

# Paesi Emergenti

## Opportunità d'investimento tra mito e realtà

Giugno 2017 - Roma

**Donatella Principe**

Head of Fund Selection Unit and Institutional  
Sales | Fidelity International

## Contenuti

Le caratteristiche dei Paesi Emergenti

Le sfide: dal Protezionismo al Dollaro

Implicazioni della politica monetaria Usa

Un'opportunità d'investimento

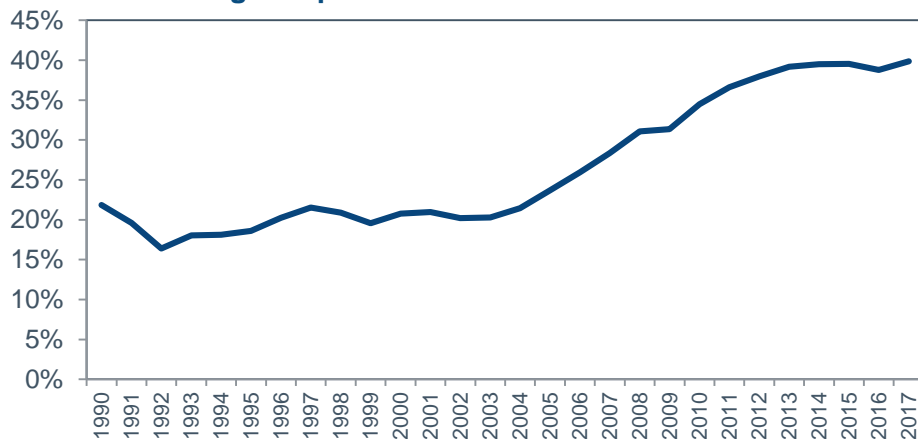
Il mercato del debito emergente

Come gestire l'opportunità del debito emergente

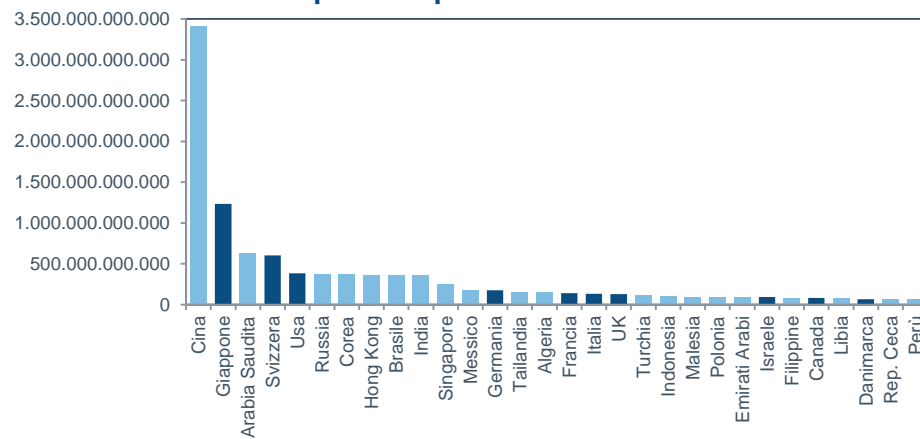
# Paesi Emergenti – la loro dimensione

Qualche dato per inquadrare il settore

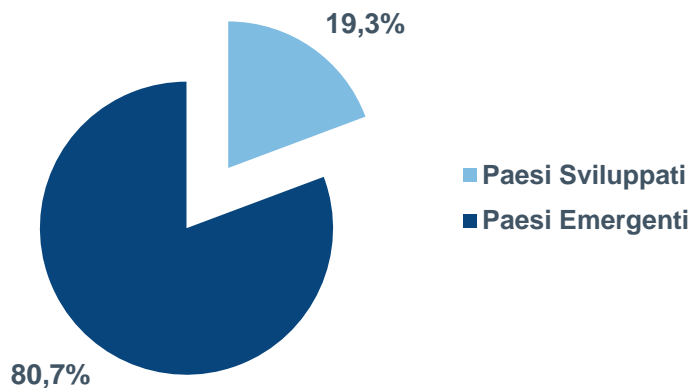
Paesi Emergenti: peso sul PIL mondiale



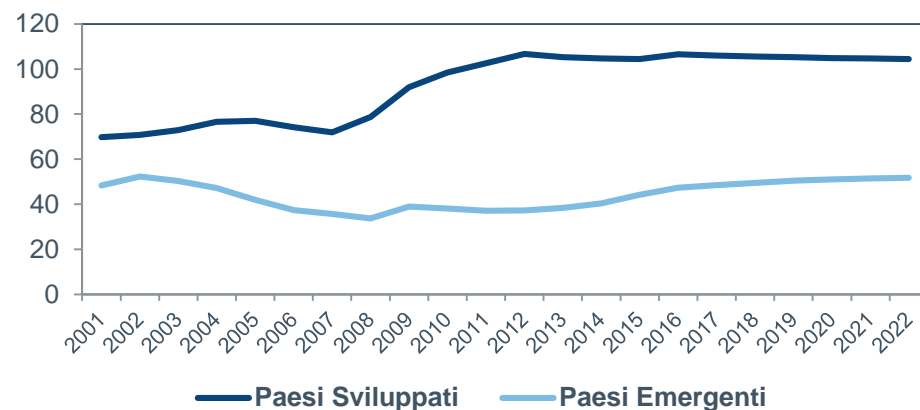
Riserve valutarie: primi 30 paesi



Popolazione mondiale



Rapporto Debito/PIL

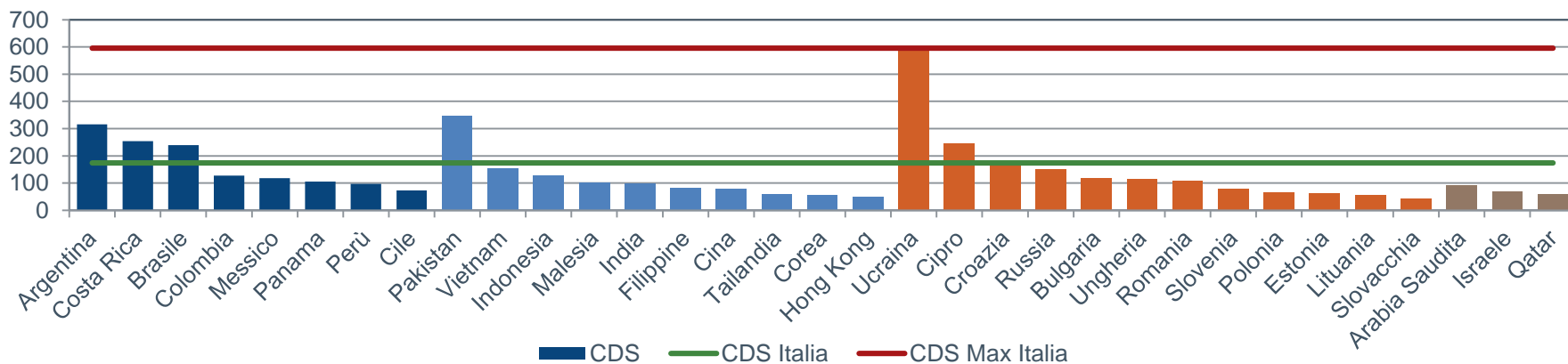


Fonte: World Bank Outlook (Aprile 2017)

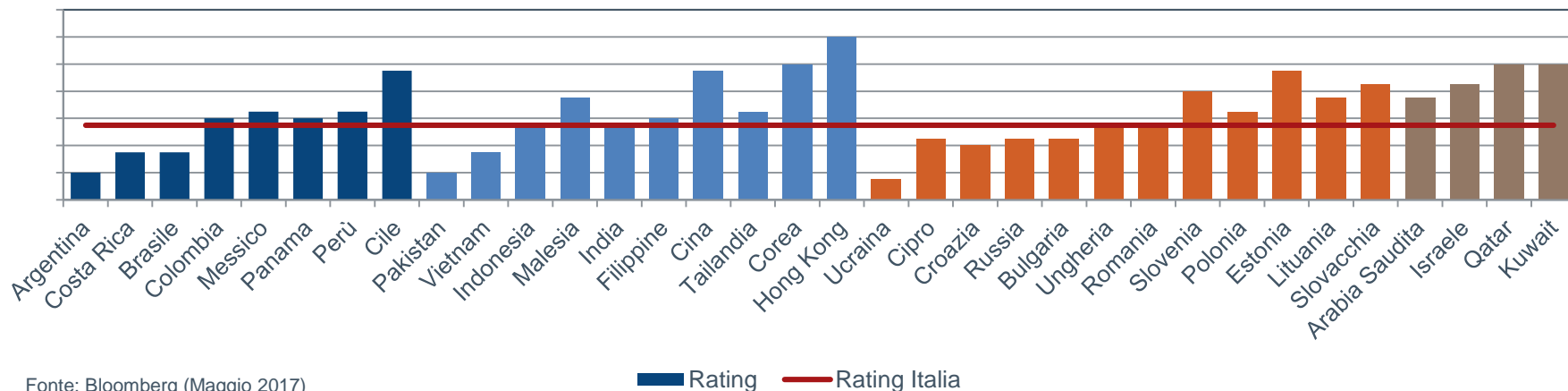
# Quali sono i paesi davvero rischiosi?

## Qualità e rischio: Paesi Emergenti vs Italia

### Il rischio paese



### Il rating

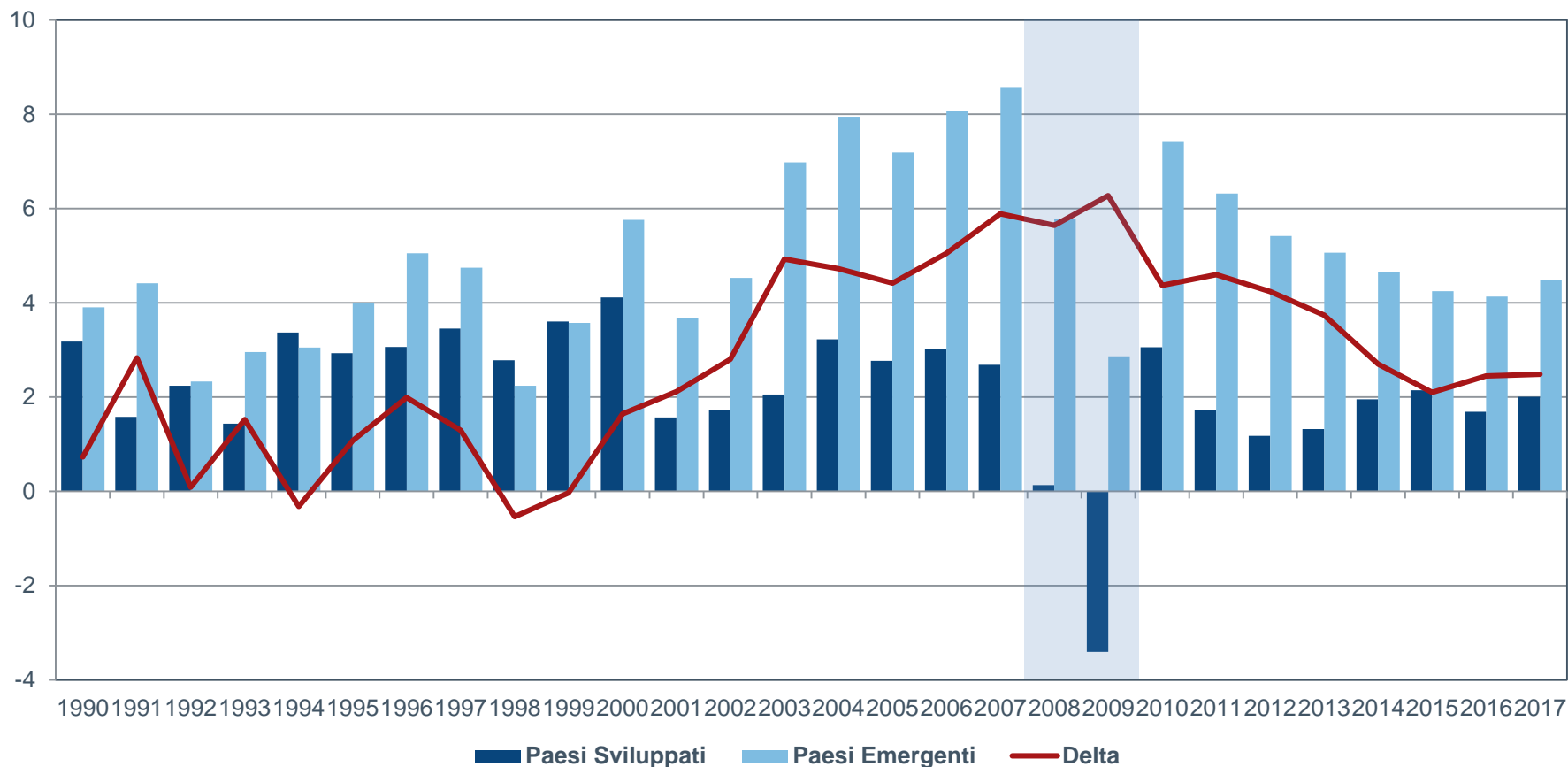


Fonte: Bloomberg (Maggio 2017)

# Paesi Emergenti: dalla crisi dei subprime a oggi

Vittime del loro successo?

