

# INVESTIRE NEL DEBITO EMERGENTE CON FLESSIBILITÀ E OPPORTUNISMO

INTERVISTA - *Dicembre 2016*



**Jean-Jacques Durand**

GESTORE DEBITO E VALUTE  
EMERGENTI

Da sempre considerata come una classe di attivi riservata agli specialisti, il debito emergente da alcuni anni registra un forte incremento dei volumi. Nonostante ciò resta sottorappresentata nei portafogli. Jean-Jacques Durand, Gestore Debito e Valute emergenti ribadisce i punti di forza di questo universo d'investimento e l'approccio basato su forti convinzioni che egli privilegia.

## » QUALE RUOLO PUÒ RIVESTIRE IL DEBITO EMERGENTE IN UN'ASSET ALLOCATION ?

Mentre gli investitori europei subiscono ormai da diversi mesi i rendimenti modesti se non addirittura negativi offerti dalle obbligazioni sovrane, nell'universo obbligazionario spicca in modo particolare un segmento: quello del debito emergente.

Questo segmento di mercato si presenta come una asset class a se stante. Essa offre un potenziale di rendimento attraente, in termini sia relativi sia assoluti, insieme ad una buona capacità di diversificazione. Pur rappresentando solo il 12% circa del mercato mondiale del debito, il mercato è profondo e molto diversificato. Debito in valute forti e in valute locali, debito sovrano, quasi sovrano o corporate, sono tutti segmenti che presentano diverse opportunità per chi investe sul lungo termine.

Negli ultimi anni il mercato si è ben diversificato, sostenuto in particolare dalla crescita degli emittenti e degli investitori. Anche se il 2016 ha fatto registrare un importante ritorno degli afflussi, questo universo d'investimento è ancora sottoponderato nei portafogli dei grandi investitori internazionali.

I trend di lungo termine sono tutti a favore di questa classe di attivi. I fondamentali dei paesi emergenti sono oggi molto più

solidi rispetto al passato: le loro riserve valutarie sono ad esempio consistenti, il loro rapporto debito/PIL è complessivamente sotto controllo.

La crescita demografica, lo sviluppo delle classi medie, le notevoli riserve valutarie in costante aumento, rappresentano altrettanti fattori chiave per le prospettive di questi mercati. È evidente che tra le diverse aree e paesi vi sono forti differenze e diversi fattori di rischio che bisogna saper gestire. È quindi essenziale un approccio selettivo.

A di là dell'interesse della classe di attivi in quanto tale, riteniamo che l'approccio che privilegiamo crei valore.

## Il debito emergente è ancora largamente sottoponderato nei portafogli degli investitori internazionali

### » QUAL È LA VOSTRA FILOSOFIA DI GESTIONE ?

Per questa classe di attivi adottiamo un approccio flessibile e opportunistico. Il fondo beneficia di un ampio universo d'investimento e può diversificare le sue fonti di performance sia sul debito espresso in valute forti

sia sul debito in valuta locale, sulle valute stesse e su emittenti sovrani, quasi sovrani o privati. Strutturalmente, però, è comunque investito soprattutto sul debito sovrano e quasi sovrano in valute forti a causa della notevole diversità degli strumenti di questa categoria.

Uno dei punti forti del fondo EdR Fund Emerging Bonds è la sua capacità di smarcarsi notevolmente dalla composizione dei grandi indici di debito emergente ed effettuare scelte nette su alcuni casi d'investimento, a volte controcorrente rispetto al mercato. Una gestione legata ad un indice non è adeguata a questa classe a causa delle distorsioni osservate negli indici stessi.

Riteniamo sia importante affermare convinzioni nette, di lungo termine. Su questo mercato, la sovraperformance si gioca ogni anno su alcuni temi specifici che occorre essere in grado di identificare.

Il nostro portafoglio è quindi volutamente concentrato.

La prima posizione, il Venezuela, rappresenta ad esempio quasi il 21%, mentre il suo peso nell'indice emergente è attorno al 5%<sup>1</sup>.

Cerchiamo di creare valore su un orizzonte di 3 anni.

Per raggiungere questo obiettivo, accettiamo anche, per la struttura del nostro portafoglio e le nostre scelte di allocazione pronunciate, di passare attraverso periodi in cui il fondo sia in calo rispetto al mercato.

