

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

Prospettive di Mercato

Cosa ci aspetta nel 2019?

- 1 **MULTI-ASSET**
Concomitanza di problemi?
- 8 **FIXED INCOME**
Le quattro C per il 2019:
Caffeina, Credito, Cina e Camaleonti
- 14 **DEBITO MERCATI EMERGENTI**
Buone prospettive per i Mercati
Emergenti nel 2019
- 26 **EUROPEAN EQUITY**
Europa— farà il brutto anatroccolo
per sempre?
- 32 **EMERGING MARKETS EQUITY**
Cosa ci aspetta dopo la correzione
del settore tecnologico?
- 38 **OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI**
Tutto è relativo
- 46 **PRODOTTI CARTOLARIZZATI**
Buone prospettive per i
prodotti cartolarizzati grazie
alla solidità delle condizioni
del credito al consumo
- 52 **MERCATI CREDITIZI GLOBALI**
Aspettando Godot



**MULTI-ASSET****Concomitanza di problemi?**

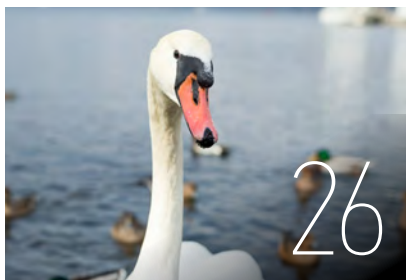
Le politiche attuate con buone intenzioni potrebbero rivelarsi controproducenti, danneggiando le prospettive della crescita globale.

**FIXED INCOME****Le quattro C per il 2019: Caffeina, Credito, Cina e Camaleonti**

Due domande saranno cruciali per i mercati nel 2019: con la fine delle manovre restrittive della Fed, assisteremo ad un atterraggio morbido dell'economia americana? Le politiche di stimolo cinesi saranno in grado di stabilizzare la crescita?

**DEBITO MERCATI EMERGENTI****Buone prospettive per i Mercati Emergenti nel 2019**

Dopo un anno difficile per i Mercati Emergenti, e in particolare per il debito emergente, nel 2019 potremmo assistere ad un rimbalzo dei mercati.

**EUROPEAN EQUITY****Europa — farà il brutto anatroccolo per sempre?**

Le valutazioni delle azioni europee sono al di sotto della loro media a lungo termine e sono particolarmente interessanti rispetto alle azioni USA. L'Europa, che per anni è rimasta il brutto anatroccolo, potrebbe presto rivelarsi un bellissimo cigno.

**EMERGING MARKETS EQUITY****Cosa ci aspetta dopo la correzione del settore tecnologico?**

Nonostante ultimamente molti Mercati Emergenti ad alto potenziale di crescita siano stati messi in ombra dalle grosse aziende tech, molti di questi potrebbero tornare a crescere in seguito al ritorno di una normalizzazione nei mercati.

**OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI****Tutto è relativo**

A seguito delle incertezze sui mercati azionari ed obbligazionari con l'inizio del 2019, le obbligazioni convertibili potrebbero rivelarsi una delle asset class più interessanti.

**PRODOTTI CARTOLARIZZATI****Buone prospettive per i prodotti cartolarizzati grazie alla solidità delle condizioni del credito al consumo**

Con l'inizio del 2019, manteniamo un orientamento positivo sui fondamentali dei prodotti cartolarizzati.

**MERCATI CREDITIZI GLOBALI****Aspettando Godot**

Nel 2015/16 il mercato si aspettava una recessione che non si è verificata, e sembra che anche nel 2019 sarà il concretizzarsi o meno dei pericoli che sono oggi prezzati dai mercati a determinare il successo della performance dei mercati del credito.



Multi-Asset–Prospettive

Concomitanza di problemi?

Le politiche attuate con buone intenzioni potrebbero rivelarsi controproducenti, danneggiando le prospettive della crescita globale.

Negli ultimi tempi, le politiche varate dai governi di vari Paesi hanno cominciato a ostacolare l'economia mondiale. Molte di queste iniziative erano state lanciate per motivi sensati, ma in alcuni casi concreti sono diventate dannose, poiché hanno coinciso con l'approccio anomalo adottato dagli Stati Uniti nei confronti del commercio. Agli attriti relativi ai dazi doganali statunitensi, che hanno generato

tensioni sui mercati di tutto il mondo, si aggiungono i problemi creati dalle politiche locali che provocano un deterioramento dell'economia globale, che altrimenti continuerebbe a crescere a ritmo sostenuto.

Dazi statunitensi: la misura problematica che ha aggravato i problemi generati da altre politiche

Le politiche interne implementate in diversi mercati hanno creato problemi crescenti, ma la crescita dell'economia mondiale avrebbe potuto procedere a un ritmo abbastanza solido da poter sopperire alle varie fonti di debolezza legate alle politiche nazionali – se non fosse stato per le recenti tensioni



ANDREW HARMSTONE
*Managing Director
Global Balanced Risk
Control Team*

commerciali. L'approccio degli Stati Uniti alla politica commerciale ha impattato il clima di fiducia, ha determinato una contrazione della spesa per investimenti delle aziende americane e ha ridotto le prospettive di crescita in tutto il mondo, causando un deterioramento delle condizioni economiche di diversi importanti Paesi.

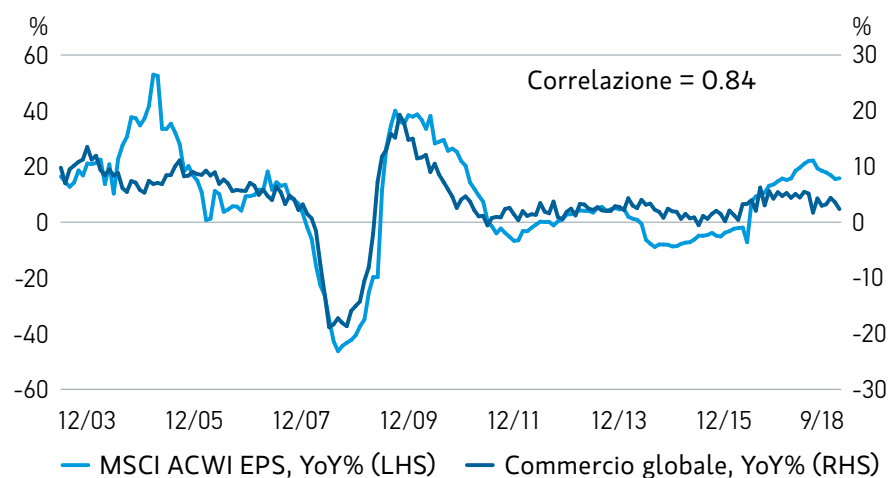
Le imprese che dovevano sostituire beni strumentali obsoleti sono diventate restie ad affrontare grandi investimenti di capitale, poiché le loro catene di fornitura sono diventate instabili. L'incertezza le induce ad aspettare, con effetti avversi sull'intera economia globale.

Come indica la *figura 1*, si rileva un'alta correlazione tra il commercio internazionale e la crescita degli utili per azione (EPS) dell'indice MSCI All Country World. Andamenti negativi del commercio internazionale hanno effetti negativi sugli utili aziendali e frenano la crescita, un fenomeno in gran parte riconducibile alla riduzione degli investimenti negli Stati Uniti.

