



Quarto trimestre 2019

## Analisi del mercato e Outlook<sup>1</sup>

### Punti salienti sul debito dei mercati emergenti

- Nel terzo trimestre il debito emergente ha conseguito una performance resiliente nel quadro dei rischi legati alla guerra commerciale, al rallentamento del settore manifatturiero globale e alle tensioni geopolitiche in Arabia Saudita e in Argentina
- I mercati emergenti sembrano ancora in attesa di maggiore chiarezza sulle politiche e sulla traiettoria di crescita dei paesi sviluppati. Il contesto globale risulta relativamente favorevole a fronte della linea espansiva delle banche centrali, della continua ricerca di rendimento da parte degli investitori e di una crescita modesta ma non negativa

### Mercati emergenti

Dopo un primo trimestre deludente e un rimbalzo piuttosto consistente nel secondo, gli indicatori segnalano una lieve accelerazione nei mercati emergenti. Inoltre, in linea con le nuove misure di stimolo delle autorità monetarie dei paesi avanzati, molte banche centrali delle aree emergenti, fra cui quelle di Cina, Brasile, Messico, Russia, Sudafrica e India, hanno tagliato i tassi di riferimento. Tale allentamento influisce maggiormente sui tassi di cambio che sull'inflazione, la quale resta nel complesso sottotono. Confermiamo la cautela sulle previsioni per le economie emergenti dati i rischi associati al conflitto commerciale e alla flessione della produzione manifatturiera. Nell'insieme, i mercati emergenti sembrano ancora nel limbo, in attesa di maggior chiarezza sulle politiche e sulla traiettoria di crescita dei paesi avanzati. A livello di singoli paesi segnaliamo due eventi in particolare. Primo, il recente attacco a un impianto petrolifero in Arabia Saudita che ha alimentato il rischio geopolitico globale, il quale a sua volta aumenta l'incertezza generale con pesanti ripercussioni sulle previsioni.

Secondo, l'esito delle primarie in Argentina con la vittoria schiacciante del candidato all'opposizione Alberto Fernández, ora favorito alle elezioni di fine anno. I mercati non hanno gradito tale risultato e temono un ritorno alle politiche non ortodosse perseguite dall'ipotetico vice di Fernández, l'ex presidente Cristina Fernández de Kirchner. A oggi, Fernández non è riuscito a stendere un programma convincente per far fronte ai problemi economici dell'Argentina nel quadro del programma del FMI. In tale contesto i prezzi delle obbligazioni riflettono le attese del mercato, che sconta una possibile ristrutturazione del debito. Nel tentativo di ottenere più voti alle presidenziali di ottobre, l'amministrazione in carica ha deciso di prolungare i tempi per il rimborso del debito locale. Inoltre, ha aumentato stipendi e sussidi, tagliato le imposte sul reddito e reintrodotta i controlli sul capitale. Al contempo, l'economia resta impantanata nella stagflazione, le riserve in valuta estera continuano a diminuire e il proseguimento del programma del FMI è incerto.

### Quali sono le conseguenze per il debito emergente?

Nonostante i vari fattori negativi che influiscono sull'asset class, nel terzo trimestre il debito emergente ha conseguito una performance resiliente. Nel prossimo futuro il contesto globale risulta relativamente favorevole a fronte della linea espansiva delle banche centrali, della continua ricerca di rendimento da parte degli investitori e di una crescita modesta ma non negativa. La guerra commerciale presenta tuttora un duplice rischio: una tregua potrebbe favorire gli asset dei mercati emergenti, mentre un'escalation delle tensioni potrebbe rendere insufficiente il supporto fornito dalle misure di allentamento delle banche centrali.

1) Le opinioni qui espresse appartengono al team PGIM Fixed Income Emerging Markets. PGIM Limited è il sub-gestore degli investimenti di Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund e Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund.