Infine, un altro dei criteri che ci contraddistingue è il fatto di non limitare la nostra analisi ai fondamentali dei paesi, ma di integrare appieno l'analisi dei fattori tecnici, come ad esempio i flussi d'investimento, la propensione al rischio degli investitori, e l'attività dei principali operatori.

### ► QUALI SONO ATTUALMENTE LE VOSTRE PRINCIPALI CONVINZIONI IN TERMINI DI « BOND PICKING » ?

La nostra principale posizione è quella sul **Venezuela**. Questa posizione ha attraversato periodi difficili, ma l'abbiamo mantenuta nonostante tutto, forti delle nostre convinzioni. Riteniamo che il potenziale di guadagno su questi titoli sia ancora intatto e che l'asimmetria del profilo rischio/rendimento sia importante. Sul fronte politico, il paese ha già avviato la sua transizione dopo oltre 15 anni di « Chavismo ». In occasione delle ultime elezioni parlamentari, abbiamo visto crescere l'opposizione che ha preso il controllo del congresso.

L'esercito sembra mostrare un certo pragmatismo, sostenendo la volontà della popolazione.

Questo paese possiede le maggiori riserve petrolifere al mondo. La nostra convinzione si basa in particolare sul fatto che le autorità venezuelane hanno sempre dimostrato la loro volontà di garantire il pagamento del debito e di evitare eventuali conflitti con i creditori internazionali per preservare l'attività petrolifera dalla quale l'economia locale dipende per quasi il 95%. Il paese presenta un indebitamento modesto e una capacità di pagamento sul lungo termine.

Le obbligazioni trattano attualmente a un livello inferiore al valore di recupero potenziale in caso di insolvenza.

Confermiamo la nostra convinzione su questa posizione.

L'**Ucraina** è un'altra convinzione importante. Il paese dispone di un forte appoggio dell'occidente oltre a quello dell'FMI. Da alcuni mesi è stato insediato un nuovo governo. La stabilità politica che apporta e la progressiva ripresa dell'economia sono di buon auspicio.

Nella regione sudamericana, il **Brasile** resta anch'esso una forte convinzione, anche se abbiamo leggermente ridotto la nostra esposizione, così come quella sull'Argentina.

La **Turchia** è un'altra delle nostre principali posizioni. I fattori macroeconomici sono favorevoli, in particolare la crescita del 3%<sup>1</sup>.

La sua economia è ben diversificata, il suo rapporto debito/PIL è modesto e il bilancio è sotto controllo. La valutazione del suo debito sovrano è complessivamente interessante. Uno degli interrogativi riguarda gli aspetti geopolitici. Riteniamo tuttavia che il premio geopolitico sia oggi eccessivo su questi titoli.

Infine, consapevoli di un certo numero di rischi sul mercato, da alcune settimane abbiamo costituito una riserva di liquidità e realizzato alcune protezioni, pur mantenendo in portafoglio le

nostre convinzioni. Questo ci ha permesso di limitare le perdite dopo l'elezione di Donald Trump.

Manterremo questo approccio difensivo per le prossime settimane, il che non rimetterà comunque in discussione la nostra visione della classe di attivi nel medio/termine. Questo ci metterà in grado di cogliere opportunità in caso di una ricaduta dei mercati. È soprattutto durante queste fasi che si possono realizzare investimenti particolarmente favorevoli.

### ► QUAL È LA VOSTRA OPINIONE SULLA CINA ?

Dal 2014 siamo particolarmente attenti al rischio cinese che ci sembra sottovalutato dal mercato. Da allora abbiamo infatti protetto il nostro portafoglio da una bolla del credito. La Cina rappresenta ancora un notevole rischio macroeconomico. Nonostante recenti notizie incoraggianti, permangono ancora diversi squilibri sul fronte economico in questo paese. Il suo livello di indebitamento che rappresenta circa il 250% del PIL, un tasso di non *performing loan*<sup>2</sup> ufficiale molto lontano dalla realtà e un mercato immobiliare surriscaldato rappresentano

a nostro avviso una notevole fonte di preoccupazione.

Tenuto conto dei rischi, manteniamo quindi questa protezione.

Il suo profilo asimmetrico (importante potenziale di guadagno, rischio di perdita globalmente limitato) è un punto di forza.