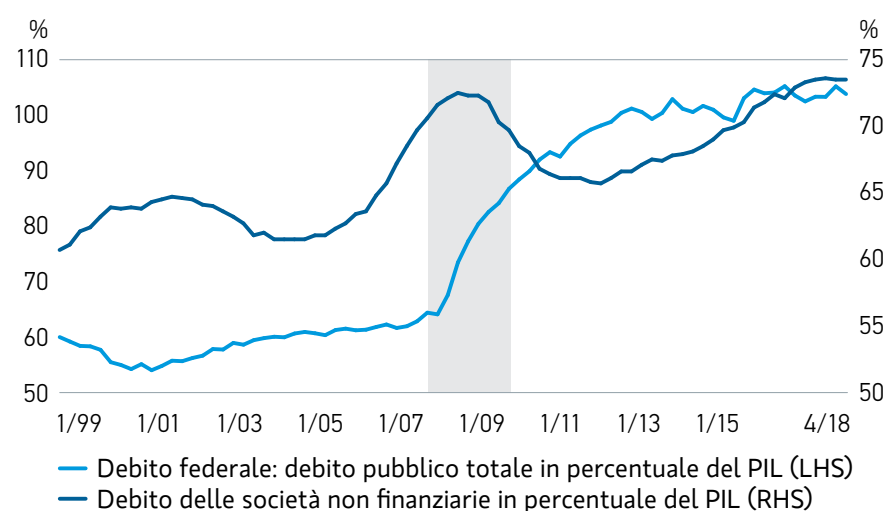
Ma i dazi non sono l'unica politica problematica attuata negli Stati Uniti. La combinazione di tassi d'interesse bassi e restrizioni all'erogazione di credito bancario ha creato una bolla delle obbligazioni societarie statunitensi. I tassi sono stati mantenuti bassi nell'intento di favorire le spese per investimenti, ma un livello troppo contenuto per un periodo troppo prolungato ha indotto le aziende ad assumere un indebitamento eccessivo. Le imprese hanno utilizzato i prestiti a basso costo in modo meno produttivo, ad esempio per riacquistare azioni proprie o eseguire operazioni di fusione e acquisizione (M&A).

Al contempo, i requisiti patrimoniali stringenti in vigore nel sistema bancario statunitense – introdotti dopo la crisi del 2008 – hanno reso più difficile per gli istituti erogare credito. È quindi diminuita l'offerta di prestiti a favore del settore economico che non dispone di fonti alternative di finanziamento, ovvero le famiglie, mentre le aziende hanno aggirato il problema rivolgendosi ai mercati dei capitali. Negli Stati Uniti, il credito totale erogato alle società non finanziarie in percentuale del PIL supera oggi i livelli toccati durante il picco della crisi finanziaria (*figura 2*).

In presenza di tassi d'interesse ancora bassi ma in aumento, il costo di servizio dei prestiti è destinato a salire. L'indice di copertura è rimasto piuttosto stabile per la maggior parte delle società, escluso il quartile delle imprese più piccole. Tra le small cap, tuttavia, il rischio associato al rimborso degli interessi è molto più alto; e si tratta delle aziende per cui lavora una grossa fetta della popolazione¹.

FIGURA 1**Correlazione tra il commercio globale e la crescita dell'EPS**

Fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Bloomberg, dati al 27 novembre 2018. La correlazione è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la correlazione di un investimento specifico. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Si rimanda alla sezione Informativa di legge per le definizioni degli indici.

FIGURA 2**Il debito delle società non finanziarie supera il livello del 2008**

Fonte: Federal Reserve Economic Data, dati al 27 novembre 2018.

Cina: riequilibrio e inciampi

Da lungo tempo l'economia cinese ha una forte esposizione al debito. Ridurre i livelli d'indebitamento è un obiettivo prioritario del governo, ma gli ultimi interventi in questa direzione hanno innescato l'attuale debolezza dell'economia cinese. La crescita dei finanziamenti complessivi è rallentata dal 13,4% di fine dicembre 2017 al 10,2% di ottobre 2018 e la crescita della massa

monetaria M2² ha toccato un minimo storico a quota 8%. Tuttavia, la fiducia dei consumatori è diminuita e il debito delle famiglie è salito a oltre il 10% del PIL negli ultimi due anni, poiché l'onere del debito è passato ai consumatori³.

La *figura 3* mostra il recente calo degli investimenti cinesi in immobilizzazioni, causato dalle forti riduzioni della spesa pubblica e degli investimenti

¹TS Lombard, "Macro Picture: Corporate Crunch", 15 novembre 2018.

² Indicatore di liquidità.

³ Banca popolare cinese, Bloomberg.

in infrastrutture. Inoltre, il grafico illustra che nel 2015 la Cina affrontò un rallentamento simile – causato in parte dalle politiche volte a incoraggiare gli investitori ad acquistare azioni per aiutare le imprese statali a rifinanziarsi, con l'obiettivo di trasformare il modello cinese in un'economia basata sui consumi interni – operando un netto incremento degli investimenti statali, seguito da un forte aumento della spesa infrastrutturale. Tuttavia, questa politica di crescita trainata dalla spesa pubblica è esattamente ciò che il governo cinese sta cercando di lasciarsi alle spalle.

Questi investimenti mirati a sostenere l'economia sono tipicamente finanziati tramite debito pubblico o mediante prestiti bancari erogati a imprese che li impiegano secondo le indicazioni del governo. In entrambi i casi, gli investimenti dipendono dall'indebitamento. Frenando gli investimenti, il governo può ridurre il debito; tuttavia in questo modo si producono anche un raffreddamento della crescita economica, un ampliamento degli spread creditizi e una maggiore difficoltà di rifinanziamento per il settore privato.

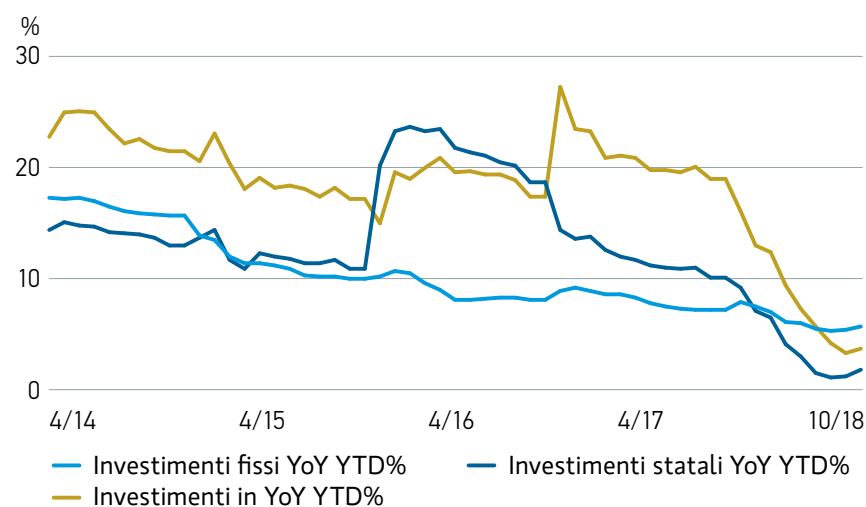
Nel lungo termine, la Cina deve ridurre i livelli d'indebitamento e, in un contesto di solida crescita economica globale, gli interventi di riequilibrio dell'economia nazionale sarebbero stati meno dolorosi. Purtroppo, l'aggressività delle iniziative di riduzione del debito ha generato una notevole debolezza proprio nel momento in cui le tensioni commerciali hanno determinato una minore fiducia e un rallentamento delle prospettive di crescita dell'economia mondiale, peggiorando la situazione cinese.

Europa: una serie di errori

Non è difficile trovare politiche problematiche in Europa, dato che tutte e quattro le principali economie del Vecchio Continente devono affrontare sfide normative o politiche, amplificate dalle tensioni relative al commercio globale.

FIGURA 3

L'economia cinese dipende dallo stimolo degli investimenti pubblici



Fonte: National Bureau of Statistics of China, Bloomberg al 27 Novembre 2018. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Si rimanda alla sezione Informativa di legge per le definizioni degli indici.

- **REGNO UNITO** – L'enorme incertezza circa il futuro del Paese e dei suoi rapporti con i partner commerciali generata dalla Brexit ha determinato una contrazione della spesa per investimenti dell'1,2% nel terzo trimestre⁴. Le società globali che necessitano di collegamenti commerciali con il resto d'Europa, come le banche, stanno riconsiderando la loro stessa presenza sul territorio britannico.
- **ITALIA** – Il governo populista sta cercando di ripristinare molte delle politiche fiscalmente insostenibili che i precedenti esecutivi erano riusciti a ridurre con grande fatica. Questi sviluppi hanno spinto al rialzo gli spread dei titoli di Stato europei e italiani, determinando un aumento dei costi di finanziamento, una maggiore incertezza e un deterioramento dell'economia.
- **FRANCIA** – Le proteste dei "gilet gialli" contro il costo della vita in aumento hanno scatenato i peggiori disordini dal 1968, mettendo a rischio la capacità del Presidente Macron di implementare riforme a favore della crescita nel lungo periodo.