## Performance del debito emergente

	Rendimento complessivo (%)		Spread (pb)/ Variazione di rendimento (%)		OAS (pb)/ Rendimento (%)
	T3	YTD	T3	YTD	30.09.19
Debito emergente in valuta forte	1,50	12,99	-9pb	-78 pb	337 pb
Debito emergente in valuta locale (con copertura)	2,74	8,15	-0,48%	-1,24%	5,21%
Valute emergenti	-2,08	1,41	0,62%	0,40%	5,70%
Debito emergente corporate	1,66	10,64	14 pb	-24 pb	347 pb

Fonte: J.P. Morgan al 30 settembre 2019. La performance passata non è garanzia né un indicatore attendibile dei risultati. Non è possibile investire direttamente in un indice.

**Debito emergente sovrano in valuta forte:** Il fatto che le problematiche di Argentina e Venezuela non abbiano avuto ripercussioni su altri paesi nel T3 è indice della diversità delle economie emergenti, in particolare di quelle classificate high yield, nonché di una pianificazione prudente. Ad esempio, l'Ucraina dovrebbe beneficiare della riforma agraria che potrebbe essere approvata già nel quarto trimestre, mentre la Turchia continuerà probabilmente a stabilizzarsi man mano che diminuiscono le vulnerabilità esterne. Presumendo che i tassi dei mercati sviluppati globali rimarranno su livelli bassi, gli investitori privilegeranno probabilmente i titoli di credito di qualità elevata date la robustezza dei bilanci degli emittenti e la domanda di duration. Il nostro posizionamento diversificato tramite approccio barbell dovrebbe confermarsi una strategia efficace per la generazione di alpha. I flussi nel debito emergente sono bilanciati in quanto gli investitori evitano gli asset sensibili alla crescita e detengono posizioni modeste (escludendo l'Argentina). Detto ciò, la performance complessiva dei titoli sovrani in valuta forte continua a far gola; basti pensare ai recenti spread di 337 pb, decisamente allettanti rispetto ai minimi di 260 pb del 2018 e a gran parte degli spread del segmento high yield USA. Sul fronte dell'offerta, le esigenze di finanziamento dei governi e delle società dei Paesi emergenti nel T4 sono molto scarse (prossime allo zero in termini netti).

**Tassi locali:** il recente rally dei tassi locali dei mercati emergenti sembra eccessivo (il rendimento del 5,85% sull'indice GBI-EM rappresenta un minimo quinquennale) poiché i possibili tagli ai tassi di interesse sono in gran parte già scontati. Di rado la correlazione fra i tassi locali dei mercati emergenti e le valute dei mercati emergenti è diventata negativa, e in quei casi essenzialmente per mancanza di trasferimento dei cambi all'inflazione, consentendo a molte banche centrali di mantenere una linea accomodante.

**FX:** Le previsioni per le valute dei mercati emergenti sono relativamente deboli, ma la robustezza del dollaro USA è relativa, non assoluta. Fra le divise in forte rialzo da gennaio figurano quelle di paesi che presentano una crescita solida, rendimenti reali interessanti e poca sensibilità al contesto esterno, come Egitto, Ucraina, Russia, Messico, Indonesia e Turchia. Per contro, le valute che evidenziano una scarsa performance da inizio anno appartengono a paesi caratterizzati da economie aperte, cre-

scita modesta e bassi rendimenti reali, come quelli dell'Europa centrale e orientale, della Corea del Sud e del Brasile. A nostro avviso tale trend continuerà alla luce della crescita sottotono e della continua minaccia del protezionismo.