### ► QUALI SONO I RISULTATI DELLA VOSTRA GESTIONE ?

Nel 2016, il comparto ha registrato una performance del +19,2%. Si tratta di un risultato particolarmente interessante rispetto

all'andamento delle obbligazioni sovrane dei paesi avanzati e alle performance deludenti e volatili delle azioni. Su 5 anni il fondo presenta una performance annualizzata del 12,5% mentre contemporaneamente il suo indice di riferimento, il JPM EMBI Global Hedged guadagna il 4,6%, pari ad una sovraperformance cumulata di oltre il 55%<sup>3</sup>. Peraltro, il fondo ha ottenuto un rating 5 stelle da Morningstar<sup>4</sup> ed ha conseguito diversi riconoscimenti internazionali, a conferma del valore aggiunto offerto dalla nostra gestione sul lungo periodo.

1. Dati al 31/10/2016. Fonte: Bloomberg.

2. Crediti in sofferenza

3. **Le performance storiche non sono indicative di rendimenti futuri e non sono costanti nel tempo.** Dati aggiornati al 24.11.2016. Performance cumulata della Classe A € del fondo su 5 anni: +80,58% contro +25,48% per l'indice JPM EMBI Global Hedged.

4. Rating Morningstar al 31/10/2016 nella categoria Obbligazioni emergenti coperte in €. I rating Morningstar non sono classifiche di mercato e non sono assimilabili a raccomandazioni di acquisto, di vendita o di detenzione di quote o azioni degli OIC gestiti da Edmond de Rothschild Asset Management (Francia). **Il riferimento a una classifica o a un premio di questo OIC non è indicativo di classifiche o premi futuri dell'OIC o del gestore.** © Morningstar TM.

**Venezuela,  
Ucraina,  
Turchia fanno  
in particolare  
parte delle  
nostre forti  
convinzioni**

## EDR FUND EMERGING BONDS : PUNTI CHIAVE

- ▶ Una classe di attivi in forte espansione che offre un profilo di rendimento/rischio più elevato rispetto ai titoli sovrani di alcuni paesi sviluppati
- ▶ Un elemento di diversificazione che offre un'esposizione globale al debito emergente
- ▶ Una gestione opportunistica che associa diverse fonti di performance
- ▶ I mercati emergenti possono rivelarsi più volatili e meno liquidi dei paesi sviluppati

## CARATTERISTICHE DEL COMPARTO\*

**Data di creazione :** 29/04/1998 come fondo di diritto francese, che a febbraio del 2016 è stato trasformato in SICAV di diritto lussemburghese

### Codici ISIN

Classe A : LU1160351208  
Classe I : LU1160352354

### Commissioni di gestione massima

Classe A : 1% tasse incluse  
Classe I : 0,45% tasse comprese

### Commissioni di gestione variabili

10% della sovraperformance annuale rispetto all'indice di riferimento

\*Le classi presentate in questo documento sono le principali classi in EUR. Il comparto dispone inoltre di classi in USD, GBP e CHF.

Per ulteriori informazioni, si prega di contattare il proprio interlocutore commerciale.

### Ammontare minimo della sottoscrizione iniziale

Classe A : 1 classe / Classe I : 500 000 €

### Diritto di entrata : 3% massimo

Diritto di uscita : Nessuna

### Indice di riferimento

Indice JPM EMBI Global (coperto in EUR)

### Orizzonte minimo d'investimento consigliato

> 3 anni

**Edmond de Rothschild Fund Emerging Bonds è un comparto della SICAV di diritto lussemburghese autorizzata dalla CSSF alla commercializzazione in Francia e in Lussemburgo.**

## PRINCIPALI RISCHI D'INVESTIMENTO

Questo fondo è classificato nella categoria 5 (classi A EUR e I EUR), in linea con la natura dei titoli e le aree geografiche riportate alla voce «Obiettivi e politica d'investimento» del documento contenente informazioni chiave per l'investitore (KIID).

**Rischio di perdita del capitale:** Il comparto non beneficia di alcuna garanzia o protezione del capitale investito. Esiste il rischio che il capitale investito nel comparto non venga interamente restituito. Si avverte che l'obiettivo di performance è fornito a titolo indicativo e non può in alcun modo costituire un obbligo di risultato per la società di gestione.