- **GERMANIA** – La politica crea difficoltà anche in Germania, proprio nel momento in cui il Paese ha bisogno di stabilità per gestire i problemi derivanti dalle dispute commerciali. La destra populista guadagna consensi, l'elettorato è spaccato in due e Angela Merkel si ritirerà. La Cancelliera in carica ha portato stabilità non solo in Germania, ma anche in tutta Europa, per un lungo periodo.

Il deterioramento dell'economia tedesca è riconducibile in larga misura al calo delle vendite di automobili, poiché a livello europeo il settore ha risentito del rallentamento della Cina e dei nuovi standard europei sulle emissioni inquinanti. Le vendite di auto in Cina sono scese del 12% e la ragione di scambio della Germania è diminuita del 6,2% su base annua, la flessione più marcata dai primi anni 2000. Inoltre, le immatricolazioni di auto di produzione europea sono calate del 7,3% a ottobre, dopo la contrazione del 23,5% di settembre.

Giappone: ritiro difficile

Anche in Giappone sono in atto politiche problematiche che inizialmente erano giustificate. Il Quantitative Easing mirava a rilanciare l'economia,

⁴ ONS (Office for National Statistics).

ma le dimensioni del programma e la decisione di ancorare i tassi d'interesse hanno reso difficile ritirarlo senza generare una forte volatilità. L'aumento delle tasse previsto per ottobre 2019 potrebbe a sua volta avere effetti avversi se dovesse ripetersi quanto accaduto nel 2014, quando l'incremento fiscale era stato annunciato con troppo anticipo e aveva generato incertezza in eccesso. Stavolta le autorità sembrano aver imparato dagli errori del passato e il governo ha predisposto piani volti a mitigare gli impatti sui consumatori, come esenzioni su alcuni beni alimentari di prima necessità e pressioni esercitate sulle compagnie telefoniche affinché riducano i costi del servizio. Inoltre, le aspettative di un chiaro miglioramento degli utili rendono più convenienti le azioni giapponesi – almeno finché la Banca del Giappone porterà avanti il suo programma di Quantitative Easing.

Mercati emergenti: conseguenze di riflesso

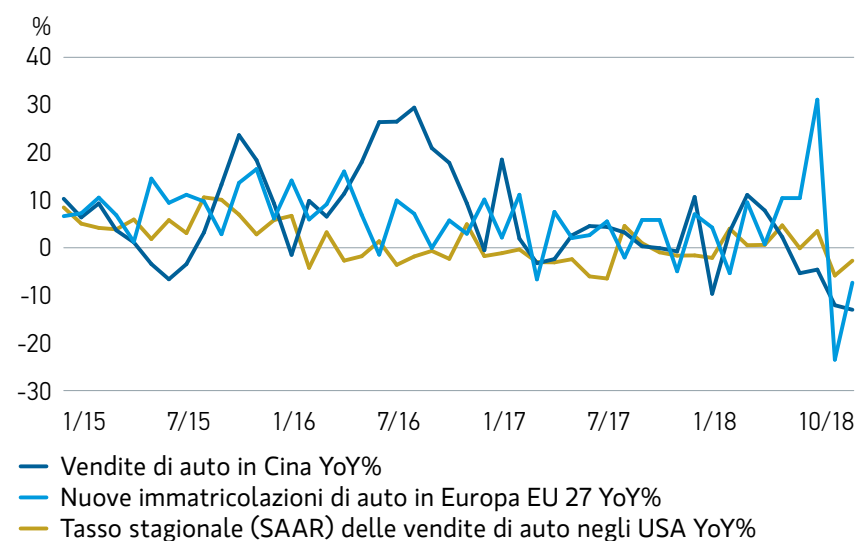
In generale, i mercati emergenti hanno subito di riflesso le conseguenze delle politiche implementate nei Paesi sviluppati, salvo qualche eccezione. A seguito dell'annullamento di un importante progetto per la costruzione di un aeroporto, gli investitori temono che il nuovo governo messicano possa essere poco favorevole all'economia, ma è ancora presto per capire come evolverà la situazione. Venezuela e Argentina attraversano una lunga fase di difficoltà causata dalle politiche di governo. Tuttavia, la provenienza di politiche più problematiche è da ritrovarsi nei mercati sviluppati, oltre che in Cina.

Le tendenze per il 2019: una via di uscita?

La causa principale di questa fase di debolezza indotta dalle politiche delle autorità alle soglie del 2019 è da ricercarsi nell'approccio degli Stati Uniti al commercio. Dopo il recente vertice del G20 in Argentina, i Presidenti Trump e Xi hanno deciso di posticipare l'introduzione di nuove tariffe o l'incremento di quelle esistenti durante i 90 giorni dei negoziati. La notizia è stata recepita come positiva, ma ci sembra più una mossa a effetto che l'espressione di

FIGURA 4

Calo delle vendite di automobili in Europa, Cina e Stati Uniti



Fonte: ACEA, China Automotive Information Net, WARD's Automotive Group, Bloomberg, dati al 27 novembre 2018. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Si rimanda alla sezione Informativa di legge per le definizioni degli indici.

una vera volontà politica, e le tensioni rimangono elevate.

Per certi versi, la Cina sembra voler attribuire ai dazi un impatto economico maggiore di quello che hanno effettivamente causato. Reindirizzando la preoccupazione dei cittadini sulle evidenti pressioni commerciali, il governo riesce quindi a distogliere l'attenzione dalla causa reale dell'attuale fase di debolezza, ovvero gli aggressivi interventi di riduzione del debito.

In ordine di probabilità, a livello politico vediamo tre potenziali catalizzatori di un rialzo che potrebbero ridare slancio all'economia mondiale.

1. UN ORIENTAMENTO PIÙ ACCOMODANTE DELLA FED E/O INGENTI STIMOLI FISCALI

Un importante piano di investimenti infrastrutturali negli Stati Uniti è una delle poche iniziative sostenute sia dai Democratici che dai Repubblicani. Potrebbe creare un contesto globale più favorevole per il riequilibrio dell'economia cinese e avrebbe notevoli conseguenze positive per gli Stati Uniti.

2. UN PROGRAMMA MIRATO DI STIMOLO IN CINA

La Cina non ha ancora avviato un programma di stimolo, perché andrebbe in direzione contraria

rispetto all'obiettivo governativo di ridurre l'indebitamento, ma non si possono escludere interventi mirati, sufficienti a compensare la debolezza derivante dalla riduzione del debito, ma non così forti da innescare un nuovo e controproducente aumento della leva finanziaria. Le probabilità che si verifichi questa eventualità, e le dimensioni del programma, dipenderanno in parte dalla situazione in campo commerciale. In ogni caso, per il momento ci aspettiamo una strategia di riduzione del debito meno aggressiva, nel quadro del rallentamento della crescita.

3. DISTENSIONE DEI RAPPORTI COMMERCIALI

Se si dovessero registrare sviluppi positivi concreti nell'ambito delle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina, le imprese riprenderebbero i loro piani d'investimento e verrebbe meno il principale elemento di freno per l'economia mondiale.

In assenza di stimoli positivi di questo genere, nel 2019 dovrebbe proseguire la debolezza causata dalle politiche delle autorità, finché il ribasso delle quotazioni renderà nuovamente appetibili le valutazioni fino al punto di sostenere la domanda. Nella maggior parte delle regioni ci attendiamo

valutazioni vicine ai livelli di fair value, ma negli Stati Uniti pensiamo che i prezzi debbano scendere del 4-5% al di sotto di questo livello affinché tocchino livelli neutrali. Dato che la divergenza tra il P/E prospettico delle società statunitensi ed europee si attesta al 97° percentile, per la prima volta dalla crisi finanziaria gli Stati Uniti potrebbero essere esposti a un rischio di ribasso maggiore rispetto all'Europa e al resto del mondo.