## Che cosa monitoriamo ...

In termini di posizionamento, continuiamo a prediligere gli spread in valuta forte, con particolare riferimento ad alcuni emittenti sovrani del segmento B che sono impegnati in riforme e godono di un buon accesso al mercato e/o del supporto del Fondo Monetario Internazionale, fra cui l'Ecuador, l'Ucraina, l'Egitto e la Costa d'Avorio. Manteniamo il sovrappeso in Argentina in previsione di un valore di recupero superiore ai prezzi attuali di mercato. Nel segmento BB, la Turchia risulta interessante grazie alla minore vulnerabilità ai fattori esterni. L'inserimento nel benchmark dei Paesi del Consiglio di Cooperazione del Golfo apre opportunità di investimento in emittenti IG come il Qatar e l'Arabia Saudita. Allettanti anche alcuni titoli quasi sovrani, come Petrobras e Pemex. Quest'ultimo scambia a livelli simili a quelli di un emittente di fascia B con uno spread di 250 pb rispetto ai titoli di Stato messicani; inoltre la recente operazione di gestione delle passività e la prospettiva di non lanciare nuovi titoli sul mercato per oltre due anni dipingono un quadro tecnico positivo per la società. Altre posizioni in emissioni di qualità elevata riguardano Romania, Indonesia e Russia. Le economie di Indonesia e Russia sono relativamente chiuse e presentano una scarsa vulnerabilità agli eventi esterni; godono pertanto di un vantaggio in caso di escalation delle tensioni commerciali. Nel segmento corporate emergente privilegiamo i titoli indiani.

Quanto ai tassi locali delle aree emergenti, sovrappesiamo tuttora la duration in paesi caratterizzati da una crescita inferiore al potenziale, un'inflazione scarsa o in calo e banche centrali disposte ad allentare le politiche, fra cui Cina, Messico, Russia e Brasile. In termini di posizionamento sulla curva, preferiamo il segmento a media scadenza alla luce dell'appiattimento della curva e della riduzione del premio a termine sulle scadenze lunghe. Fra le posizioni di sottopeso figurano Colombia, Cile, Turchia e altri Paesi che dispongono di uno scarso margine di manovra per allentare le politiche.

In ambito valutario deteniamo una posizione netta lunga su USD. Tale posizione è stata presa alla luce del mancato rally delle divise emergenti dopo il taglio dei tassi USA in luglio. Abbiamo quindi rafforzato l'esposizione netta lunga al dollaro a fronte dell'escalation del conflitto commerciale e dell'adozione di misure di stimolo inferiori alle attese in Cina. Le principali posizioni lunghe riguardano Russia, India, Egitto, Ucraina e Messico, quelle corte interessano Cile, Brasile, Europa centro-orientale e Taiwan.

Le nostre previsioni sono positive con riserva. Tramite un sovrappeso "barbell" sui titoli sovrani a breve scadenza di qualità inferiore e sulle emissioni a lunga scadenza di qualità superiore miriamo a catturare il potenziale di rialzo in un contesto favorevole limitando al contempo i rischi di ribasso legati alla volatilità.

## Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund

### Performance T3 2019

Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund (BP-USD)	0,26%
Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund (BI-USD)	0,38%
Benchmark <sup>2</sup>	1,50%

Fonte: Nordea Investment Funds S.A. Periodo in esame: 30.06.2019 – 30.09.2019. 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, gli investitori possono perdere parte o la totalità dell'importo investito. 2) JP Morgan EMBI Global Diversified.

Argentina e Venezuela sono i grandi ritardatori del trimestre. L'Argentina ha sottoperformato a causa della sconfitta del Presidente in carica Macri e della sua coalizione alle primarie. Il sottopeso dei titoli di qualità elevata e più sensibili ai rendimenti dei treasury americani, ad esempio a Panama, in Uruguay e negli EAU, ha eroso la performance relativa in quanto la continua flessione dei tassi di interesse nei paesi sviluppati ha sostenuto le valutazioni. Tali perdite sono state in parte compensate tramite il sovrappeso di Messico, Indonesia e Turchia. L'investimento nei titoli sovrani argentini e le posizioni basate sull'appiattimento delle curve in Qatar, Arabia Saudita e Romania hanno sostenuto la performance, mentre l'esposizione al Venezuela ha remato contro. Positivo il posizionamento in ambito corporate e quasi sovrano in Brasile (PETBRA) e in Cina (SINOPE).