**Rischi legati all'investimento sui mercati emergenti:** Il comparto può essere esposto ad alcuni titoli che comportano un grado di rischio superiore a quello generalmente associato agli investimenti sui principali mercati finanziari, in particolare a causa di fattori politici e/o regolamentari locali (ad esempio rischio di tasse, imposte, prelievi forzosi alla fonte di qualsivoglia natura da parte di governi, autorità regolamentari o altre giurisdizioni). Il quadro giuridico di alcuni paesi in cui i comparti e i fondi d'investimento sottostanti potranno essere indotti a investire può non offrire all'investitore le medesime garanzie in materia di protezione o di informazione rispetto a quelli abitualmente offerti sui principali mercati finanziari, poiché può in particolare generare un rischio di inconvertibilità delle valute emergenti in una delle valute principali (come l'euro o il dollaro) o un rischio di non trasferibilità di una valuta estera da un conto all'altro. I titoli emessi su alcuni mercati cosiddetti emergenti possono essere nettamente meno liquidi e più volatili rispetto a quelli emessi su mercati più maturi. A questo riguardo, i titoli dei paesi emergenti offrono una liquidità più ridotta rispetto a quella dei paesi sviluppati; di conseguenza, l'eventuale detenzione di questi titoli può aumentare il livello di rischio di portafoglio. Di conseguenza, poiché i movimenti di ribasso del mercato possono essere più marcati e più rapidi che nei paesi sviluppati, il valore patrimoniale netto potrà diminuire di più e più rapidamente.

**Rischio legato alla gestione discrezionale:** Lo stile di gestione discrezionale si basa sulla previsione dell'andamento delle diverse strategie adottate dal comparto. Vi è il rischio che il comparto non sia sempre investito sulle strategie o negli strumenti che registrano il migliore andamento.

**Rischio di tasso:** Il rischio di tasso corrisponde al rischio legato a una ripresa dei tassi dei mercati obbligazionari, che provoca una flessione dei corsi delle obbligazioni e di conseguenza una diminuzione del valore patrimoniale netto del comparto. Un aumento dei tassi può incidere negativamente sulla performance per un periodo non definito; analogamente, in caso di sensibilità negativa del portafoglio una riduzione dei tassi può incidere negativamente sulla performance per un periodo non definito.

Questo fenomeno può comportare un ribasso del valore patrimoniale netto. Il rischio di tasso può comportare un ribasso del valore patrimoniale netto.

**Rischio di credito:** In caso di un evento creditizio (ad esempio un allargamento significativo del margine di remunerazione di un emittente rispetto a un titolo di Stato con la medesima durata), di insolvenza o di peggioramento della qualità dell'emittente obbligazionario (ad esempio un declassamento), il valore dei titoli di credito in cui è investito il comparto potrà diminuire, comportando quindi una riduzione del valore patrimoniale netto del comparto. L'utilizzo di titoli High Yield, o ad alto rendimento, entro il limite del 100% dell'attivo netto del comparto potrà comportare un rischio più significativo di ribasso del valore patrimoniale netto: questi titoli presentano un maggior rischio di insolvenza. Questo comparto deve essere considerato speculativo e si rivolge in particolare ad investitori consapevoli dei rischi contenuti negli investimenti in titoli con rating basso o inesistente.

**Rischio valutario:** Si tratta del rischio di flessione delle valute d'investimento rispetto alla valuta di riferimento del portafoglio, l'euro. Poiché il comparto è esposto a valute diverse dall'euro, è sensibile all'andamento dei mercati dei cambi e può subire perdite in caso di andamento sfavorevole delle valute selezionate. In caso di ribasso di una valuta rispetto all'euro, il valore patrimoniale netto potrebbe diminuire. Poiché il comparto può investire direttamente, a fini di esposizione o di copertura, sulle valute tra le quali valute dei paesi emergenti, il rischio valutario potrà rappresentare fino al 100% dell'attivo netto del comparto. Visto che la valuta di contabilità del comparto è l'euro, le quote P e U espresse in USD saranno oggetto di una copertura specifica del loro rischio di cambio contro l'euro.

**Rischio legato all'impegno su contratti finanziari e rischio di controparte:** Il comparto è esposto ai rischi legati ai prodotti derivati. I rischi inerenti l'utilizzo di future, opzioni e contratti di swap includono, tra gli altri, i rischi seguenti: - le variazioni di prezzo al ribasso come al rialzo delle opzioni, warrant, contratti di swap, derivati del credito e future, in funzione delle variazioni di prezzo del loro sottostante; - il differenziale tra il prezzo degli strumenti derivati e il valore del sottostante di questi strumenti; - la liquidità occasionalmente ridotta di questi strumenti sul mercato secondario.