In prospettiva: azioni

A posteriori possiamo dire che nel 2018 le azioni americane hanno rappresentato l'investimento più valido, ma per il 2019 ci aspettiamo di individuare maggiori opportunità d'investimento sui mercati internazionali. Le valutazioni e il clima di fiducia sono maggiormente positive nelle altre regioni; inoltre, l'impatto del dollaro sui portafogli dovrebbe passare da positivo a negativo e, soprattutto, gli Stati Uniti dovrebbero perdere il loro vantaggio in termini di utili e di crescita economica. In altre parole, nel 2019 potremmo assistere a una crescita del PIL e dei profitti societari più sincronizzata che nel 2018.

Nonostante valutazioni relativamente convenienti e il clima d'investimento negativo nei confronti delle azioni europee, non siamo ancora pronti a ripristinare un sovrappeso. La nostra principale preoccupazione deriva dal fatto che le aspettative di utili nell'Area Euro ci sembrano ancora troppo positive. Le stime per gli utili prospettici a 12 mesi si attestano al 9,5%, a fronte però di una crescita attesa dei ricavi di appena il 3,7% e di una probabile accelerazione dell'inflazione, sulla scia degli aumenti salariali⁵. La risoluzione delle questioni politiche darebbe un impulso inatteso ai mercati azionari, ma non appartiene al nostro scenario di base. Un altro potenziale fattore positivo sarebbe la ripresa della crescita delle vendite di automobili europee in Cina, che potrebbe verificarsi se il governo cinese allentasse gli interventi di riduzione del debito.

Di conseguenza, manteniamo un'allocatione di pari peso nelle azioni

degli Stati Uniti e dell'Eurozona, con un sottopeso nei titoli tecnologici statunitensi. Il 2019 sarà probabilmente un altro anno impegnativo per i mercati azionari e riteniamo che il posizionamento debba essere definito in funzione delle opportunità settoriali e degli orientamenti di stile, più che delle preferenze geografiche. Ci aspettiamo inoltre di individuare potenziali opportunità nelle azioni dei mercati emergenti, che hanno subito vendite eccessive. Al contempo, alla luce delle valutazioni più ragionevoli e dei potenziali catalizzatori positivi che abbiamo già menzionato, ci sembra sensato aumentare cautamente l'esposizione azionaria, poiché difficilmente la volatilità rimarrà elevata come negli ultimi tempi.

In prospettiva: obbligazioni

La robusta crescita degli Stati Uniti nel 2018 ha innescato una netta rivalutazione dei Treasury. Da inizio anno il rendimento del decennale è salito di circa 50 pb; tuttavia, in vista di un rallentamento dell'espansione economica verso il tasso medio di circa il 2% l'anno, i rischi di rialzo e di ribasso ci sembrano tutto sommato equilibrati⁶. Manteniamo comunque in sottopeso i Treasury, alla luce della brusca correzione che hanno registrato negli ultimi tempi.

In Europa, la crescita economica si è dimostrata più debole del previsto a causa di vari fattori negativi concomitanti. Alcuni di questi, come i negoziati sul bilancio italiano e la Brexit, potrebbero protrarsi ancora per un certo tempo, mentre l'impatto negativo di altri fattori, come i nuovi standard normativi sulle emissioni inquinanti e la netta riduzione delle vendite di automobili, dovrebbe rientrare. La ripresa dell'attività economica è negativa per i titoli di Stato europei. Nel frattempo, il programma di Quantitative Easing della BCE dovrebbe giungere al termine e di conseguenza il suo bilancio non si espanderà ulteriormente. I tassi estremamente bassi sui Bund, destinati ad aumentare, offrono un rapporto rischio/rendimento poco vantaggioso.

Continuiamo a sottopesare i titoli di Stato tedeschi.

Come nel caso dell'Europa, deteniamo un orientamento negativo anche nei confronti delle obbligazioni governative giapponesi. I JGB presentano infatti uno scarso potenziale di rialzo, dato che il rendimento sul decennale è inferiore a 10 pb. Il possibile allentamento degli interventi di controllo della curva da parte della Banca del Giappone potrebbe innescare forti movimenti avversi dei tassi, generando perdite in conto capitale.

Nel mercati del credito dei Paesi sviluppati, ci concentriamo sui titoli di maggiore qualità, poiché ci aspettiamo che l'ampliamento degli spread degli ultimi tempi sia destinato a proseguire nel 2019. Prospettive di utili in ribasso sia negli Stati Uniti che in Europa dovrebbero pesare sulle obbligazioni high yield. Inoltre, alla luce dell'aumento dei costi di copertura e della debolezza del dollaro attesa nel 2019, esprimiamo una preferenza per i titoli di credito europei rispetto a quelli statunitensi.

A nostro avviso, il debito dei Paesi emergenti rappresenta una delle migliori opportunità d'investimento nel mercato obbligazionario. La classe dovrebbe beneficiare delle tendenze descritte in precedenza, in particolare di una decelerazione della crescita statunitense, un atteggiamento più accomodante della Fed e un ribasso del dollaro.

Cauto ritorno degli investitori

Le politiche controproducenti attuate dai governi di vari Paesi hanno indebolito l'economia mondiale. Molte di queste iniziative erano state varate con buone intenzioni, ma alcune di loro sono durate più del necessario e tutte sono state aggravate dalla guerra commerciale. Questa concomitanza di politiche problematiche ha generato un'elevata volatilità e ha corretto buona parte degli eccessi delle valutazioni, tanto che i prezzi al di fuori degli Stati Uniti si stanno avvicinando ad un punto in cui gli investitori potrebbero prendere in considerazione un cauto ritorno sul mercato. Difficilmente la volatilità rimarrà elevata come negli ultimi tempi.

⁵ IBES.

⁶ Bloomberg.

Considerazioni sui rischi

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del Portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal Portafoglio diminuisca e sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarli. Di conseguenza l'investimento in questo Portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa altresì presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi. I **titoli a reddito fisso** sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse in rialzo, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. I **titoli a più lungo termine** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di discesa dei tassi d'interesse, il Portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. I **titoli garantiti da ipoteche e da collaterale** sono esposti al rischio di rimborso anticipato e a un più elevato rischio d'insolvenza e possono essere difficili da valutare e vendere (rischio di liquidità). Essi sono altresì soggetti ai rischi di credito, di mercato e di tasso d'interesse. Determinati **titoli di Stato americani** acquistati dalla Strategia, come quelli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac, non sono garantiti dal "full faith and credit" (piena fiducia e credito) degli Stati Uniti. È possibile che in futuro questi emittenti non dispongano dei fondi per onorare i propri obblighi di pagamento. Le **obbligazioni high yield (dette anche "junk bond")** sono titoli con rating inferiori che possono comportare livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità. I **prestiti bancari quotati** sono soggetti al rischio di liquidità e ai rischi di credito tipici dei titoli con rating inferiori. I **titoli esteri** sono soggetti a rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei **Paesi Emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei Paesi Sviluppati esteri. I **titoli di debito sovrani** sono soggetti al rischio di insolvenza. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere significativamente sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato. I **titoli vincolati e illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità).

DEFINIZIONI

M2 è un indicatore dell'offerta di moneta utilizzato da varie banche centrali. Nel Federal Reserve System, M2 include la moneta fisica e i depositi sui conti correnti, addizionati dei capitali detenuti all'interno dei conti deposito, certificati di deposito fino a \$100.000 (o importo equivalente) e conti del mercato monetario. L'indice **MSCI All Country World (ACWI)** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei mercati azionari sviluppati ed emergenti. Il termine "flottante" è riferito alla quota di azioni in circolazione considerate disponibili per l'acquisto da parte degli investitori sui mercati azionari quotati. La performance dell'indice è espressa in dollari USA e prevede il reinvestimento dei dividendi netti.