Le principali posizioni sovrappesate in valuta forte riguardano Ucraina, Turchia e Brasile, mentre le maggiori posizioni di sottopeso interessano Filippine, Polonia e Cile. A livello trimestrale le principali variazioni sono consistite nell'incremento dell'allocation in Messico e Russia e nella riduzione dell'esposizione attiva all'Argentina alla luce delle oscillazioni del mercato, oltre che al Bahrain e all'Arabia Saudita a fronte dell'inserimento di nuovi Paesi del CCG negli indici JP Morgan.

### Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund: Prime 10 posizioni per Paese

	Portafoglio (%)	Benchmark <sup>3</sup> (%)	Differenza (%)
Messico	5,74	4,58	1,16
Indonesia	5,28	4,32	0,96
Turchia	4,83	3,28	1,55
Brasile	4,52	2,97	1,55
Russia	4,45	3,28	1,17
Ucraina	4,35	2,36	1,99
Ecuador	3,65	2,34	1,31
Sudafrica	3,47	2,44	1,03
Sri Lanka	2,93	2,14	0,78
Argentina	2,69	1,33	1,37

Fonte: PGIM Ltd. al 30 settembre 2019. Nota: I dati si basano sull'allocation di portafoglio tipo e possono scostarsi dai dati effettivi del fondo. 3) JP Morgan EMBI Global Diversified.

## Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund

### Performance T3 2019

Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund (BP-USD)	-0,04%
Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund (BI-USD)	0,09%
Benchmark <sup>4</sup>	0,36%

Fonte: Nordea Investment Funds S.A. Periodo in esame: 30.06.2019 – 30.09.2019. 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, gli investitori possono perdere parte o la totalità dell'importo investito. 4) 50% JP Morgan EMBI Global Diversified e 50% JP Morgan GBI-EM Global Diversified.

Nel debito in valuta forte abbiamo risentito del sovrappeso di Argentina, Venezuela, Ecuador e del sottopeso delle Filippine. L'Argentina ha conseguito una marcata sottoperformance per via della netta e inattesa sconfitta del Presidente Macri e della sua coalizione alle primarie, in seguito alla quale il mercato ha iniziato a scontare una vittoria di Alberto Fernandez alle elezioni di ottobre. Il sottopeso in titoli di qualità elevata come quelli filippini ha frenato la performance relativa in quanto la continua flessione dei tassi di interesse nei paesi sviluppati ne ha sostenuto la performance.

Tali perdite sono state in parte compensate tramite il sovrappeso di Turchia, Indonesia, Messico, Russia e Bahrain. Nel terzo trimestre i tassi locali coperti hanno reso il +2,74%. Il sovrappeso del Messico e il sottopeso dell'Argentina hanno giovato al portafoglio. Quest'ultimo mercato è stato il più deludente del periodo alla luce dei controlli sui capitali e della possibile eliminazione del paese dagli indici JP Morgan del debito emergente in valuta locale il 30 novembre salvo importanti modifiche ai controlli sui capitali. Il Messico ha sovraperformato dopo l'avvio ufficiale di un ciclo di allentamento nel T3: in due riunioni consecutive la banca centrale ha tagliato i tassi di 25 pb e i mercati scontano riduzioni per altri 200 pb. Abbiamo risentito del sovrappeso della Turchia e del sottopeso di Thailandia, Brasile, Cile e Ungheria. L'assetto sui titoli sovrani argentini, in particolare nelle scadenze 2038, ha invece sostenuto la performance al pari della posizione basata sull'appiattimento delle curve di Arabia Saudita e Romania. Il posizionamento in Libano ci ha penalizzato. L'esposizione alle emissioni corporate e quasi sovrane in Venezuela (PDVSA) ha frenato il risultato, mentre l'allocation in Messico (PEMEX) ha offerto un contributo positivo.