## PIL: Paesi Emergenti vs Paesi Sviluppati

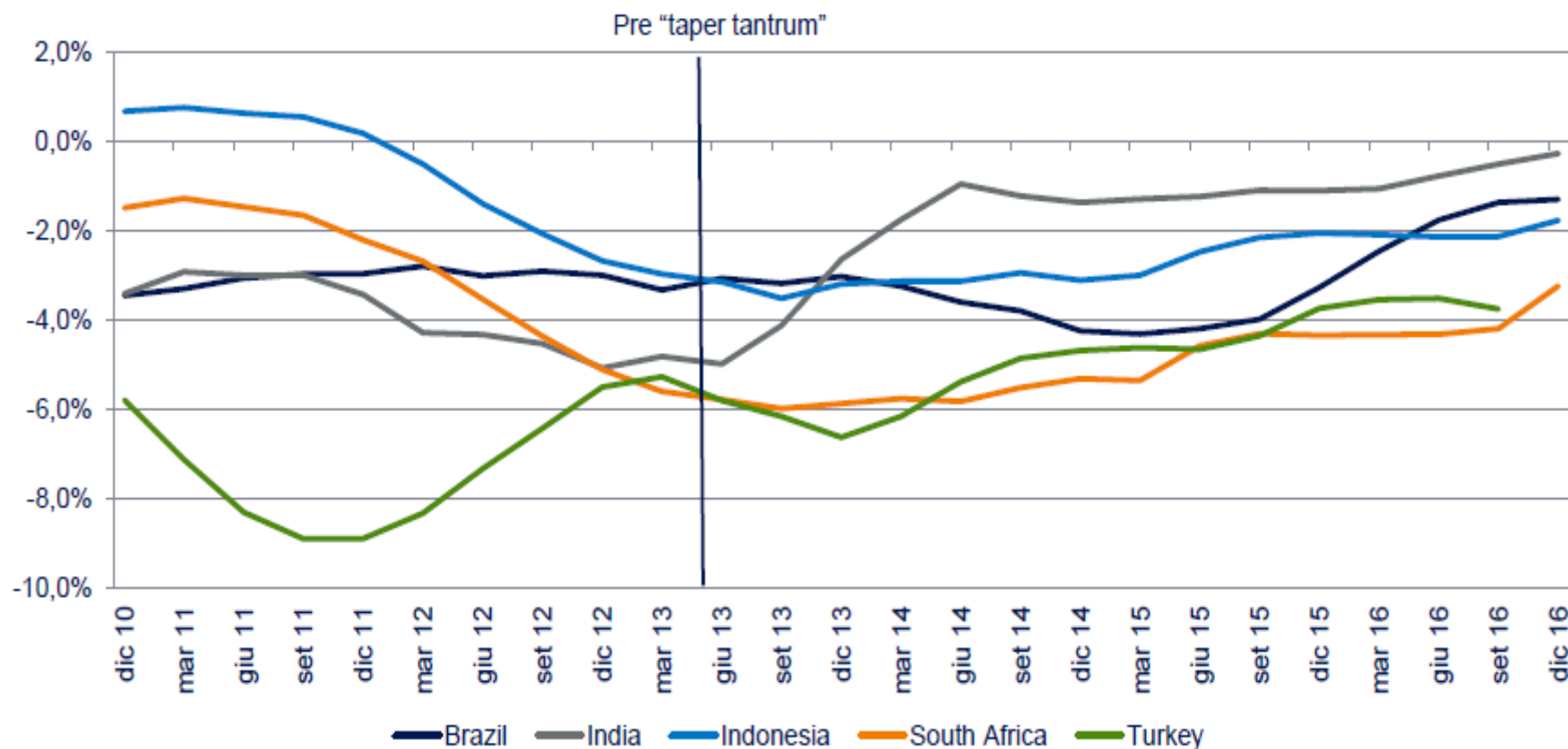


Fonte: FMI, World Bank (Aprile 2017)

# I Fragili 5: la punta dell'iceberg

Un costante deterioramento...fino alla «sveglia della ripresa»

Partite correnti in percentuale del PIL



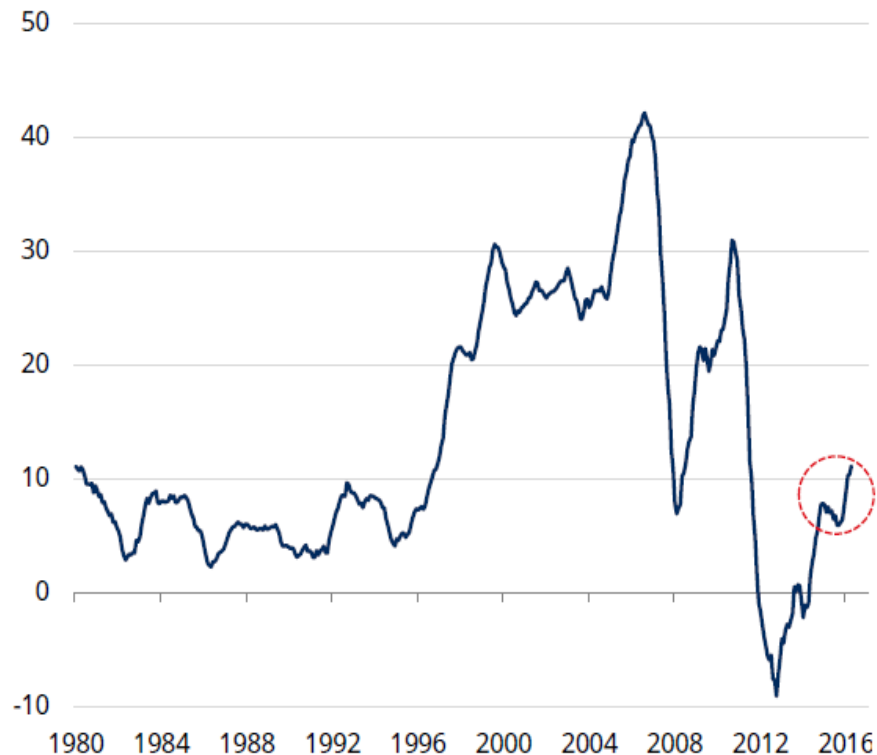
Fonte: Haver, 1 anno rolling (Marzo 2017)

# Le crisi portano cambiamenti

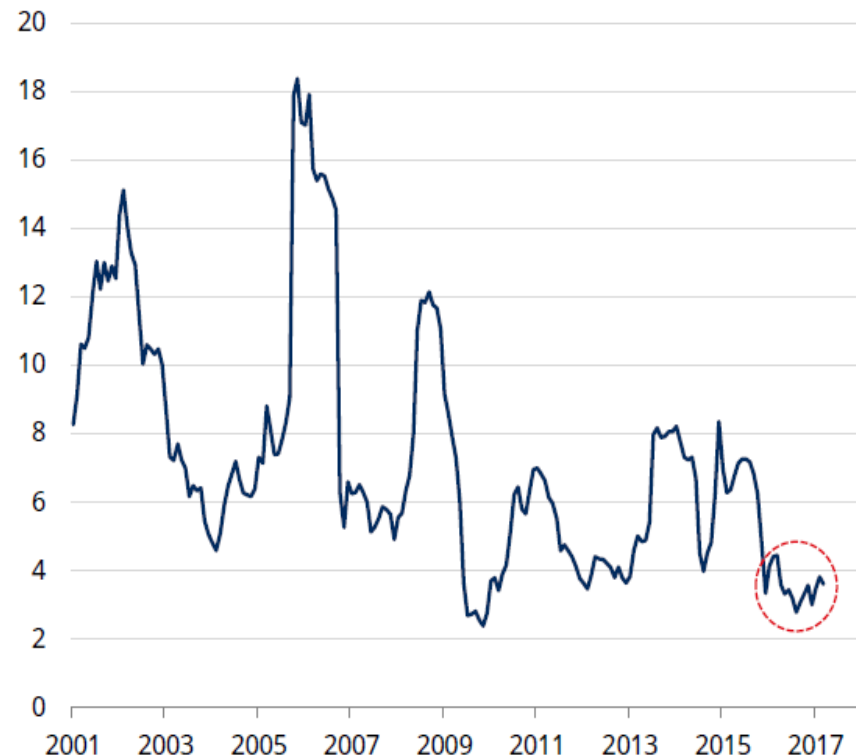
## Imparare dai propri errori



**Indonesia: un ritorno al surplus commerciale\***



**Indonesia: inflazione al consumo (a/a)**



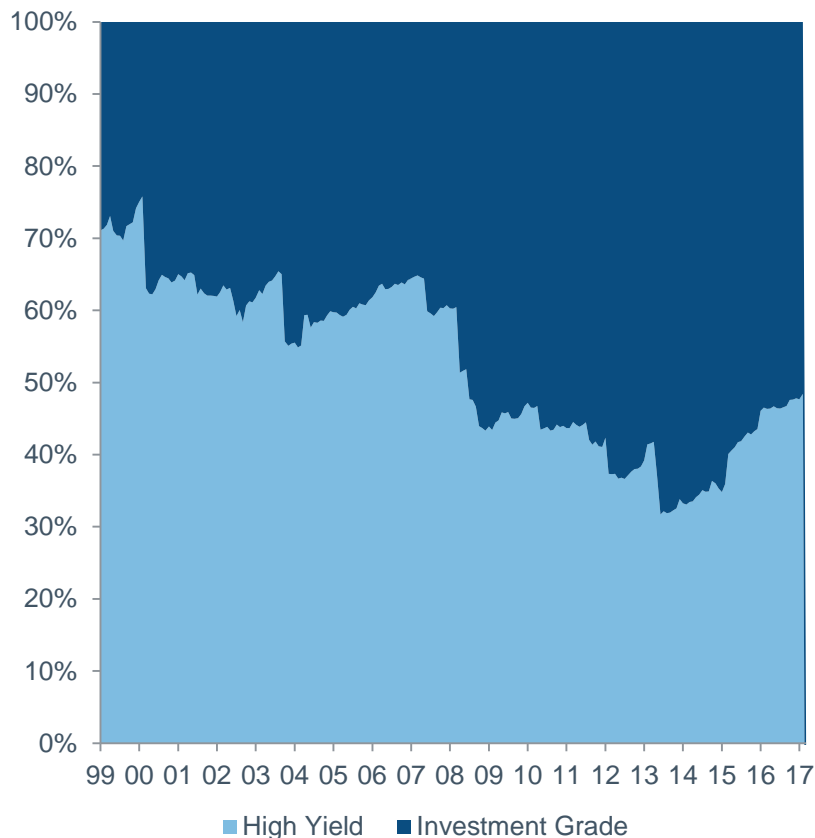
Fonte: Thompson DataStream, Bank of Indonesia (Marzo 2017)

\* Bilancia commerciale in mld \$; somma a 12 mesi rolling

# La qualità del debito emergente

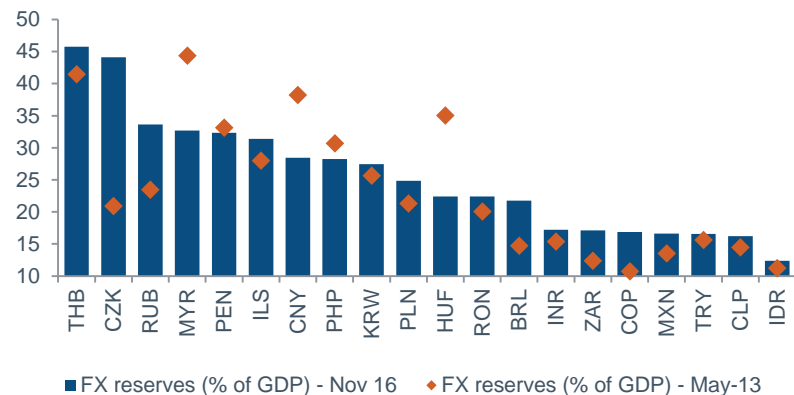
Sempre più titoli Investment Grade, nonostante casi come il Brasile

## JPM EMBI Global Diversified – qualità del credito

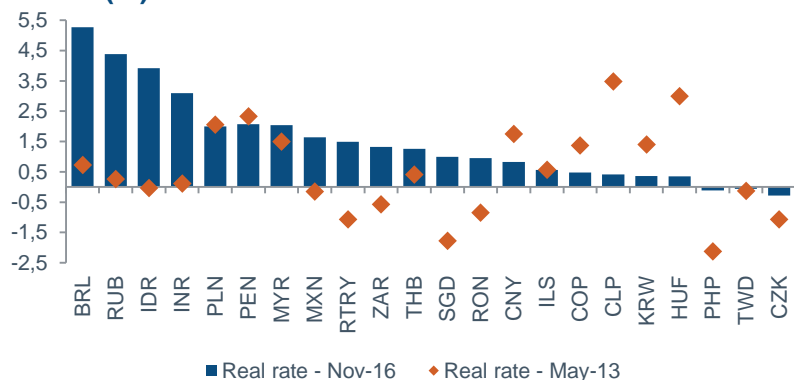


Fonte: JP Morgan (Marzo 2017)

## Dal 2013 molti paesi hanno accumulato riserve monetarie....



## ...e pagano rendimenti più elevati a compensazione del rischio (%)



Fonte: Deutsche Bank (Novembre 2016)

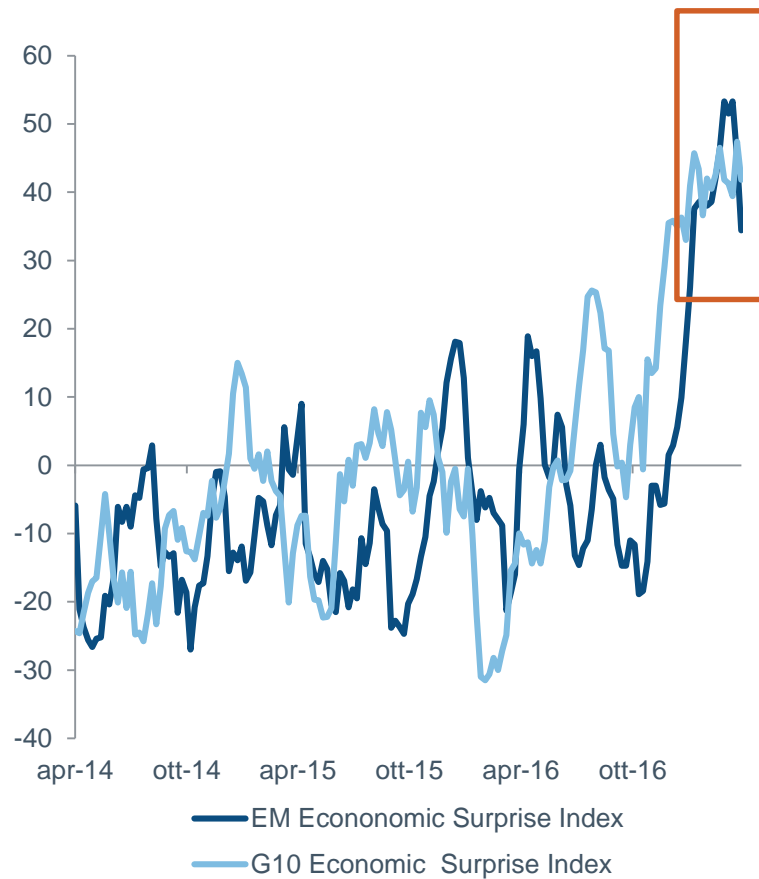


# La situazione attuale dei Paesi Emergenti

## Basta l'attuale ripresa economica?

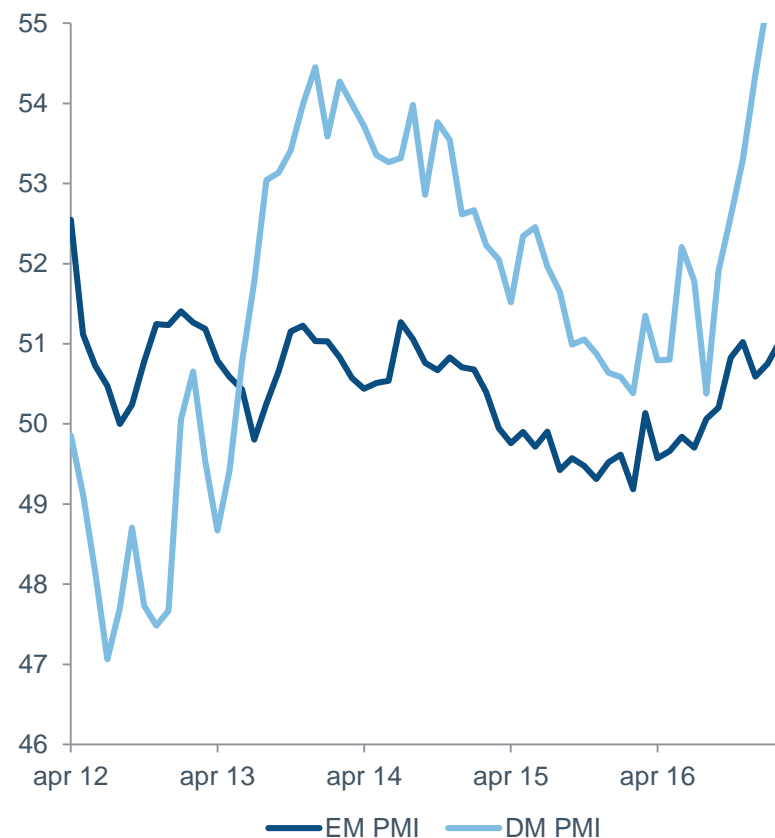


### Indici di sorpresa economica sui valori massimi



Fonte: SG Cross Asset Source: Fidelity International, CitiResearch, Aprile 2017  
Haver, Bloomberg, Dicembre 2016

