, Selnastrasse 16, CH-8002 Zurigo, Svizzera. **Informazioni aggiuntive per gli investitori in Italia:** In Italia, la documentazione relativa alla SICAV sopra elencata è disponibile presso i collocatori e sul sito web www.nordea.it. L'elenco aggiornato dei Soggetti collocatori, raggruppati per categorie omogenee, è messo a disposizione del pubblico presso gli stessi Soggetti collocatori, presso le filiali capoluogo di regione di State Street Bank International GmbH – Succursale Italia BNP Paribas Securities Services - Succursale di Milano, Banca Sella Holding S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Allfunds Bank S.A. Succursale di Milano, Société Générale Securities Services S.p.A. e sul sito www.nordea.it. **Il Prospetto ed il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) sono stati depositati presso gli archivi Consob. Prima dell'adesione leggere il Prospetto informativo e il KIID, disponibili presso i collocatori.** Eventuali richieste di informazioni potranno essere inviate ai Soggetti collocatori. Si raccomanda la lettura dell'ultimo rendiconto annuale della gestione per un maggiore dettaglio informativo in merito alla politica di investimento concretamente posta in essere dal comparto. Per conoscere il profilo di rischio dei suddetti comparti, si prega di fare riferimento al prospetto del fondo. Fonte (se non indicato diversamente): Nordea Investment Funds S.A. Laddove non diversamente indicato, tutte le considerazioni espresse appartengono a Nordea Investment Funds S.A. Questo documento contiene informazioni esclusivamente riservate ad investitori professionali. È vietata la riproduzione e la circolazione di questo documento senza previa autorizzazione, nonché la sua trasmissione agli investitori privati. I riferimenti a società o altre tipologie di investimento contenuti all'interno del presente documento non costituiscono sollecitazione alla compravendita di tali investimenti, ma hanno scopo illustrativo.