INFORMATIVA DI LEGGE

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore alla data di pubblicazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni rese disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le opinioni espresse non riflettono i giudizi di tutti i gestori di portafoglio di Morgan Stanley Investment Management (MSIM) né le opinioni dell'azienda nel suo complesso e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

Ove non diversamente indicato, le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio, sono basati sui dati disponibili alla data di redazione e non in date future e non saranno aggiornati né altrimenti rivisti per riflettere informazioni rese disponibili in un momento successivo, circostanze esistenti o modifiche che si verifichino successivamente alla data di pubblicazione.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Ciò nonostante, non abbiamo verificato tali

informazioni e non rilasciamo dichiarazione alcuna circa la loro correttezza o completezza.

Til presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale e redatta esclusivamente a scopi informativi e divulgativi e non costituisce un'offerta o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari o all'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento non tengono conto delle circostanze personali del singolo cliente e non rappresentano una consulenza d'investimento, né sono in alcun modo da interpretarsi quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

Il presente commento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi locali e dalle normative vigenti.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Regno Unito – Morgan Stanley Investment Management Limited è

autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158).

Germania – Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), e con sede legale in 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

Stati Uniti – I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. Nei conti separati gestiti in base alla strategia illustrata sono inseriti diversi valori mobiliari; essi potrebbero non replicare la performance di un indice. Si prega di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e gli oneri della strategia prima di effettuare investimenti. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei Fondi Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO BANCARIO

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong.

Singapore – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile dell'SFA. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

Giappone Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito

in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIM") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni o offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIM di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIM accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIM i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIM esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIM e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d'investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIM non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIM, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), aderente a: The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

Le informazioni contenute nella presente comunicazione non costituiscono una raccomandazione di ricerca o una "ricerca in materia di investimenti" e sono classificate come "Comunicazione di marketing" ai sensi delle normative europee e svizzere applicabili. Pertanto questa comunicazione di marketing (a) non è stata predisposta in conformità a requisiti di legge tesi a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e (b) non è soggetta ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari. Per i soggetti incaricati del collocamento dei comparti di Morgan Stanley Investment Funds, non tutti i comparti e non tutte le azioni dei comparti potrebbero essere disponibili per la distribuzione. Si invita a consultare il contratto di collocamento per ulteriori dettagli in merito prima di inoltrare informazioni sui comparti ai propri clienti.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

Fixed Income–Prospettive

Le quattro C per il 2019: Caffaina, Credito, Cina e Camaleonti

Con l'arrivo del 2019 le due più grandi economie del mondo si trovano ad affrontare due problematiche specifiche. Si parte dagli Stati Uniti: come sarà l'atterraggio dei mercati finanziari statunitensi dopo i voli in alta quota di crescita e utili durante il ciclo economico del 2018? Sarà un atterraggio morbido, accidentato o duro? Si passa quindi alla Cina: le politiche di stimolo cinesi saranno in grado di stabilizzare le condizioni di crescita nel 2019? Ciò che Pechino e Washington decideranno avrà notevoli ripercussioni globali sia per le economie che per i prezzi delle attività finanziarie.

Queste sfide sono rappresentate a livello tematico dalle nostre Quattro C per il 2019: Caffaina, Credito, Cina e Camaleonti.



MICHAEL KUSHMA
Chief Investment Officer
Global Fixed Income Team



JIM CARON
Managing Director
Global Fixed Income Team

Caffeina

La “caffaina” rappresenta lo stimolo fiscale del quale hanno beneficiato gli Stati Uniti grazie alla politica fiscale intrapresa, che ha portato a un ciclo di utili e crescita in grado di superare le aspettative di molti analisti e che ha innescato un apprezzamento del dollaro statunitense. A nostro avviso, nel 2019 l'effetto energizzante della caffeina si affievolirà e l'economia dovrà riconciliare le ricadute dai picchi di crescita e utili toccati nel 2018. In sintesi, l'economia statunitense conoscerà un atterraggio morbido, accidentato o duro?

Il contesto è importante. Riteniamo che la riforma fiscale e la deregolamentazione abbiano stimolato gli investimenti aziendali e una maggiore disponibilità di capitale che hanno innescato un'inversione del calo tendenziale della produttività. L'aumento di produttività potrebbe avere un impatto più duraturo che potrebbe dare impulso a una crescita potenziale più elevata. L'impulso

iniziale è stato registrato nel 2018 con il prodotto interno lordo (PIL) degli Stati Uniti in aumento del 3% rispetto alle stime di consenso originali del 2% circa, che si sono rivelate troppo basse. Per il 2019 le attese di consenso indicano un rallentamento della crescita per l'intero anno pari al 2,5%, tuttavia, su base mobile a 12 mesi, la crescita del 4T19/4T18 è prevista in discesa dell'1,7%, un livello che riteniamo quasi pari alla crescita potenziale. Per il 2020 si prevede quindi una crescita per l'intero anno del 2,2%.

Ciò che segue rappresenta la chiave di tutto. Nel caso in cui la Federal Reserve (Fed) statunitense progettasse un atterraggio morbido e la crescita scendesse provvisoriamente solo fino al potenziale, a nostro avviso ne deriverebbe un impatto positivo per le attività finanziarie. Questo sarebbe lo scenario di un atterraggio morbido. Se il rallentamento della crescita si attestasse a livelli leggermente inferiori al potenziale e venisse percepito come transitorio, con una durata limitata a pochi trimestri prima di riprendere con una crescita oltre il 2%, definiremmo questo atterraggio come “accidentato”. Tuttavia, se i livelli di crescita scendessero sotto al potenziale per ciò che il mercato vedrebbe come un periodo prolungato che potrebbe comprendere una recessione, questo scenario verrebbe definito come un atterraggio “duro”. Naturalmente, in uno scenario di atterraggio duro, e probabilmente anche

in uno accidentato, la Fed potrebbe essere propensa ad allentare la propria politica monetaria. Il tipo di scenario che si realizzerà alla fine dipenderà in ampia misura dall'evoluzione dell'inflazione. Se l'inflazione restasse sotto controllo, vale a dire in leggero aumento (o magari immutata!), le probabilità di un atterraggio morbido o accidentato aumenterebbero considerevolmente.

Credito

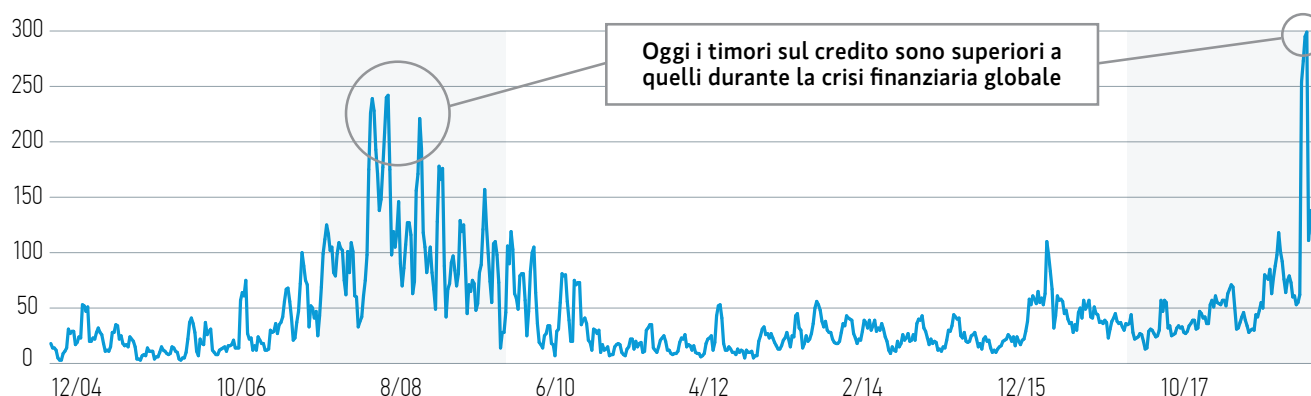
La dinamica post-picco della crescita e degli utili si ripercuoterà sulla performance dei titoli creditizi. È necessario riconoscere che questa classe di attivi è particolarmente vulnerabile a causa dei livelli elevati di leva finanziaria nell'era del post allentamento quantitativo (QE). Sebbene una recessione non faccia parte del nostro scenario di base per i prossimi anni, i premi al rischio sono saliti e probabilmente continueranno la loro ascesa, ampliando gli spread per riflettere la maggiore ponderazione di questo rischio. Tuttavia, questo presume anche un comportamento statico nel settore societario.