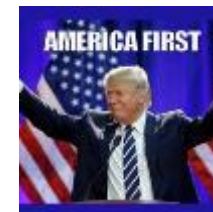
### PMI Manifatturiero: Paesi Emergenti vs Sviluppati



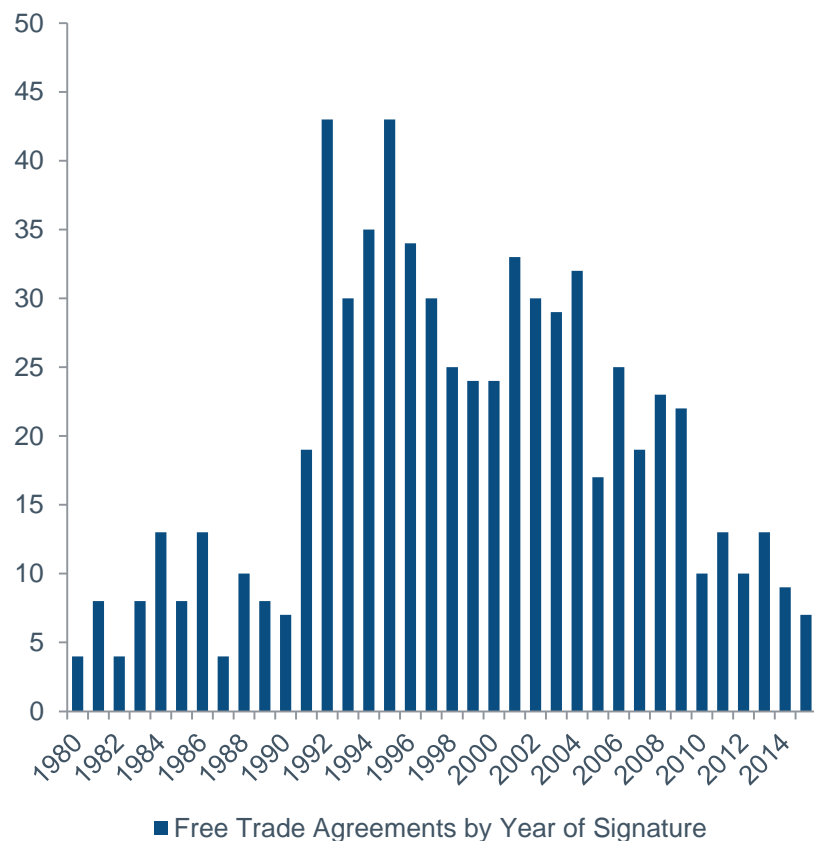
Fonte: Fidelity International, Marzo 2017

# La minaccia del protezionismo

Trump non ha inventato il protezionismo (!)

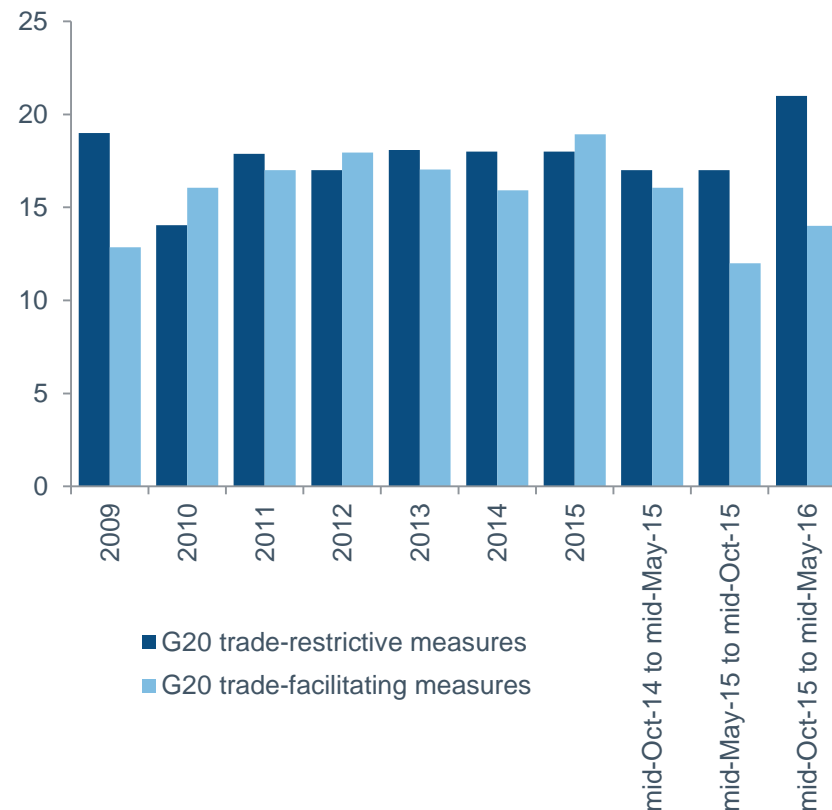


## Accordi di libero scambio per anno di firma



Fonte: IMF, WEO, Novembre 2016

## Cresce da tempo il numero delle politiche protezionistiche

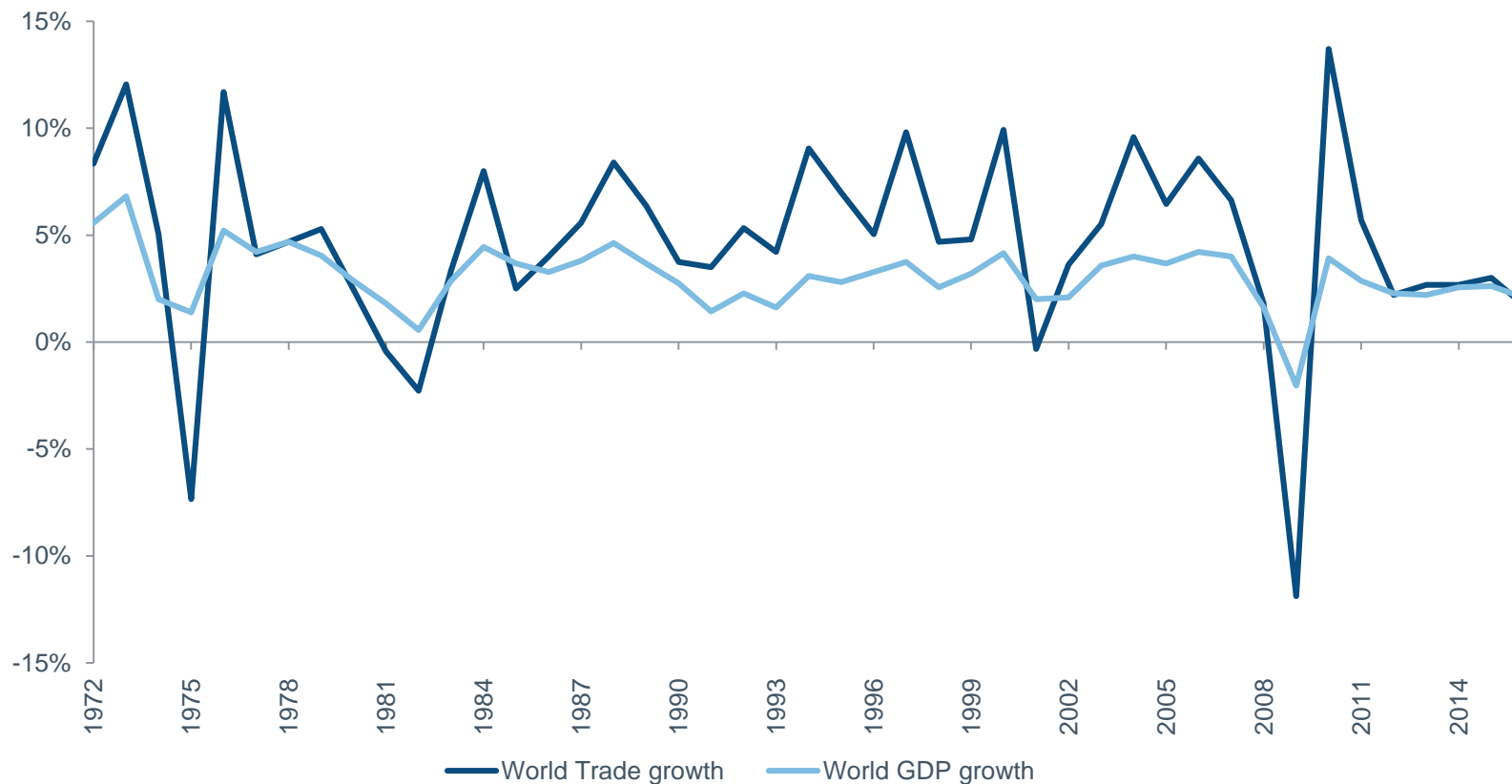


Fonte: Bank of America Merrill Lynch, Novembre 2016

# Protezionismo e commercio globale

Il commercio mondiale cresce meno del PIL globale

## Commercio mondiale vs PIL globale



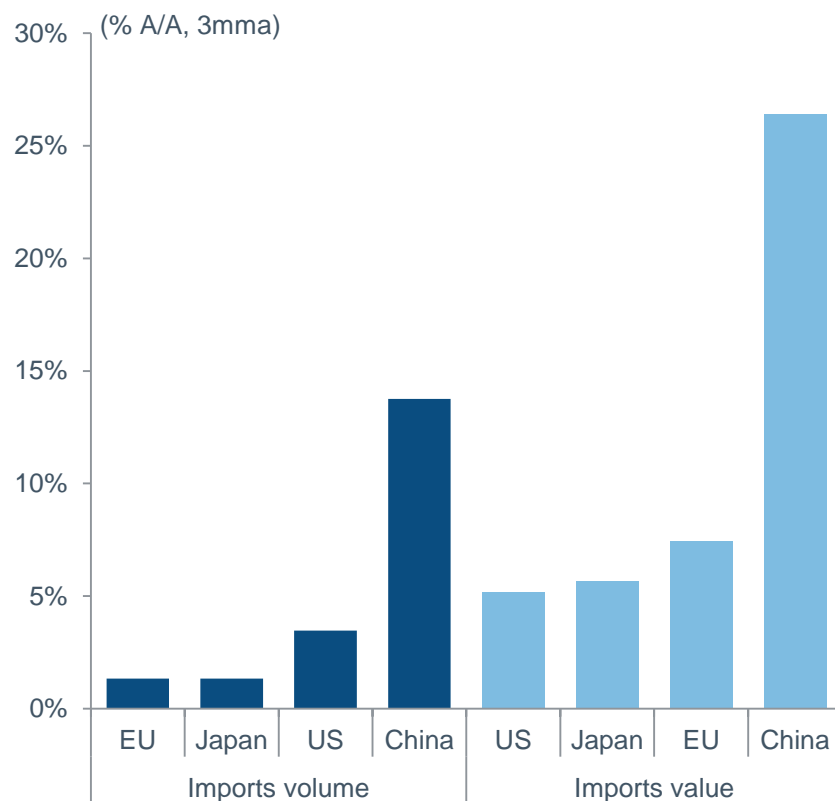
Fonte: Bank of America Merrill Lynch, Novembre 2016

# Cosa conta davvero per i Paesi Emergenti?

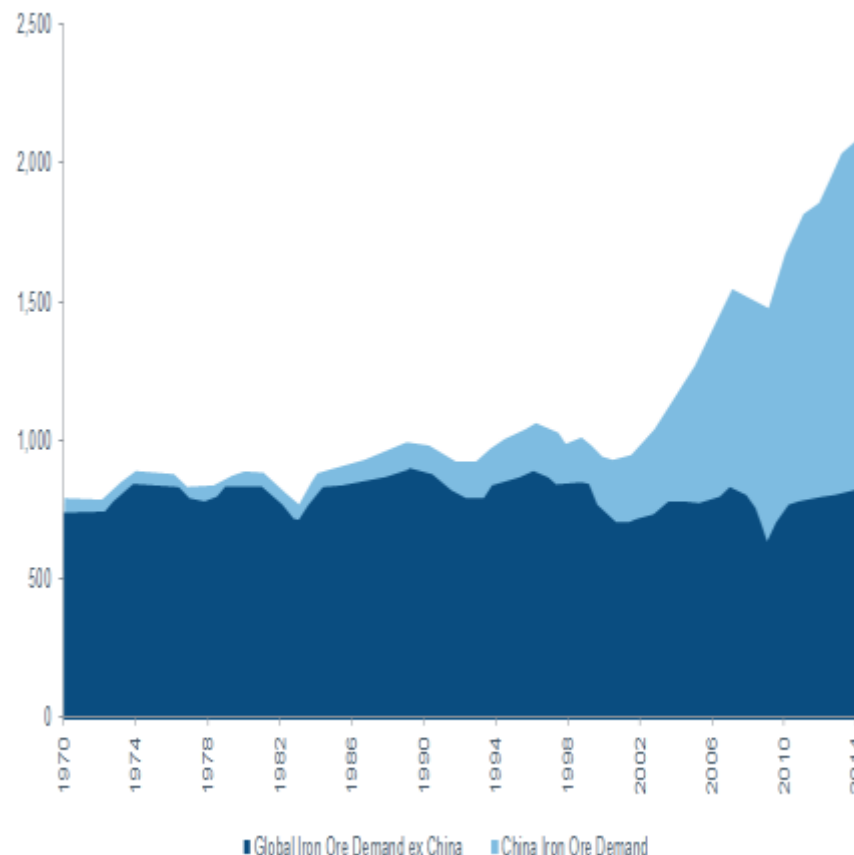
C'è soprattutto la Cina più che il Reflation Trade dietro il recupero