Quanto ai tassi locali, le posizioni basate sull'appiattimento delle curve thailandese e ceca ha sostenuto la performance, al contrario dell'esposizione alla Polonia. Le valute delle aree emergenti hanno sofferto nel trimestre, chiudendo con un risultato complessivo del -2,08% in base all'indice JP Morgan ELMI+. Il portafoglio ha risentito della posizione lunga su peso argentino e rand sudafricano. Il rand è stato penalizzato dalla pubblicazione del peggior dato sul PIL trimestrale sudafricano

dalla recessione del 2009 che ha indotto gli investitori a posizionarsi in vista di un possibile downgrade alla categoria "junk". Il fondo ha beneficiato della sottoponderazione del peso cileno e del real brasiliano. Il peso ha sottoperformato sulla scia di una crescita debole e della riduzione del tasso di riferimento della banca centrale ai minimi in 9 anni.

Le principali sovra/sottoponderazioni del fondo in valuta forte e le variazioni operate nel corso del trimestre sono simili a quelle citate per Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund (si veda sopra). Nei tassi locali, abbiamo investito in Messico e Ungheria e ridotto l'esposizione a Indonesia e Brasile. Quanto alle valute emergenti, abbiamo incrementato l'allocazione in RUB e BRL e diminuito quella in CLP e THB.

#### Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund: Prime 10 posizioni per Paese in valuta forte

	Portafoglio (%)	Benchmark <sup>5</sup> (%)	Differenza (%)
Indonesia	10,08	7,29	2,79
Messico	8,79	7,16	1,63
Ucraina	7,02	6,49	0,54
Turchia	5,94	5,50	0,44
Russia	4,70	3,64	1,06
Brasile	3,78	4,71	-0,93
Ecuador	3,54	4,05	-0,51
Sri Lanka	3,35	5,22	-1,86
Argentina	3,19	1,18	2,01
Sudafrica	2,70	5,72	-3,03

Fonte: PGIM Ltd. al 30 settembre 2019. Nota: I dati si basano sull'allocazione di portafoglio tipo e possono scostarsi dai dati effettivi 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): 30.06.2019 – 30.09.2019. 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, escludendo le commissioni iniziali e di uscita alla data del 30.09.2019. 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, gli investitori possono perdere parte o la totalità dell'importo investito. 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. ha deciso di assorbire i costi di ricerca, pertanto tali costi saranno in futuro coperti dall'attuale struttura commissionale (commissioni di gestione e di amministrazione). 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. **Si prega di notare che potrebbero non essere disponibili tutti i comparti e le classi di azioni nella sua nazione. Informazioni aggiuntive per gli investitori in Svizzera:** Il Rappresentante e la Banca incaricata dei pagamenti in Svizzera è BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale di Zurigo, Selnaustrasse 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](http://www.nordea.it). L'elenco aggiornato dei Soggetti collocatori, raggruppati per categorie omogenee, è messo a disposizione del pubblico presso gli stessi Soggetti collocatori, e presso i Soggetti incaricati dei pagamenti: State Street Bank International GmbH – Succursale Italia, BNP Paribas Securities Services - Succursale di Milano, Allfunds Bank S.A.U. Succursale di Milano, Société Générale Securities Services S.p.A., Banca Sella Holding S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., CACEIS Bank S.A. – Succursale Italia e sul sito [www.nordea.it](http://www.nordea.it). **Il Prospetto ed il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) sono stati debitamente pubblicati presso la 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. È vietata la riproduzione e la circolazione di questo documento senza previa autorizzazione, nonché la sua trasmissione agli investitori privati. Questo documento contiene informazioni esclusivamente riservate ad investitori professionali e consulenti finanziari e non è pensato per una divulgazione generica. 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.