Non si può supporre che le società che ottengono buoni risultati non reagiscano in alcun modo in caso di ulteriore deterioramento delle condizioni creditizie. L'eventuale imminenza, portata e durata di un rallentamento sono pertanto domande alle quali occorre trovare risposta.

FIGURA 1

I mercati sono (troppo?) impazienti di scontare la fine del ciclo

Ricerca di parola chiave in Google: “Ciclo del credito”



Fonte: Google. Dati al 31 ottobre 2018.

Il ciclo del credito è intrinsecamente legato al modo in cui la politica della Fed influirà sull'atterraggio economico nel periodo di crescita e utili post picco. Il credito investment grade è particolarmente sensibile a questo fattore, alla luce del maggiore livello di leva finanziaria all'indomani delle politiche di allentamento quantitativo. Volendo ricorrere a una regola empirica semplice ma anche alquanto semplificata, si potrebbe dire che si avrebbe un atterraggio morbido se la Fed terminasse il ciclo con tassi di riferimento pari o inferiori al 3%, accidentato in caso di valori dal 3% al 3,5% e duro se i tassi fossero superiori al 3,5%. I timori dei mercati sembrano concentrarsi sull'ipotesi di scenario peggiore (Figura 1).

Cina

La politica della Cina incide in maniera significativa sul ciclo economico globale. La Cina ha operato un notevole inasprimento della propria politica monetaria nel 2017 fino a metà del 2018. Nel 2017, la Cina ha aumentato i tassi a breve di oltre 200 punti base (pb), come misurato dai fixing a un mese sullo Shanghai Interbank Offered Rate (SHIBOR), e lo yuan è salito oltre il 7%, tutti fattori che rappresentano un significativo inasprimento della politica monetaria. L'impatto sull'economia cinese probabilmente si è fatto sentire

in modo più deciso nel 2018 a causa del deterioramento dei rapporti commerciali USA-Cina.

In risposta, la Cina ha intrapreso la strada di un allentamento aggressivo con politiche di stimolo, come la riduzione dello stesso SHIBOR di oltre 200 pb nel 2018 e i tagli di 250 pb dei coefficienti di riserva obbligatoria (RRR). Inoltre, Pechino ha allentato i criteri di erogazione dei prestiti alle banche e dovrebbe ampliare il debito pubblico fino al 3% del PIL, l'equivalente di circa 400 miliardi di dollari USA.¹ Abbiamo già riscontrato i primi segnali di stimolo all'opera per la stabilizzazione dei prezzi degli attivi. Poiché le politiche di allentamento tendono a segnare il passo, nel 2019 potremmo assistere a un'ulteriore stabilità e probabilmente anche a un recupero, che fornirà supporto ai prezzi degli attivi globali, in particolare, ma non solo, dei Mercati Emergenti.

Camaleonti

Il riferimento ai "camaleonti" indica la flessibilità necessaria per poter agire e mutare rapidamente in modo da beneficiare delle diverse opportunità d'investimento che potrebbero presentarsi man mano che il quadro del periodo di crescita e degli utili post picco si fa più chiaro. Non è ancora chiaro quale sarà il tipo di atterraggio

riservato ai mercati nella fase post picco, ossia se sarà un atterraggio morbido, accidentato o duro. Al momento i prezzi degli attivi stanno scontando questa incertezza e, di conseguenza, correggendo al rialzo i premi al rischio.

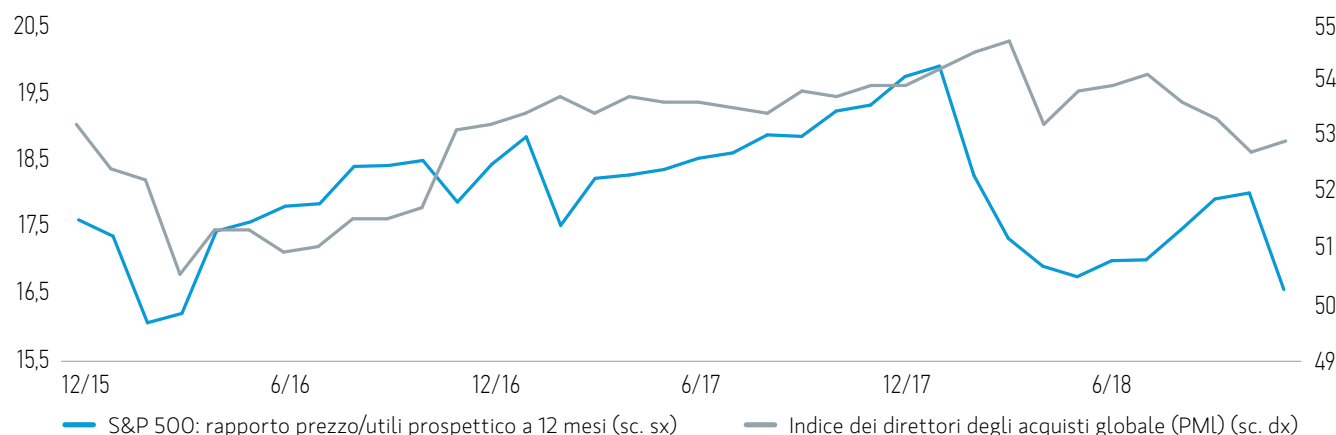
Visto il nostro scenario di base, a nostro parere la recente volatilità di mercato si presenta come revisione di metà/fine ciclo, non come un atterraggio duro di fine ciclo. Per semplicità e chiarezza, la nostra previsione propende per uno scenario di atterraggio da morbido ad accidentato. Nel nostro scenario di base è implicito che la Fed si dimostri sensibile a un irrigidimento delle condizioni finanziarie, nello specifico sotto forma di tassi di interesse più alti, di un rafforzamento del dollaro statunitense, di spread creditizi più ampi e di quotazioni azionarie più basse. Probabilmente, per rispondere all'aumento dei tassi di riferimento è stato necessario che il mercato riconoscesse la fine dei picchi di crescita e utili. La Fed sta finalmente realizzando l'inasprimento al quale mirava. L'essenziale ora è non esagerare con un inasprimento eccessivo, commettendo un errore di politica monetaria che potrebbe provocare un atterraggio duro. A nostro avviso la Fed non farà questo errore.

È pertanto probabile che il mercato arrivi anche riconoscere che il picco dei

FIGURA 2

PMI globale vs. rapporto prezzo/utigli prospettico dell'indice S&P 500

Le valutazioni sono scese ulteriormente e più rapidamente di quanto sotteso dai fondamentali



Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. Fonte: Google. Dati al 31 ottobre 2018.

¹ Fonte: Cornerstone Macro. Dati al 5 novembre 2018.

rendimenti dei Treasury a 10 anni è destinato a restare sotto al 3,5%. In questo scenario, i flussi monetari si allontanano dal dollaro statunitense in quanto gli utili hanno finito di raggiungere i massimi e i differenziali di crescita tra gli Stati Uniti e il resto del mondo si restringono. Questi saranno i primi passi verso l'allentamento delle condizioni finanziarie e in queste circostanze i flussi monetari potrebbero essere attratti da attivi che hanno subito ribassi ben oltre le loro valutazioni fondamentali (*Figura 2*). Tuttavia, è probabile che occorra avere pazienza poiché è possibile che questa situazione non si materializzi fino a metà 2019 o dopo.