## La Cina è l'epicentro del Reflation Trade



## Domanda di ferro



Fonte: Haver, UBS, Aprile 2017

Source: Fidelity International, 2015

# Il Dollaro è una minaccia?

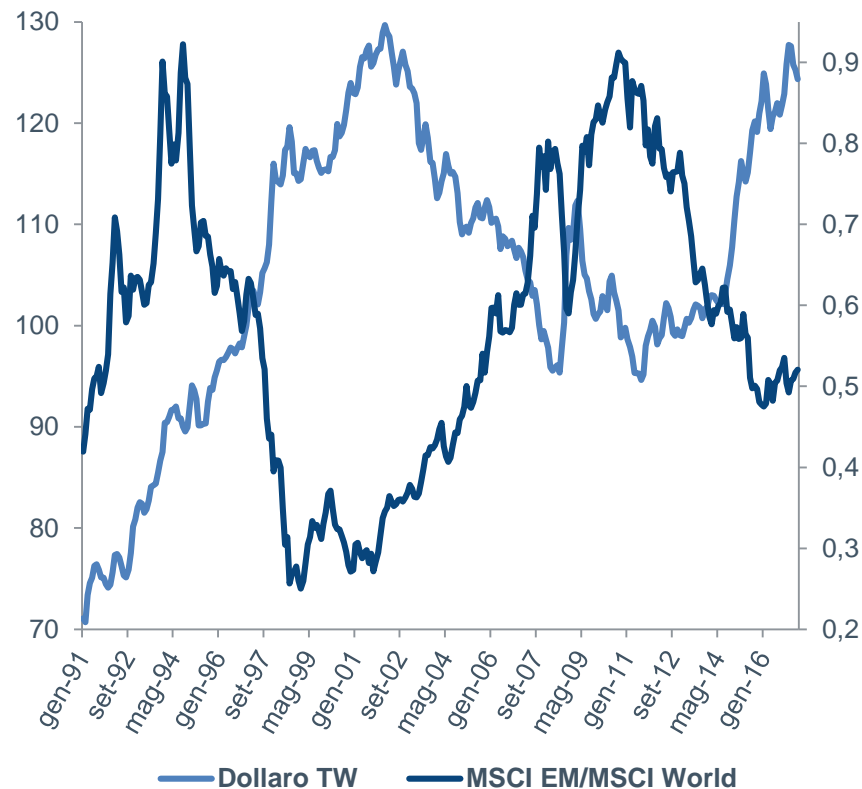
## Il Dollaro condiziona i Paesi Emergenti

La forza del Dollaro è strettamente collegata con i flussi verso i Paesi Emergenti



Fonte: SG Cross Asset Research, Haver, Bloomberg, Dicembre 2016

Performance dei Paesi Emergenti vs Paesi Sviluppati conto Dollaro



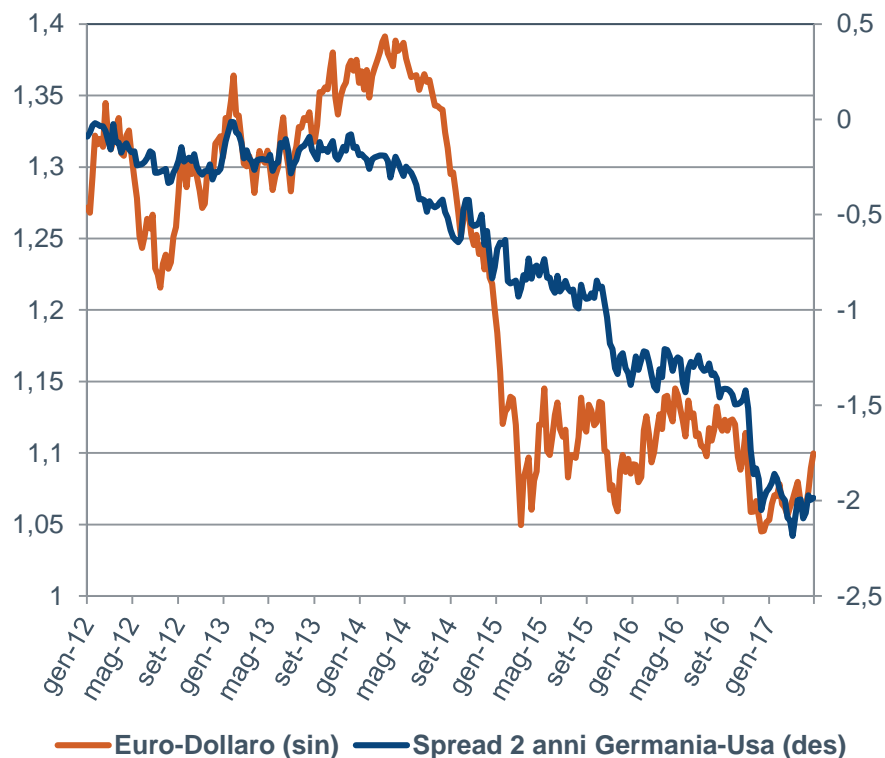
Fonte: Fidelity International, Maggio 2017

# Super Dollaro?

La vittoria del Dollaro non è scontata

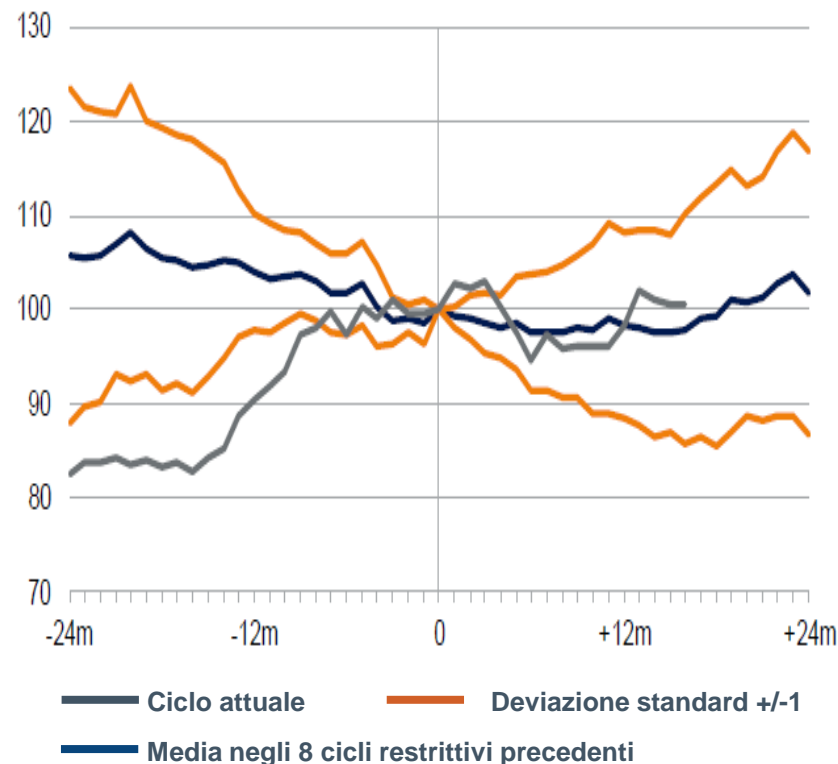


## Relazione tra tassi d'interesse e tassi di cambio



Fonte: Fidelity International, Bloomberg, Maggio 2017

## Dollaro negli 8 cicli restrittivi precedenti

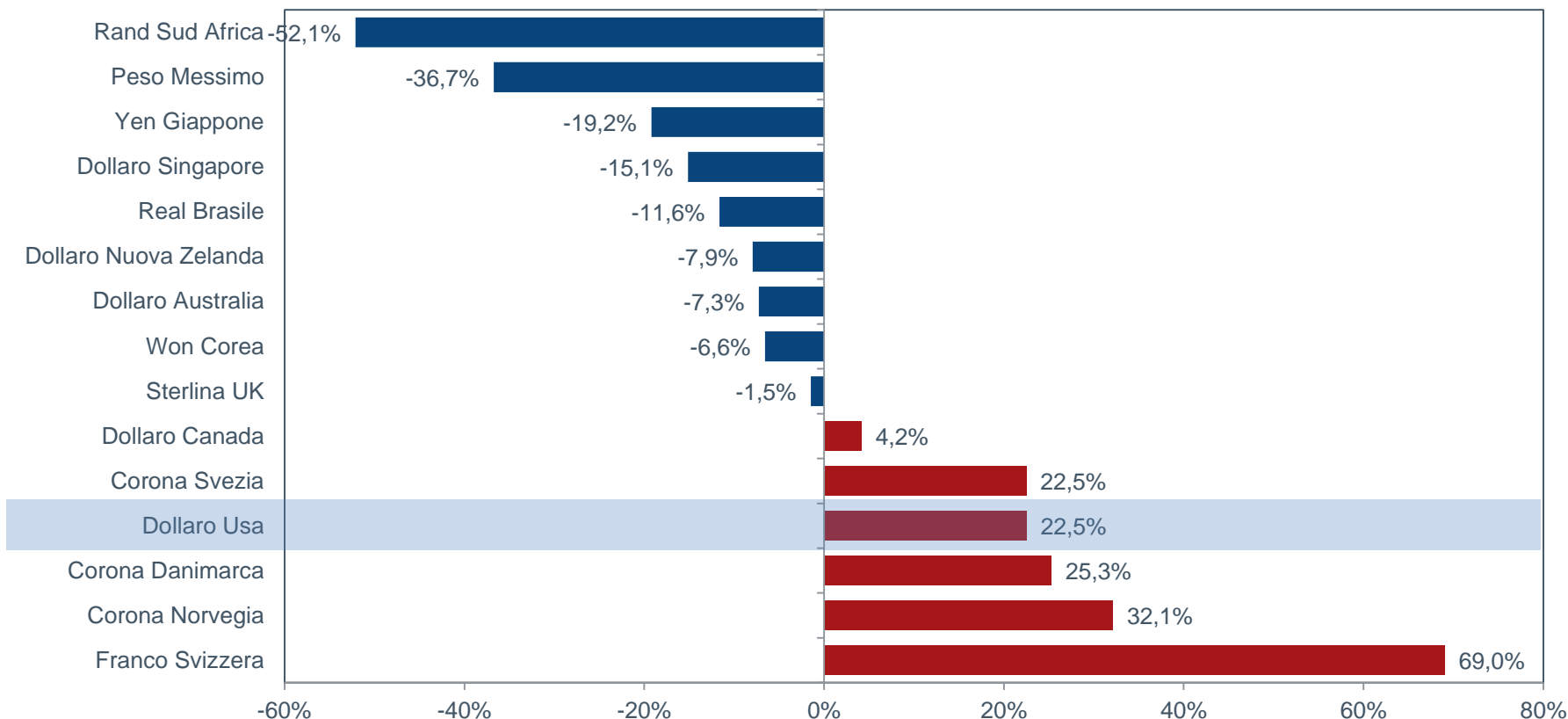


Fonte: Thompson Datastream, Schroders, Aprile 2017

# Quanto è concreta la minaccia del Dollaro-forte?

Dollaro: elevati livelli di sopravvalutazione

Tassi di cambio – Parità dei Poteri d'Acquisto (PPP – Big Mac)

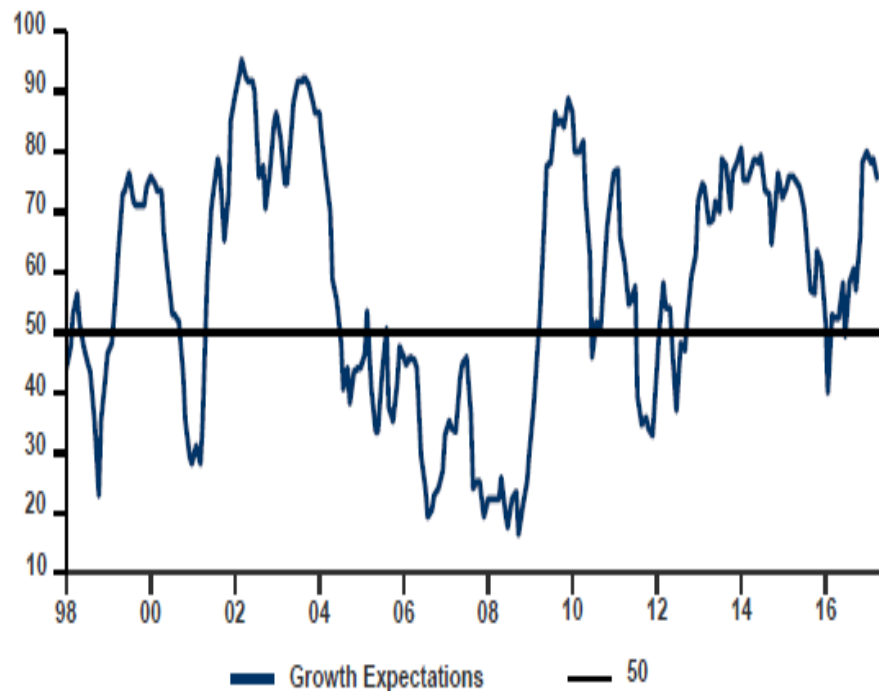


Fonte: Bloomberg (Maggio 2017)

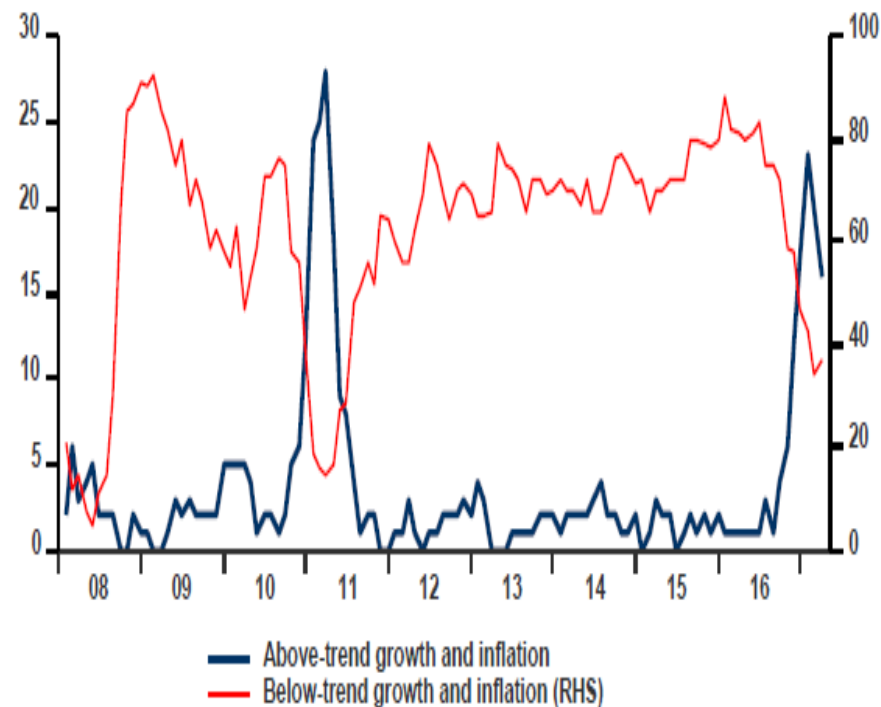
# Che fine hanno fatto Trump e il relation-trade?