La conclusione di contratti su prodotti derivati OTC espone il comparto a un rischio di controparte potenziale. In caso di insolvenza della controparte del prodotto derivato, il comparto rischia di incorrere in una perdita finanziaria. L'utilizzo di prodotti derivati può quindi comportare per il comparto dei rischi di perdita specifici ai quali il comparto non sarebbe stato esposto in assenza di queste strategie.

Disclaimer: Il presente documento è riservato esclusivamente ai clienti professionali, come definiti nella Direttiva MiFID, e non è rivolto a clienti non professionali o retail. Il presente documento non ha carattere vincolante ed ha esclusivamente uno scopo informativo e non costituisce: (i) un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere; (ii) la base di qualsivoglia contratto o impegno; (iii) una consulenza finanziaria, legale o fiscale. Nessuna parte di questo documento deve essere interpretata come consiglio all'investimento. Edmond de Rothschild Asset Management (France) declina ogni responsabilità in merito agli utilizzi delle informazioni contenute nel presente documento. I dati, i commenti e le analisi riportati nel presente documento riflettono l'opinione di Edmond de Rothschild Asset Management (France) e delle sue affiliate formulate in base all'esperienza maturata, alle analisi economiche effettuate e alle informazioni al momento possedute da Edmond de Rothschild Asset Management (France) e dalle sue affiliate. Le sottoscrizioni di quote o azioni di OICR possono essere effettuate solo sulla base della documentazione di offerta e in particolare del prospetto dell'OICR, del Documento Chiave per gli Investitori (KIID), accompagnato dall'ultima relazione annuale rivista disponibile e dall'ultima relazione semi-annuale se pubblicata successivamente. Pertanto, prima dell'adesione leggere il Prospetto e il KIID. Tutti i potenziali investitori devono rivolgersi ai propri consulenti per analizzare i rischi legati agli strumenti finanziari sopra menzionati anche al fine di maturare una propria opinione autonoma ed indipendente circa l'opportunità di investire in detti prodotti, tenuta in considerazione la propria situazione finanziaria. Si segnala che la regolamentazione relativa all'investimento in OICR è differente in ciascun Paese. Nessun OICR può essere offerto ad una persona ove la legge rilevante lo vieti. Gli OICR sopra indicati possono non essere autorizzati alla distribuzione in tutte le giurisdizioni. Gli OICR non sono registrati negli Stati Uniti secondo il Securities Act of 1933 o comunque sulla base di qualsivoglia regolamentazione statunitense. Di conseguenza gli OICR non possono essere offerti oppure distribuiti in favore o per conto di «U.S. Person» così come definite dal «Regulation S». Gli OICR non potranno direttamente o indirettamente accettare sottoscrizioni da parte di soggetti residenti nella Repubblica cinese. Il dettaglio delle previsioni in materia di sottoscrittori e in materia di rischi relativi agli OICR sono descritti dettagliatamente nei relativi prospetti. Lo Statuto (o l'atto costitutivo), il prospetto, il KIID e tutti i dati periodici relativi agli OICR sono disponibili gratuitamente presso Edmond de Rothschild Asset Management (France) o Edmond de Rothschild (France) Succursale Italiana. Inoltre, l'indice di rischio sintetico e l'indicatore relativo alle performance sono declinati secondo una scala da 1 a 7 (dove "1" è il grado più basso e "7" quello più alto). Per ulteriori dettagli circa la metodologia del ranking utilizzato, preghiamo di verificare il documento contenente le informazioni chiave per l'investitore (KIID).

### DISTRIBUTORE GLOBALE

#### EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08  
Société Anonyme con Consiglio di Gestione e Consiglio di Sorveglianza con capitale di 11.033.769 euro  
Numero di autorizzazione dell'AMF GP 04000015  
332.652.536 R.C.S. Parigi

### SOCIETÀ DI GESTIONE

#### EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (LUXEMBOURG)

16, Boulevard Emmanuel Servais, L - 2535 Luxembourg

### DELEGATO ALLA GESTIONE FINANZIARIA

#### EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08

### REFERENTI

#### EDMOND DE ROTHSCHILD (FRANCE), SUCCURSALE ITALIANA

Corso Venezia, 36 - 20121 Milano  
Tel. +39 02 760611

it.edram.com