I Mercati Emergenti si distinguono come una classe di attivi che hanno subito massicci ribassi, oltre le valutazioni fondamentali. Anche il credito high yield e investment grade ha prodotto perdite superiori al previsto e il dollaro statunitense, che si era rafforzato tanto nel 2018, si prepara a invertire la rotta nel 2019. I tassi di

interesse dovrebbero restare in gran parte in un intervallo ristretto positivo, sebbene prevediamo opportunità d'investimento idiosincratiche, trainate da anomalie valutative estreme rispetto ai fondamentali economici. A nostro avviso queste opportunità idiosincratiche possono essere sfruttate al meglio mediante strategie attive e flessibili. Alla luce di tutti i rischi a livello globale, alcuni dei quali potrebbero facilmente avverarsi, non riteniamo che il 2019 possa generare opportunità sistematiche a favore di strategie di investimento passive. Avere un approccio diversificato, flessibile, di tipo "camaleontico", in grado di adattarsi agli alti e bassi globali, dovrebbe, a nostro avviso, generare risultati d'investimento migliori nel 2019.

Conclusioni

Per il 2019 preparatevi a essere flessibili e pronti ad adattarvi. L'incertezza di mercato ruota attorno al fatto che la

fine del ciclo di inasprimento della Fed determini o meno un atterraggio morbido, accidentato o duro e che le politiche di stimolo adottate nel 2018 dalla Cina (e che probabilmente continueranno nel 2019) siano in grado o meno di stabilizzare l'economia cinese nel 2019. Si devono fare ulteriori considerazioni in merito all'Europa e alla BREXIT, che rappresentano rischi politici difficili da valutare. I premi al rischio stanno aumentando e di conseguenza stanno spingendo i prezzi degli attivi al di sotto delle valutazioni fondamentali in modo non omogeneo. Le opportunità d'investimento derivano dai fattori idiosincratici nell'ambito di ciascun Paese/settore/titoli in cui sono maggiori le valutazioni anomale dei prezzi rispetto ai fondamentali. La gestione flessibile, rapida e attiva delle strategie può essere la più efficace per il 2019.

Considerazioni sui rischi

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del Portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal Portafoglio diminuisca e sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarli. Di conseguenza l'investimento in questo Portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa altresì presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi. I **titoli a reddito fisso** sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse in rialzo, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. I **titoli a più lungo termine** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di discesa dei tassi d'interesse, il Portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. I **titoli garantiti da ipoteche e da collaterale** sono esposti al rischio di rimborso anticipato e a un più elevato rischio d'insolvenza e possono essere difficili da valutare e vendere (rischio di liquidità). Essi sono altresì soggetti ai rischi di credito, di mercato e di tasso d'interesse. Determinati **titoli di Stato americani** acquistati dalla Strategia, come quelli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac, non sono garantiti dal "full faith and credit" (piena fiducia e credito) degli Stati Uniti. È possibile che in futuro questi emittenti non dispongano dei fondi per onorare i propri obblighi di pagamento. Le **obbligazioni high yield (dette anche "junk bond")** sono titoli con rating inferiori che possono comportare livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità. I **prestiti bancari quotati** sono soggetti al rischio di liquidità e ai rischi di credito tipici dei titoli con rating inferiori. I **titoli esteri** sono soggetti a rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei **Paesi Emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei Paesi Sviluppati esteri. I **titoli di debito sovrani** sono soggetti al rischio di insolvenza. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere significativamente sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato. I **titoli vincolati e illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità).

INFORMAZIONI IMPORTANTI

La performance passata non è garanzia di risultati futuri. I rendimenti di cui si parla nel commento sono quelli degli indici di riferimento e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico.

Le opinioni, previsioni e stime espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale e possono variare in qualsiasi momento in virtù di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni rese disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le opinioni espresse non riflettono i giudizi di tutti i gestori di portafoglio di Morgan Stanley Investment Management (MSIM) né le opinioni dell'azienda nel suo complesso e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Tuttavia, non abbiamo verificato tali informazioni e non ci esprimiamo in alcun modo circa la loro accuratezza o completezza.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale; tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non costituiscono un'offerta o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari o all'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non siano vietate dalle leggi e dalle normative locali vigenti.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore dovrebbe valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

Regno Unito – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor, Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158). **Germania** – Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), e con sede legale a 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Paesi Bassi. Telefono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management

Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41 (0) 44 588 1074.

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla SFA. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

Giappone – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni o offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d'investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), aderente a: The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

Stati Uniti – I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente l'obiettivo di investimento, i rischi, le commissioni e le spese del comparto. Il prospetto contiene queste e altre informazioni

sul comparto. È possibile scaricare una copia del prospetto dal sito morganstanley.com/im o richiederla telefonando al numero 1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei comparti Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO

NOTA INFORMATIVA

EMEA — La presente comunicazione è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni o oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di costoro. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Debito Mercati Emergenti—Prospettive

Buone prospettive per i Mercati Emergenti nel 2019

Dopo un anno difficile per gli attivi rischiosi, e in particolare gli strumenti del reddito fisso dei Mercati Emergenti (ME), siamo fiduciosi in vista del 2019 alla luce delle valutazioni appetibili, del contesto globale benigno (crescita moderata e inflazione sotto controllo) e della probabile conclusione del ciclo di inasprimento della Federal Reserve (Fed). Riteniamo che questi fattori e l'ampliamento del doppio deficit negli Stati Uniti rendano poco probabile un cospicuo apprezzamento del dollaro e siano pertanto favorevoli al settore del reddito fisso dei Mercati Emergenti.



ERIC BAURMEISTER
Managing Director
Emerging Markets Debt Team



WARREN MAR
Managing Director
Emerging Markets Debt Team



SAHIL TANDON
Executive Director
Emerging Markets Debt Team



MARIANO PANDO
Executive Director
Emerging Markets Debt Team

La nostra analisi storica indica che il reddito fisso emergente tende a sovraperformare quando le economie dei Mercati Emergenti sono in procinto di colmare gli output gap negativi convergendo verso la crescita potenziale. Le strategie in valuta locale dovrebbero beneficiare delle politiche monetarie già sufficientemente restrittive nei

Ci attendiamo un lieve rimbalzo della crescita nei Paesi Emergenti che potrebbe favorire l'andamento del debito emergente

principali Paesi Emergenti e della forte pendenza delle curve dei rendimenti, che fornisce agli investitori un premio a termine in eccesso. Anche il fatto che le valute emergenti siano nel complesso sottovalutate dovrebbe contribuire ai rendimenti in valuta locale generati su carry e duration, soprattutto se la nostra previsione di una flessione del dollaro e di un orientamento restrittivo delle banche centrali emergenti si rivelerà corretta.

Nel segmento del credito, la valutazione dell'indice JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBIG), un indicatore del debito estero in dollari statunitensi della regione emergente, appare conveniente sia rispetto alla media storica che ai settori tradizionalmente comparabili come l'high yield statunitense. Inoltre, il nostro modello di analisi degli spread delle obbligazioni sovrane mostra che, in base ai fondamentali, il potenziale di compressione degli spread è di circa 40 punti base. Tenuto conto anche del carry già elevato (il maggiore dal 2008), i titoli di Stato in valuta forte dei Mercati Emergenti offrono ottime opportunità d'investimento ai livelli di valutazione attuali. Lo stesso discorso vale anche per l'indice JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond (CEMBI), che rappresenta le obbligazioni societarie in dollari statunitensi, i cui spread assoluti e relativi nel 2018

hanno nettamente sottoperformato altri segmenti del credito come i titoli high yield statunitensi ed europei, malgrado il generale miglioramento dei fondamentali testimoniato dai tassi di default equiparabili (bassi).