Prospettive positive ma meno ottimistiche

Indicatore composito sulle aspettative di crescita



Attese sulla crescita globale a 12 mesi



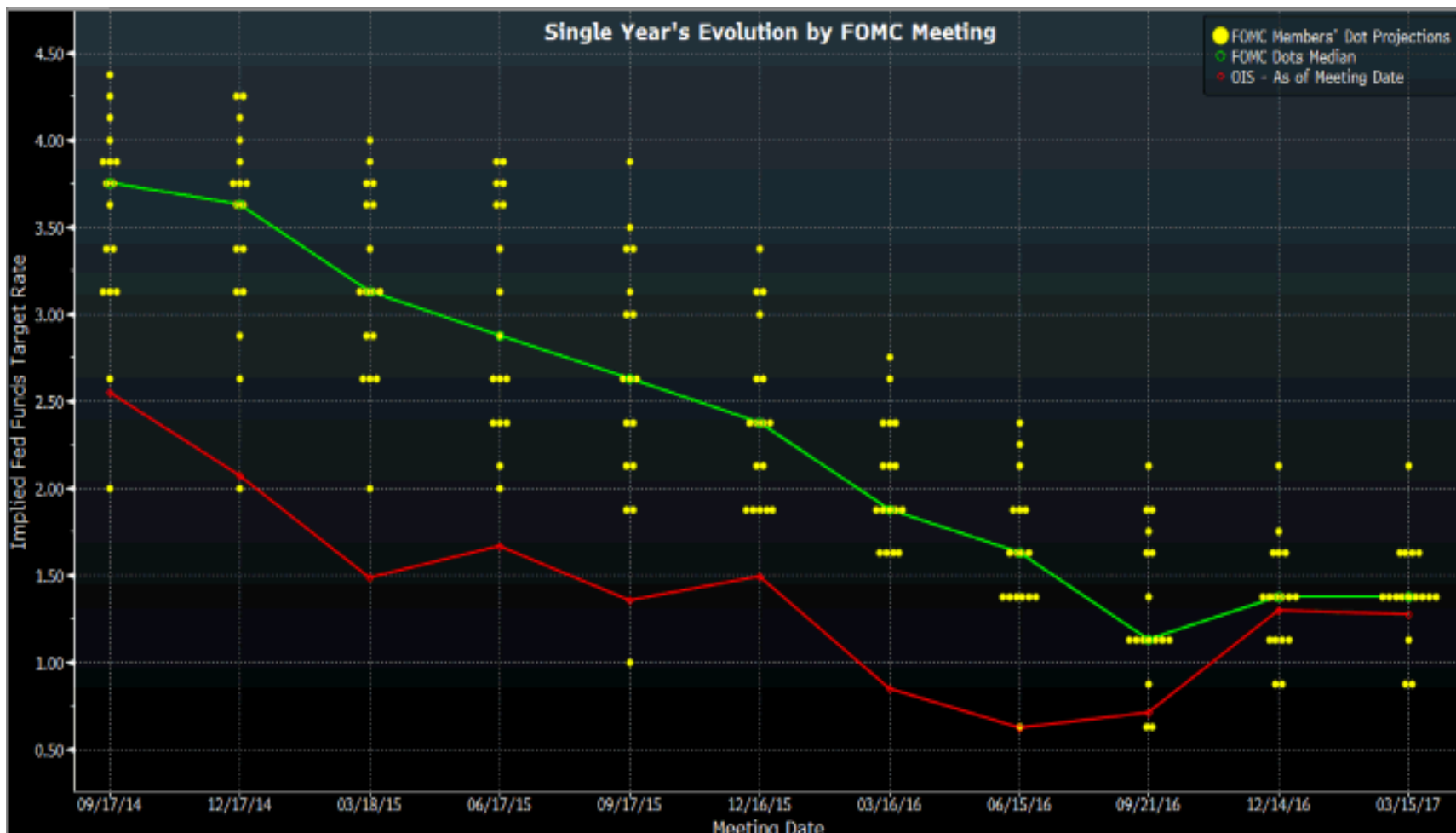
Fonte: Fidelity International, BofA Merrill Lynch (Global Fund Manager Survey), Aprile 2017

Fonte: Fidelity International, BofA Merrill Lynch (Global Fund Manager Survey), Aprile 2017



# La Fed è “dietro la curva”?

Cosa pensa di fare la Fed e cosa si attende invece il mercato

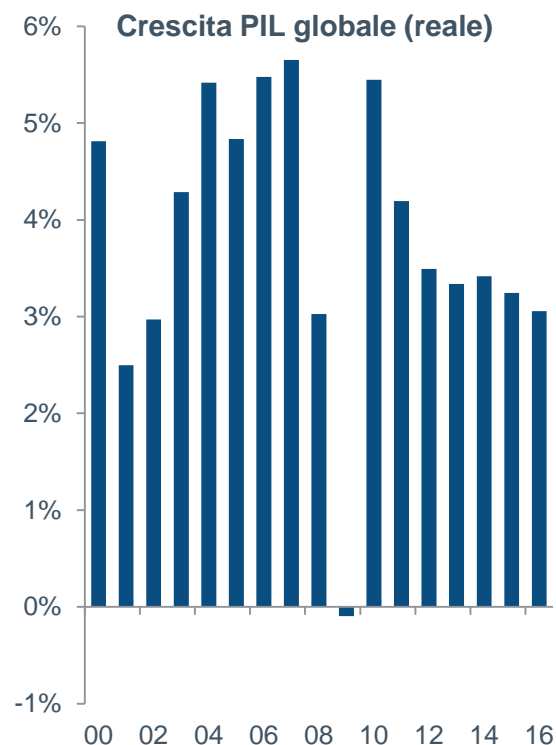


Fonte: Fidelity International, Bloomberg, Maggio 2017

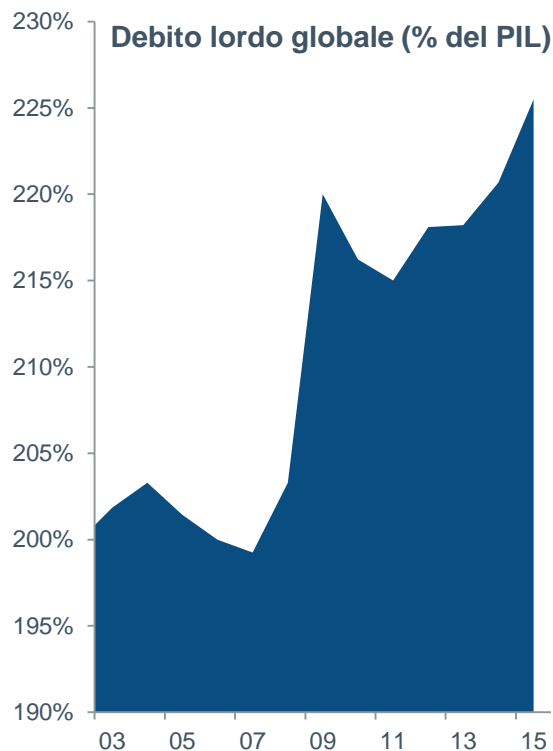
# La duration è da temere?

## Lo scoppio della bolla bond è già finito? - 1

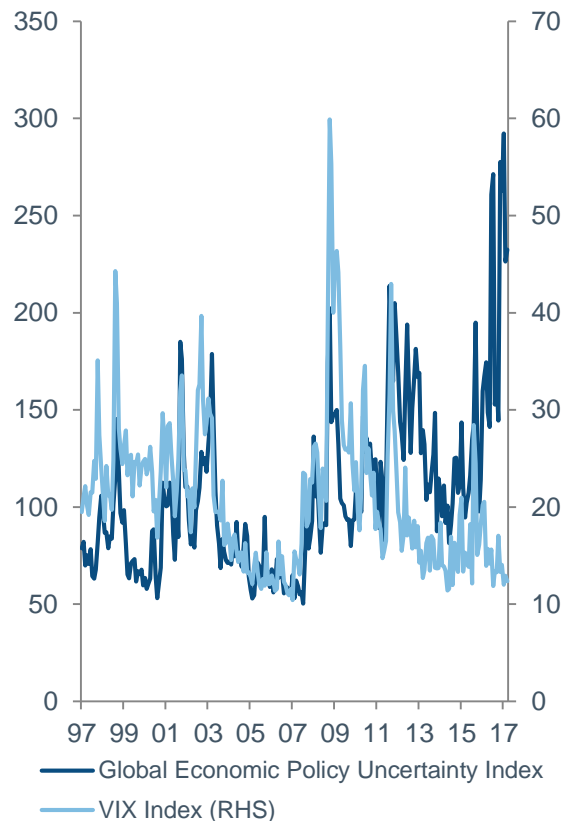
### La crescita è molto più bassa



### I problemi strutturali si sono intensificati



### L'incertezza politica è stata ignorata dai risk assets



Fonte: Bloomberg, FMI, Aprile 2017

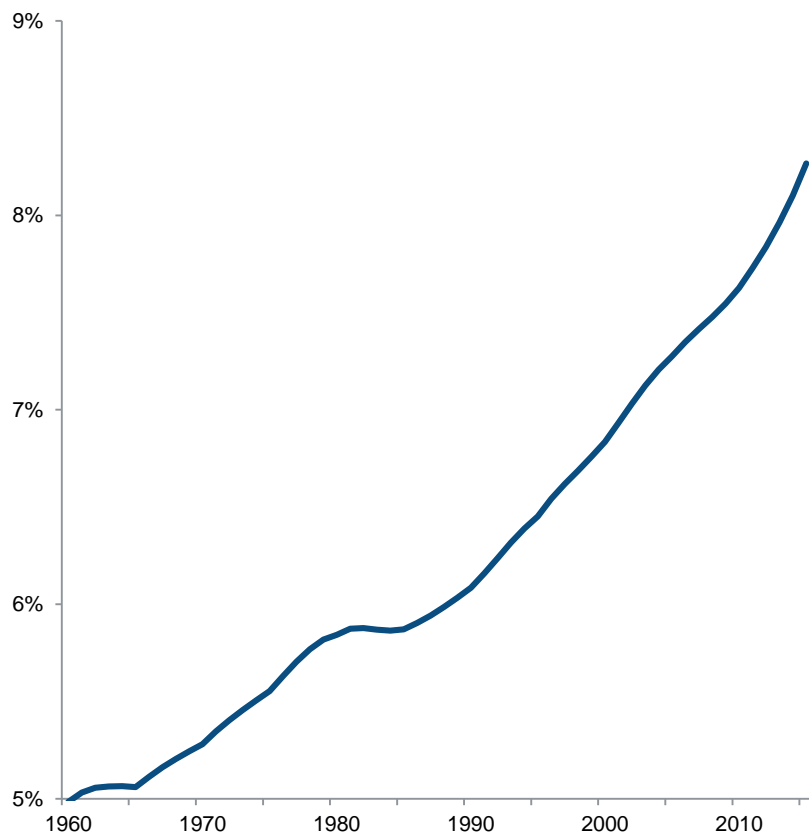
Fonte: FMI Fiscal Monitor, debito lordo globale espresso come media ponderata, Ottobre 2016

Fonte: Bloomberg, Baker, Bloom & Davis, Aprile 2017

# La duration è da temere?

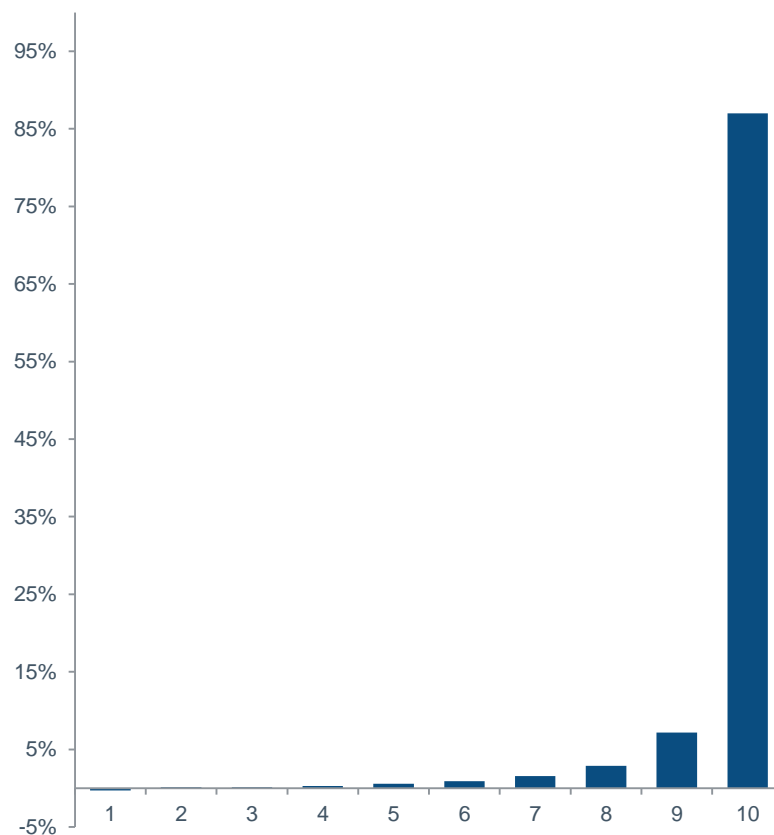
## Lo scoppio della bolla bond è già finito? - 2

### Invecchiamento della popolazione



Fonte: World Bank, 2016

### Crescita della disuguaglianza



Fonte: Credit Suisse global wealth databook 2015 - Quota della crescita globale della ricchezza per decili (2000-2015)

# Ma qual è il vero rischio-duration del debito emergente?

La duration empirica del debito emergente è bassa

## Differenti misure di Duration

	Duration Matematica	Duration Empirica (3 anni)	Duration Empirica (10 anni)
EMD Sovereigns (USD)	6.7	3.4	1.9
EMD Corporates (USD)	4.6	1.4	0.8
EMD Local Currency (non coperto in USD)	5.0	5.3	1.7

## Duration empirica

3 anni Rolling, dati mensili



Fonte: Bloomberg, Fidelity International, Bloomberg, indici obbligazionari di JP Morgan, stime di "duration empirica" basate su regressioni dei rendimenti dell'indice rispetto ai cambiamenti mensili nei rendimenti dei Treasury; utilizzando una media dei tassi a 5-10 anni (Marzo 2017)

# L'effetto dell'azione delle Banche Centrali

## Alla ricerca del rendimento

### Scadenze delle obbligazioni (anni)

● Rendimento negativo ● Rendimento positivo ● Rendimento > 1%

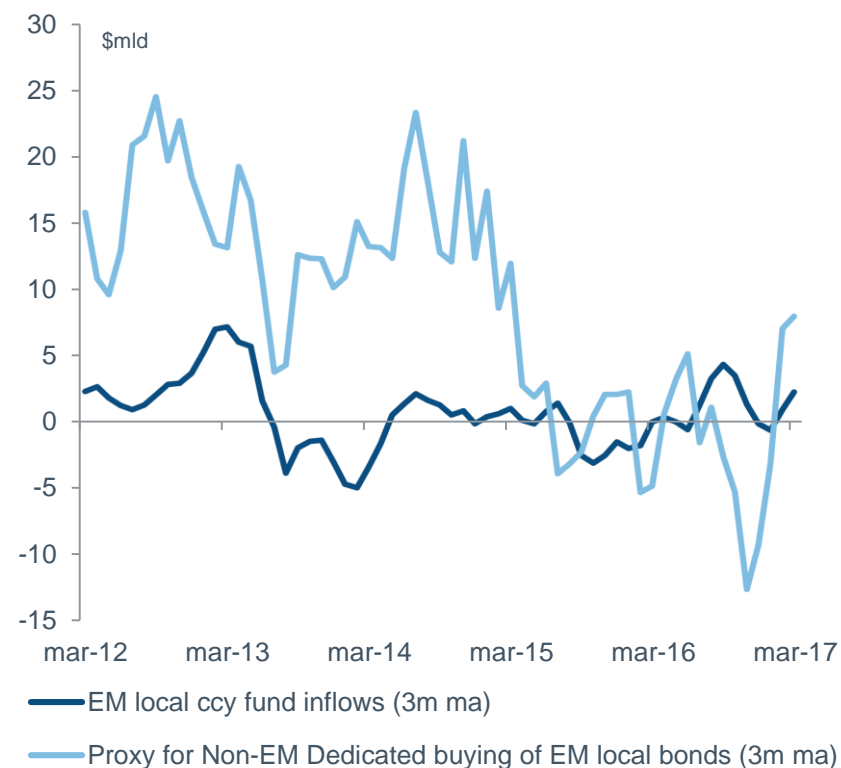
Scadenza delle Obbligazioni in Anni (A)										
	1A	2A	3A	4A	5A	6A	7A	8A	9A	10A
Svizzera	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Giappone	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Germania	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Olanda	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Austria	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Belgio	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Danimarca	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Finlandia	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Francia	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Svezia	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Irlanda	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Italia	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Spagna	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Portogallo	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Norvegia	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
UK	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Usa	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

**Siamo ancora in un mondo di ricerca di rendimento: gli investitori avversi al rischio hanno bisogno più che mai di una soluzione**

# Il ritorno del sovrappeso sul debito emergente

Il rendimento elevato ha portato flussi d'investimento sul debito emergente

La ripresa degli acquisti sul debito emergente locale è stata guidata da investitori non specializzati sui Paesi Emergenti



Fonte: JP Morgan (Marzo 2017)

Posizionamento sui settori del debito emergente

Consensus sul posizionamento	Variazione			Posizione		
	Attuale	YTD	1A	1A	3A	5A
EM Sovereign Debt	0.7	+0.3	-0.9	-0.6	0.5	1.0
EM Corporate Debt	-0.5	0.0	+0.3	0.8	-0.3	-0.9
EM Local Bonds/Rates	0.5	+0.2	+0.7	1.6	1.5	1.4
EM FX	0.7	+0.6	+1.2	2.1	1.6	1.0

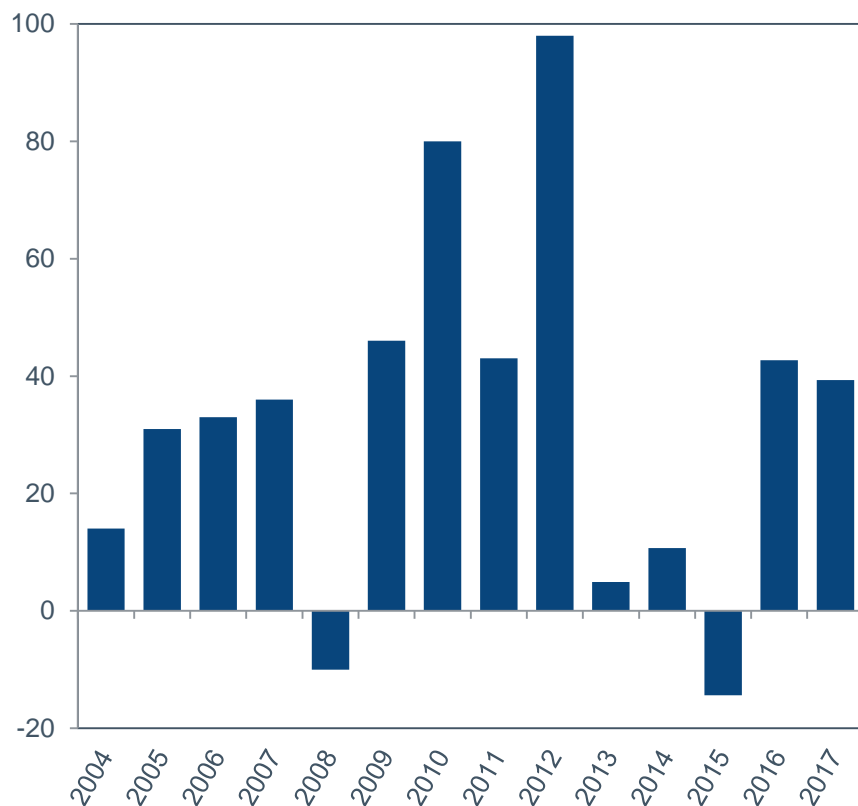
Scala: da -2 (forte sottopeso) a +2 (forte sovrappeso)

Fonte: JP Morgan EM Client Survey (Marzo 2017)

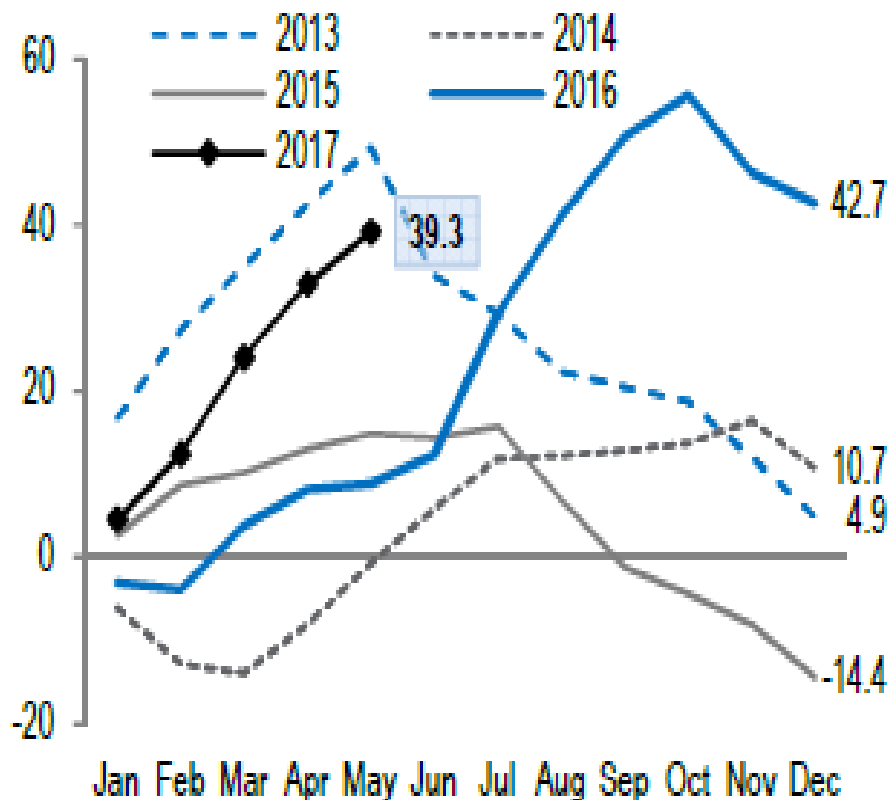
# Gli investitori e il debito emergente - 1

Dalla crisi al *taper tantrum* fino al ritorno di fiducia

Flussi annuali d'investimento nel debito emergente



Flussi cumulati annuali d'investimento nel debito emergente

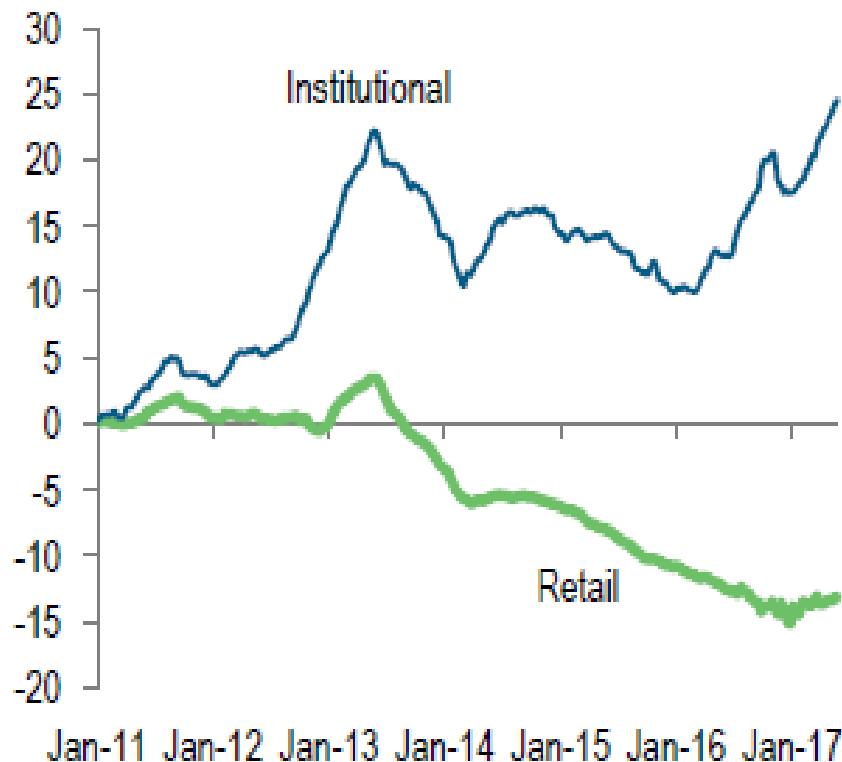


Fonte: JP Morgan (Maggio 2017)

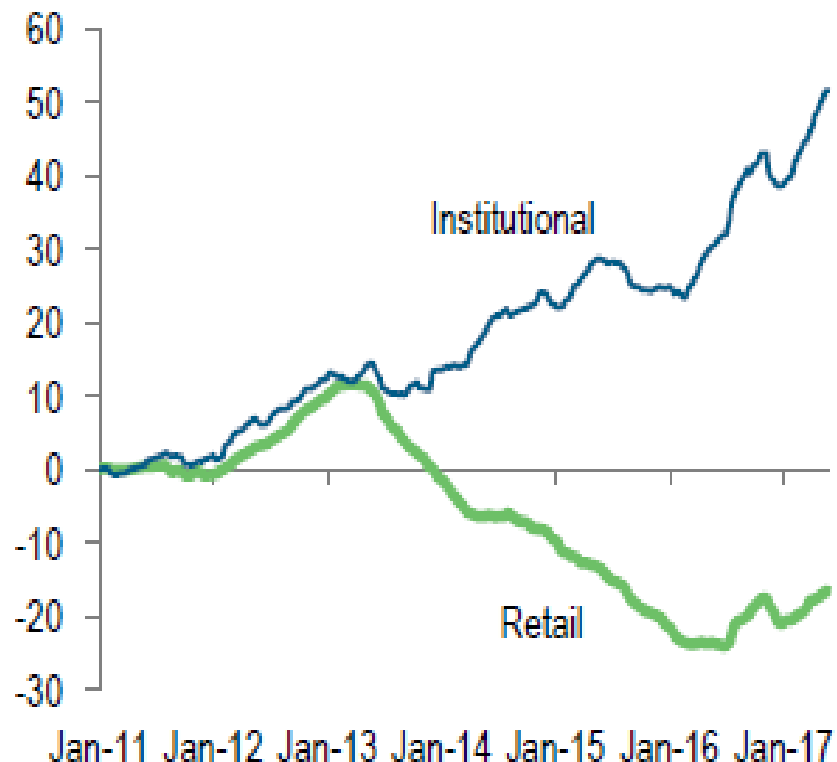
# Gli investitori e il debito emergente - 2

## Chi compra e chi vende il debito emergente?

Debito emergente in valuta locale (flussi cumulati)



Debito emergente in Dollari (flussi cumulati)

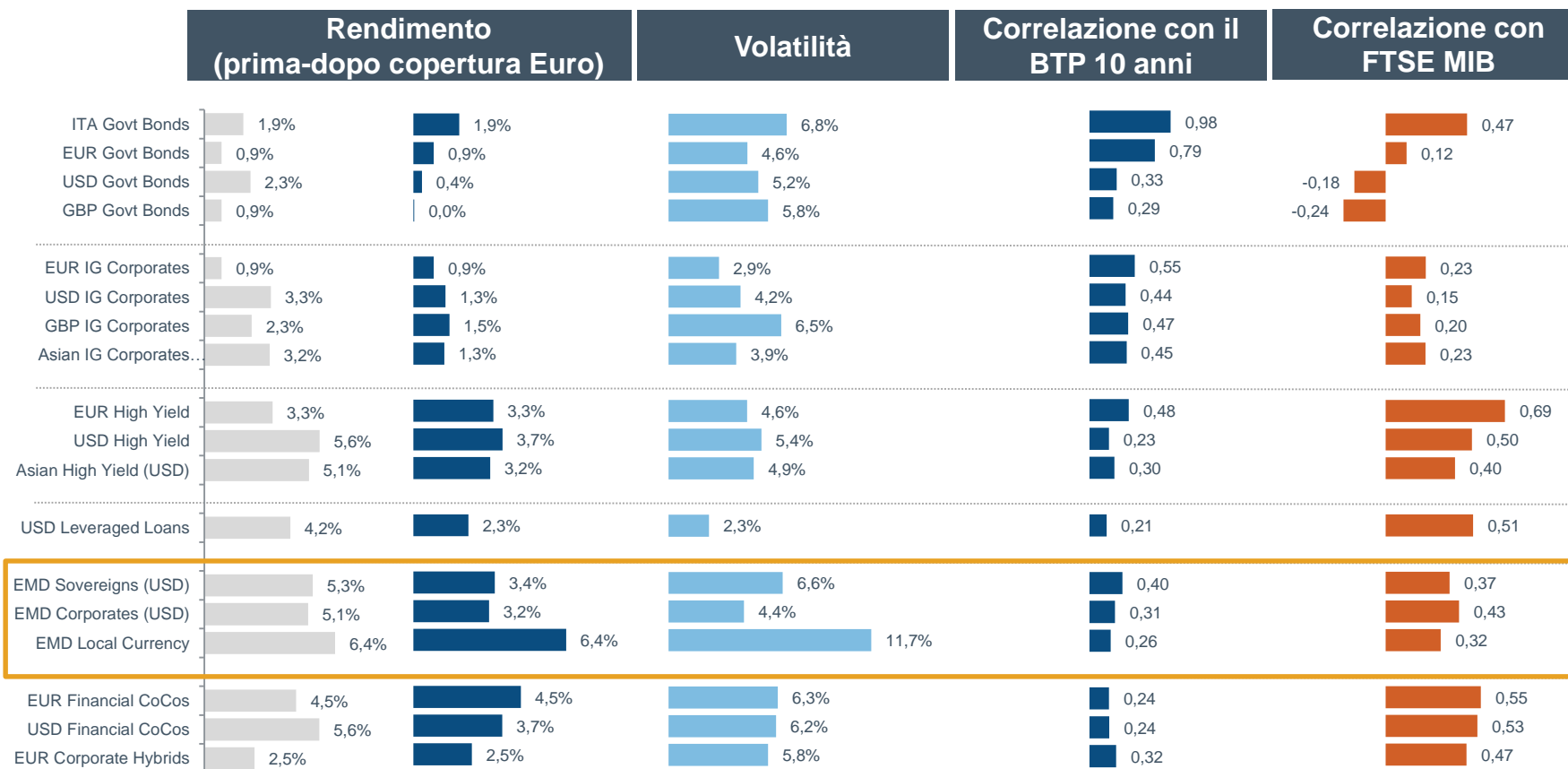


Fonte: EPFR, Standard Chartered (Maggio 2017)



# L'universo investibile obbligazionario

## Il punto di vista di un investitore italiano sulle prospettive bond

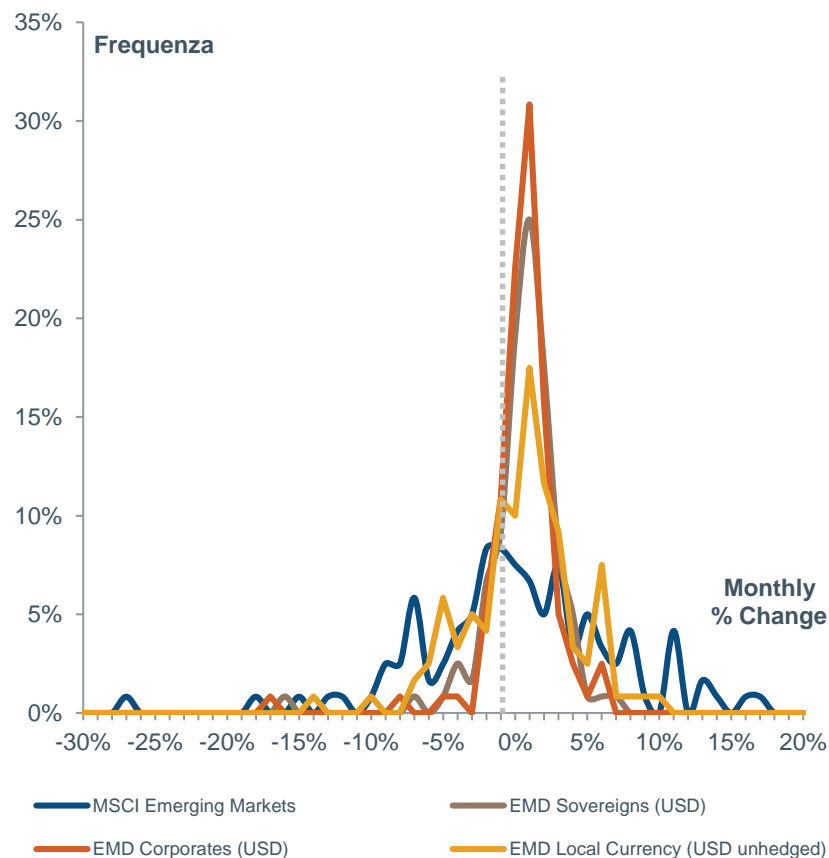


Fonte: Fidelity International, Bloomberg, May 2017. Uses Barclays, JP Morgan and Credit Suisse bond indices, yield to worst is used where relevant (except for yield to call for corporate hybrids), adjustment to yield from hedging is on the basis of 3mth FX forwards. Both correlation and annualised volatility measures use 5 years of monthly returns. Correlation and volatility estimates for Financial CoCo indices are based off spliced series that include subordinated financial indices to provide longer data history. Government bond indices used are 7-10 years.

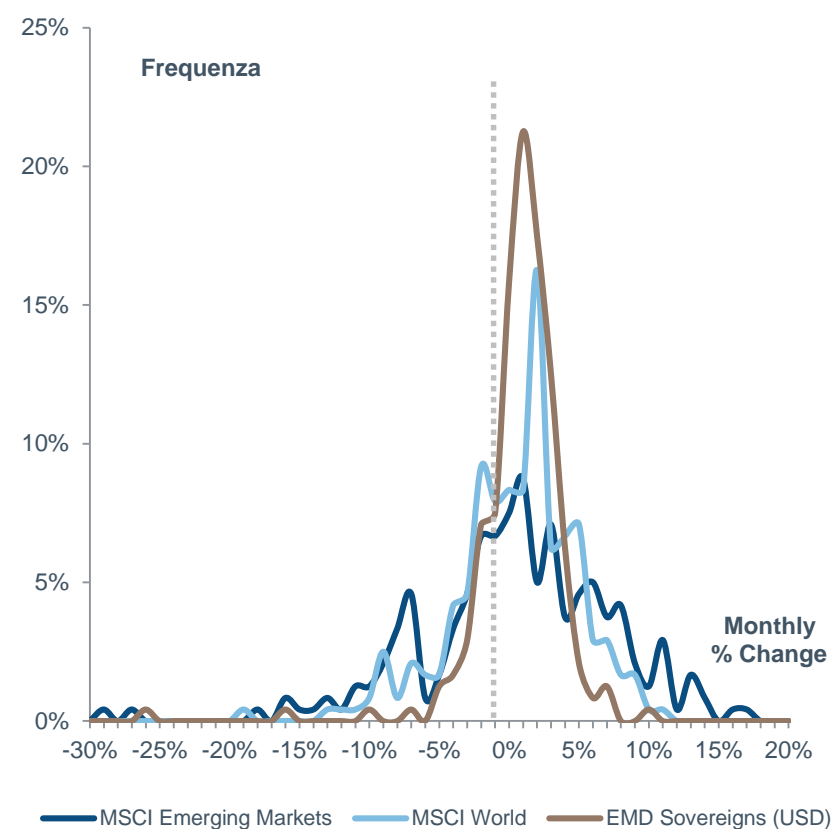
# La performance del debito emergente

Un profilo di rendimento più costante

## Distribuzione dei rendimenti mensili (10 anni)



## Distribuzione dei rendimenti mensili (20 anni)

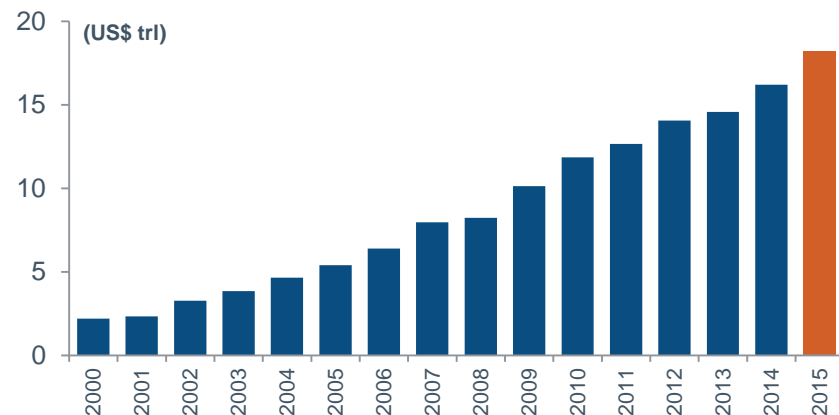


Fonte: Bloomberg, Indici JP Morgan bond e indici azionari MSCI (Marzo 2017)

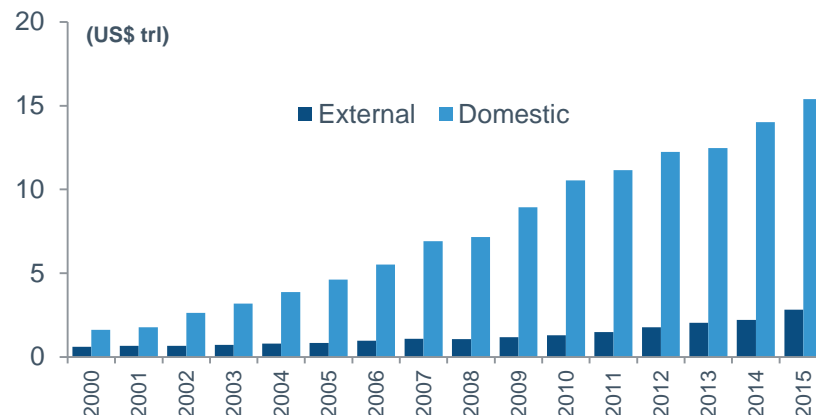
# L'universo del debito emergente è ampio e in crescita

Opportunità esistono in diversi settori del debito emergente

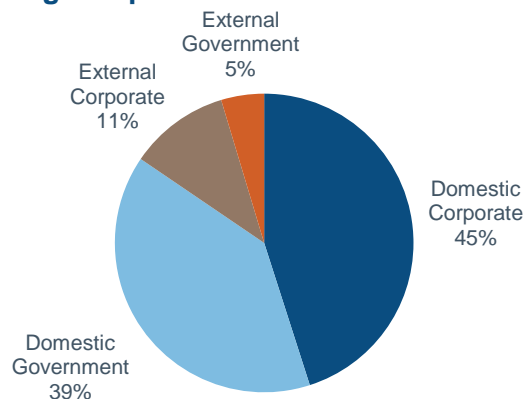
L'universo investibile continua a crescere...



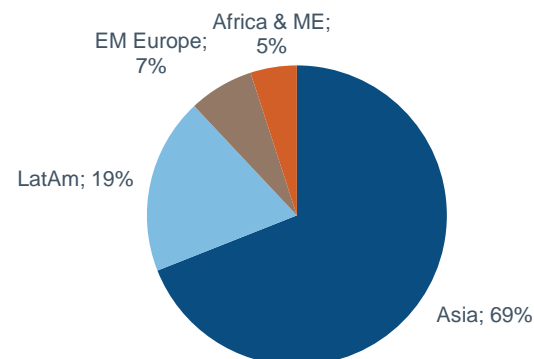
...soprattutto nel debito locale



Debito emergente per settori



Debito emergente per regioni

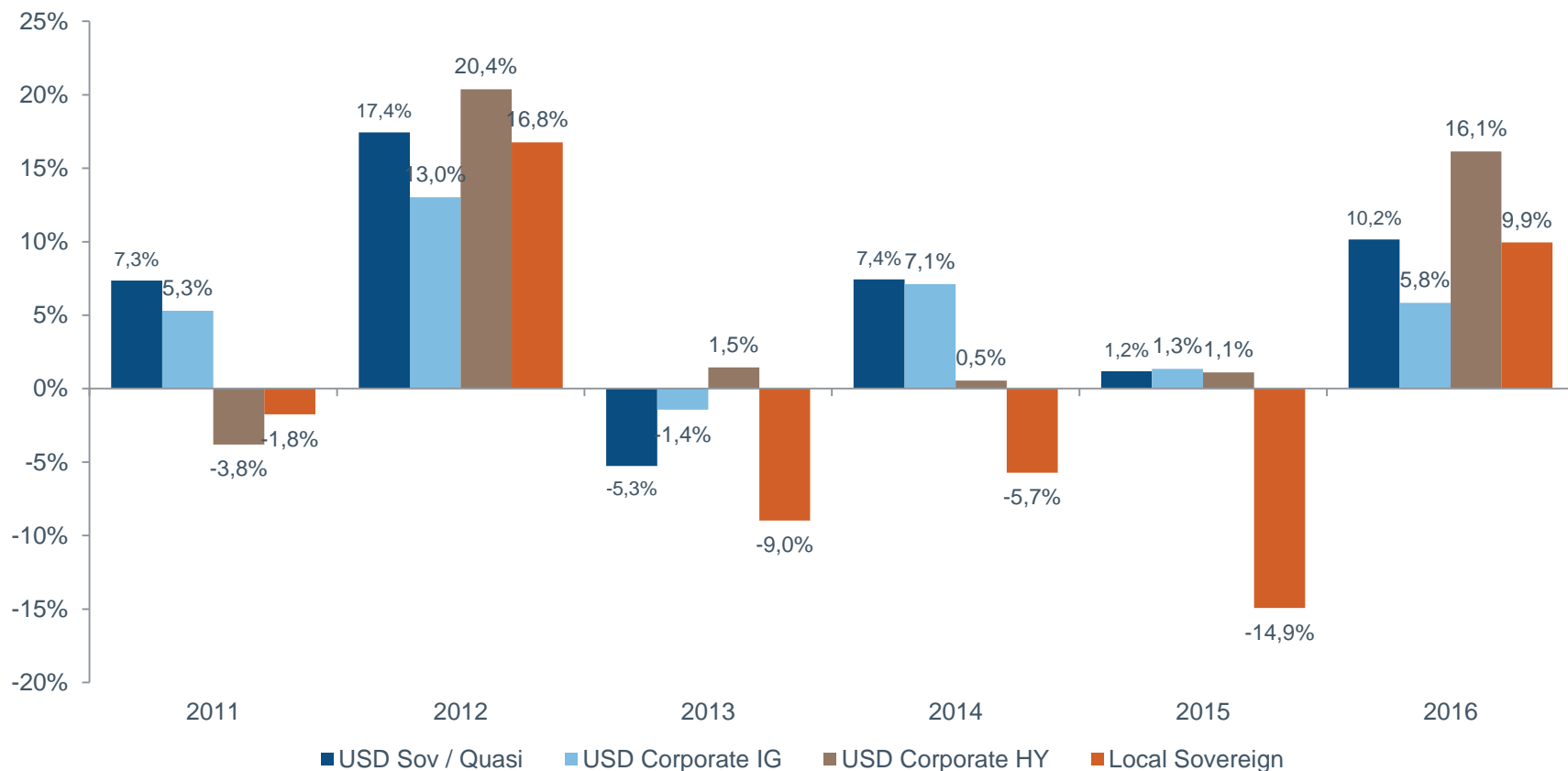


Fonte: BofA Merrill Lynch Global Research, BIS, Bloomberg

# ...ma le performance differiscono molto tra settori

L'asset allocation è fondamentale per capitalizzare l'opportunità del debito emergente

## Total Return annuale tra settori del debito emergente

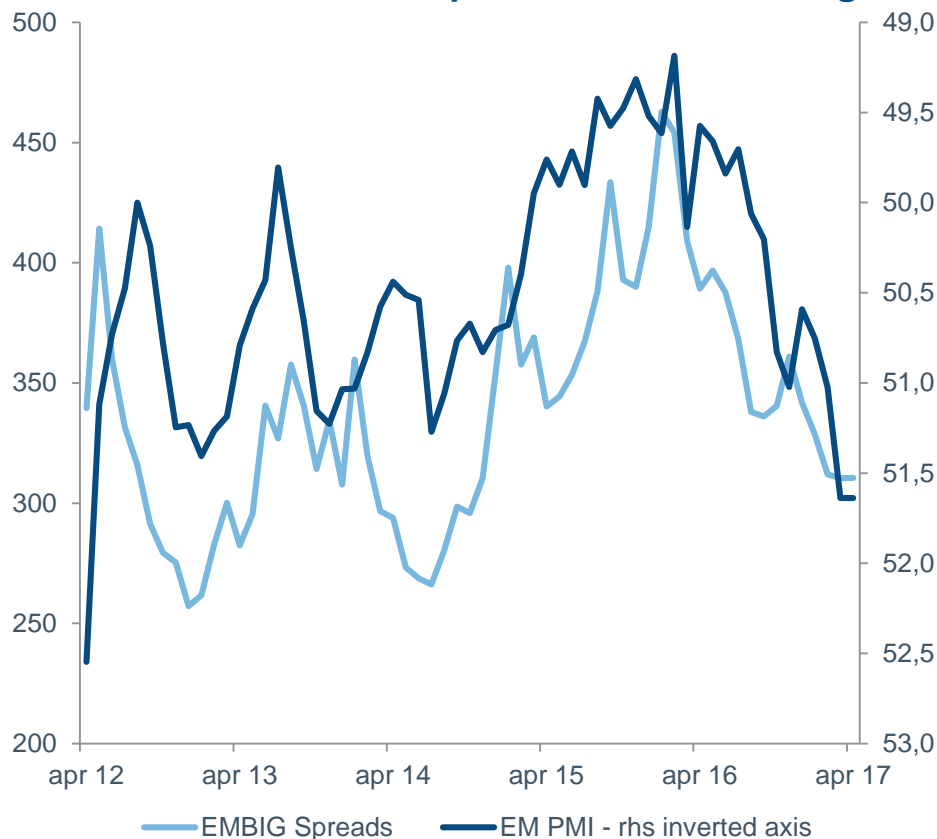


Fonte: JP Morgan, Bloomberg, Fidelity International (Dicembre 2016)

# Il mercato riflette il buon momentum della crescita

...ma dove coglierlo al meglio?

## Crescita economica vs spread del debito emergente



**Apprezzamento del Dollaro**



**Risalita dell'inflazione**



**Protezionismo**



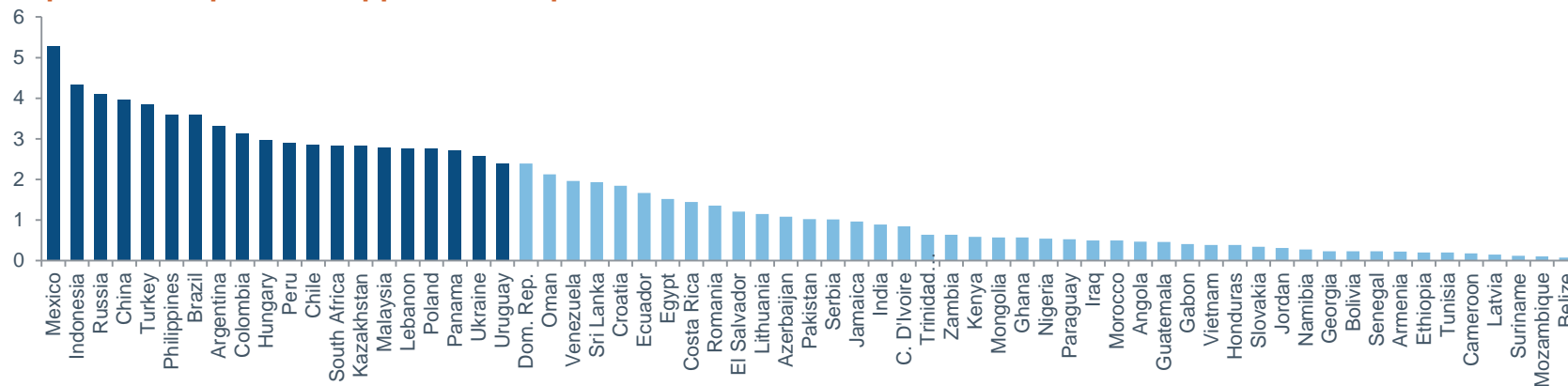
Fonte: Fidelity International (Aprile 2017); EMBIG = JP Morgan Emerging Market Bond Index Global (Hard Currency Sovereign)

# Gli indici tradizionali sono concentrati per rischio

Pochi paesi dominano gli indici in valuta forte e locale

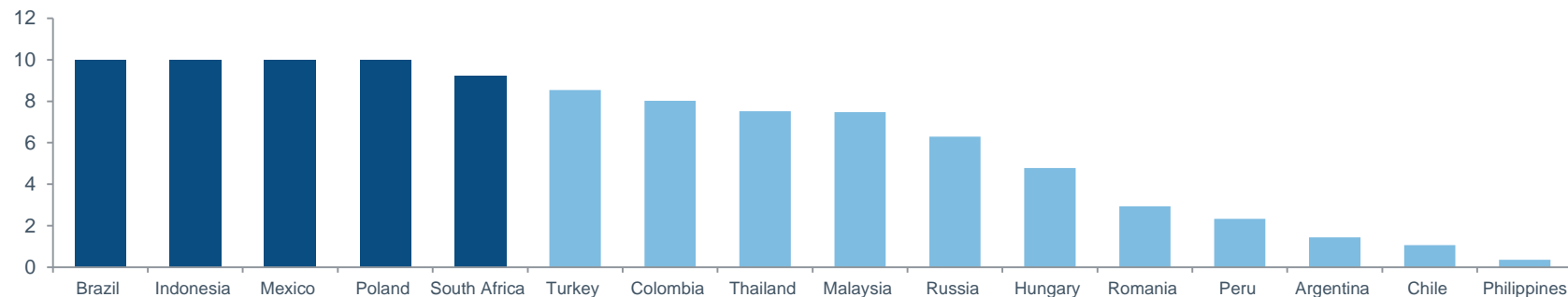
## Hard Currency: JPM EMBI Global Diversified - pesi dei paesi (%)

65 paesi: ma i primi 20 rappresentano più del 65% dell'indice



## Local Currency: JPM GBI-EM Global Diversified – pesi dei paesi (%)

16 paesi, ma i primi 5 rappresentano ~50% dell'indice



Fonte: JP Morgan (Marzo 2017)

# Paesi Emergenti: l'importanza della politica

Non tutti i Paesi Emergenti sono uguali



Fonte: Fidelity International

# Approccio Total Return: asset allocation slegata dall'indice

Cogliere al meglio l'opportunità del debito emergente

## 1 Tradizionali strategie a benchmark

- Focus su benchmark che presentano disequilibri di rischio
- Maggiori esposizioni sui paesi più indebitati (e spesso quindi più rischiosi)
- Non omogenea rappresentazione delle aree geografiche (Asia solitamente sotto-rappresentata)

## 2 Strategia singola

- Isolamento di esposizione sugli Emergenti: es. Cina RMB, Asia High Yield
- Universo d'investimento ristretto e quindi ridotti benefici di diversificazione

## 3 Absolute Return

- Ampia opportunità di generare alpha
- Sacrificio dell'esposizione a posizioni beta interessanti

## 4 Total Return ✓

- Combinazione sia di rendimenti da beta che da alpha per guidare la performance
- Diversificazione su tutto l'universo investibile del debito emergente senza effetti distorsivi indotti dagli indici

Fonte : Fidelity International (Maggio 2017)



# Avvertenza

Questo documento contiene informazioni riservate ai clienti professionali e non è destinato a clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio. Se non altrimenti specificato, i commenti sono quelli di Fidelity. Questa comunicazione non è diretta e non deve essere diretta a persone residenti nel Regno Unito o negli Stati Uniti o ad altri soggetti residenti in paesi dove i fondi non sono autorizzati alla distribuzione o dove non è richiesta alcuna autorizzazione. FIL Limited e le sue controllate costituiscono l'organizzazione per la gestione degli investimenti globali meglio nota come Fidelity International. Fonte: FIL Limited al 31/07/2016. I dati non sono stati oggetto di audit. Per professionisti della ricerca si intendono associati, analisti, gestori per paese e settore che detengono incarichi di ricerca e analisti tecnici e quantitativi che appartengono a gruppi di ricerca. Tutto il mondo - al di fuori del Nord America. Fidelity, Fidelity International, il logo Fidelity International e il simbolo F sono marchi di proprietà di FIL Limited. Fidelity fornisce esclusivamente informazioni sui suoi prodotti e non offre consulenza sugli investimenti basata su circostanze individuali. Fidelity Funds "FF" è una società di investimento a capitale variabile (SICAV) di diritto Lussemburghese multicomparto e con più classi di azioni. A causa della mancanza di liquidità che caratterizza molti dei mercati azionari più piccoli, determinati fondi possono risultare volatili e, in circostanze eccezionali, il diritto di riscatto potrebbe subire limitazioni. Il valore degli investimenti può diminuire o aumentare e l'investitore potrebbe riprendere meno di quanto investito. L'importo ottenuto dall'investitore potrebbe essere superiore o inferiore rispetto a quello di investito anche in conseguenza delle fluttuazioni delle valute. In alcuni paesi, e per alcuni tipi di investimenti, i costi connessi alle operazioni sono maggiori e la liquidità è inferiore che altrove. Ci possono essere anche minori opportunità di trovare modi alternativi per gestire i flussi di cassa, in particolare dove il focus di investimento è relativo a imprese di piccole e medie dimensioni. Per i fondi specializzati in tali paesi e tipologie di investimento, le operazioni, in particolare quelle di grandi dimensioni, sono suscettibili di avere un maggiore impatto sui costi di gestione di un fondo rispetto a quello che operazioni simili hanno su fondi non specializzati. I potenziali investitori dovrebbero tenerne conto nella scelta dei fondi. Gli investimenti in mercati piccoli ed emergenti possono essere più volatili rispetto a quelli su mercati più sviluppati. Il valore delle obbligazioni risente dell'andamento dei tassi d'interesse e dei rendimenti obbligazionari. Se i tassi e i rendimenti salgono, i prezzi scendono e viceversa. In genere i prezzi delle obbligazioni a più lunga scadenza risentono in misura maggiore dell'andamento dei tassi d'interesse rispetto a quelle a scadenza più breve. Il rischio di default dipende dalla capacità dell'emittente di pagare gli interessi e rimborsare il debito a scadenza. Il rischio di default può pertanto essere diverso da un emittente pubblico ad un altro e da un emittente privato ad un altro. La politica d'investimento di questo comparto prevede che più del 35% possa essere investito in titoli di stato e di enti pubblici che possono essere emessi o garantiti da altri stati. Per l'elenco completo si rimanda al prospetto informativo. A causa della maggiore possibilità di default, l'investimento in obbligazioni corporate generalmente è meno sicuro rispetto all'investimento in titoli di Stato. Le obbligazioni high yield sono considerate obbligazioni più rischiose. Esse hanno un rischio di default più elevato che può incidere sia sul reddito sia sul valore del capitale del Fondo che vi investe. Il reddito viene corrisposto agli azionisti. Il comparto cerca di mantenere un pagamento costante per azione, per quanto ragionevolmente possibile. Il pagamento non è fisso e può variare a seconda delle condizioni economiche e di altre circostanze, nonché della capacità del comparto di supportare pagamenti costanti senza un impatto negativo o positivo a lungo termine sul capitale. In alcuni casi ciò può comportare il pagamento della cedola a carico del capitale. Gli oneri vengono prelevati dal capitale. Il reddito viene corrisposto agli azionisti. Il comparto cerca di mantenere un pagamento costante per azione, per quanto ragionevolmente possibile. Il pagamento non è fisso e può variare a seconda delle condizioni economiche e di altre circostanze, nonché della capacità del comparto di supportare pagamenti costanti senza un impatto negativo o positivo a lungo termine sul capitale. In alcuni casi ciò può comportare il pagamento della cedola a carico del capitale. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il valore dell'investimento può aumentare o diminuire e un investitore può non recuperare l'importo investito. Gli investimenti nelle SICAV Fidelity devono basarsi sul prospetto in vigore / documento contenente le informazioni chiave per gli investitori ("KIID"). Potrete richiederne gratuitamente una copia, assieme al rapporto annuale e semiannuale presso i Distributori, i Soggetti Incaricati dei Pagamenti o al nostro Centro Servizi Europeo in Lussemburgo. Il presente materiale è pubblicato da FIL Investments International, autorizzata e regolamentata dalla FCA (Financial Conduct Authority).