In assenza di una crescita globale sincronizzata o di una politica monetaria espansiva, mentre le tensioni commerciali e i rischi geopolitici continuano ad aumentare, riteniamo che per gli investitori sia consigliabile affrontare con cautela il nuovo contesto di mercato. Inoltre, le opportunità offerte dai Mercati Emergenti richiederanno un approccio altamente selettivo all'esposizione ai vari Paesi e tipologie d'investimento. Ci concentreremo sui Paesi che presentano valutazioni che giudichiamo allettanti, con fondamentali macroeconomici abbastanza solidi per resistere a shock esterni e/o dinamiche politiche capaci di produrre sviluppi favorevoli, i quali di conseguenza offrono buone opportunità di generazione di alfa agli investitori con sufficiente tolleranza dei rischi connessi all'esposizione al debito emergente.

Il quadro globale di crescita stabile e inflazione moderata favorisce i listini emergenti

A causa dell'impennata della volatilità legata alla guerra commerciale sino-statunitense, ai rischi geopolitici e al progressivo inasprimento dei tassi americani, che ha spinto il dollaro in netto rialzo, le previsioni di consenso di una crescita globale stabile e sincronizzata nel 2018 non si sono avverate. Anche, le misure fiscali introdotte dall'amministrazione Trump a fine 2017 per dare impulso all'economia, unite al rallentamento della Cina e al deludente andamento della crescita europea, hanno contribuito a screditare la tesi di una crescita mondiale sincronizzata. In questo contesto, i Mercati Emergenti hanno accusato netti deflussi di capitali e i Paesi con saldi commerciali con l'estero negativi sono stati costretti a prendere misure drastiche per correggere gli squilibri macroeconomici.

Le nostre previsioni per il 2019 vedono una moderazione della crescita e dell'inflazione globali. Le conseguenze

dell'inasprimento monetario della Fed, la fine del programma di acquisto di obbligazioni della Banca Centrale Europea (BCE) a fine anno (e la possibilità che le strette sui tassi inizino già nel secondo semestre del 2019), nonché i forti impatti disinflazionistici creati dall'ultima ondata di ribassi delle quotazioni petrolifere¹, corroborano le attese di pressioni inflazionistiche contenute in tutto il mondo. Inoltre, questi fattori dovrebbero compensare l'impatto inflattivo della potenziale estensione dei dazi americani a tutti i prodotti importati dalla Cina.² Nei Mercati Emergenti le pressioni inflazionistiche dovrebbero essere simili a quelle dei Mercati Sviluppati, stabili e modeste nel complesso, a parte alcuni casi eccezionali come Argentina e Turchia e, in misura nettamente inferiore, le economie dell'Europa Centrale e Orientale la cui politica monetaria è probabilmente troppo espansiva.

La crescita dei Paesi Sviluppati è destinata a perdere quota, sotto l'effetto combinato del rallentamento dell'economia statunitense dovuto alla normalizzazione dei tassi da parte della Fed e alla graduale scomparsa degli effetti dello stimolo fiscale dell'anno scorso (e le scarse probabilità di nuovi sgravi visti i risultati delle elezioni di metà mandato). Inoltre, la fase di espansione ormai ininterrotta dura da quasi un decennio. Per di più, è probabile che la crescente incertezza sulle politiche commerciali freni gli investimenti e, di conseguenza, la crescita. Questa osservazione vale anche per le economie aperte dell'Europa, dove in aggiunta al venire meno del sostegno della BCE e ai perduranti rischi politici (Italia, Brexit, passaggio di consegne ai vertici del partito di maggioranza in Germania, per citarne solo alcuni), la velocità della crescita è destinata a diminuire.

Le prospettive di un rallentamento dell'economia e basse pressioni inflazionistiche, unite a volatilità sui mercati azionari e immobiliari negli Stati Uniti, pregiudicano gravemente

la probabilità di nuovi rialzi dei tassi da parte della Fed, a parte quelli già scontati nei prezzi di mercato. La conferma della nostra tesi e del relativo corollario circa un probabile deprezzamento del dollaro l'anno prossimo dovrebbe favorire gli attivi dei Mercati Emergenti. Il previsto ribasso del dollaro è riflesso anche nelle valutazioni: consideriamo sopravvalutato di circa il 10% il biglietto verde in termini reali (sia il modello PPP, basato sulla parità del potere d'acquisto, che il nostro modello BEER (Behavioral Equilibrium Exchange Rate) mostrano livelli di sopravvalutazione analoghi).

D'altro canto, l'anno prossimo la crescita dovrebbe rallentare anche per il complesso emergente, frenata principalmente dalla graduale ma inarrestabile decelerazione dell'economia cinese. La contrazione potrebbe anche accentuarsi, a seconda dell'evoluzione della guerra commerciale con gli Stati Uniti e della reazione delle autorità di Pechino, che sinora è stata alquanto misurata.

Ciò nonostante, il quadro di crescita dei Mercati Emergenti è più articolato di quello dipinto dagli indici della regione. Molte importanti economie del complesso emergente iniziano solo ora a riprendersi da una fase di contrazione e adeguamento durata anni, e salvo brutte sorprese sul fronte politico, dovrebbero continuare la marcia al rialzo verso la realizzazione del loro intero potenziale di crescita. In America Latina rientrano in questa categoria Paesi come Brasile e Colombia, mentre in Asia ci aspettiamo un'espansione economica vicina al potenziale in India, Indonesia e Filippine. D'altro canto, le economie emergenti europee sono destinate a perdere vigore: la crescita della Turchia dovrebbe deludere le attese nella ripresa dalla crisi autogenerata di quest'estate. Le economie in rapida crescita dell'Europa Centrale e Orientale dovrebbero invece rallentare gradualmente verso il livello potenziale a causa dei crescenti problemi dal lato dell'offerta.

La ripresa dei Mercati Emergenti (Cina esclusa) favorisce le obbligazioni della regione

Per capire come potrebbero comportarsi l'anno prossimo gli strumenti di debito dei Mercati Emergenti, abbiamo valutato la performance storica di obbligazioni, titoli di Stato e azioni della regione nelle diverse fasi del ciclo economico, cioè ripresa, espansione, rallentamento e contrazione. Per prima cosa abbiamo calcolato l'output gap del complesso emergente, Cina esclusa, definendo ogni fase del ciclo in base al livello dell'output gap e della variazione rispetto al trimestre precedente. La *Figura 1* mostra che i Mercati Emergenti (Cina esclusa) sono in ripresa.

Successivamente abbiamo stimato i rendimenti trimestrali medi generati da ciascuna classe di attivo nel corso del ciclo. Come previsto, abbiamo riscontrato che durante le fasi di ripresa economica dei Paesi Emergenti le azioni con un rapporto beta/crescita elevato hanno sovraperformato sia le obbligazioni in dollari che le valute. Infatti, le obbligazioni in valuta forte (dollari) di queste economie registrano in genere la miglior performance durante le fasi di espansione e rallentamento, mentre i titoli di Stato generano i risultati migliori nei periodi di recessione.

Poiché in base alle nostre analisi al momento i Mercati Emergenti (Cina esclusa) sono in ripresa, i risultati delle nostre ricerche corroborano, sempre nella misura in cui i dati storici di performance sono in grado di fornire indicazioni utili sul potenziale di rendimento futuro, la tesi a favore dei Mercati Emergenti: tutte le strategie dedicate al debito della regione hanno infatti generato rendimenti positivi nelle fasi di ripresa, anche se non sono riuscite a sovraperformare le azioni. Tuttavia, come già menzionato, a causa del deterioramento del quadro globale riteniamo che un approccio più articolato agli investimenti nel debito emergente, ed essenzialmente incentrato sulle opportunità idiosincratice, dovrebbe produrre risultati migliori rispetto a una strategia beta-driven. Nelle sezioni

¹ Il Brent ha accusato un ribasso del 26% dai massimi di ottobre al 30 novembre 2018.

² Secondo alcune stime, un regime di dazi esteso a tutti i prodotti importati dalla Cina avrebbe un impatto di 50 punti base sull'inflazione statunitense.

successive sono contenute maggiori informazioni sul miglioramento (e peggioramento) degli indicatori dei singoli Paesi.

Tutti i parametri di valutazione segnalano che gli spread dei titoli di Stato emergenti offrono buone opportunità

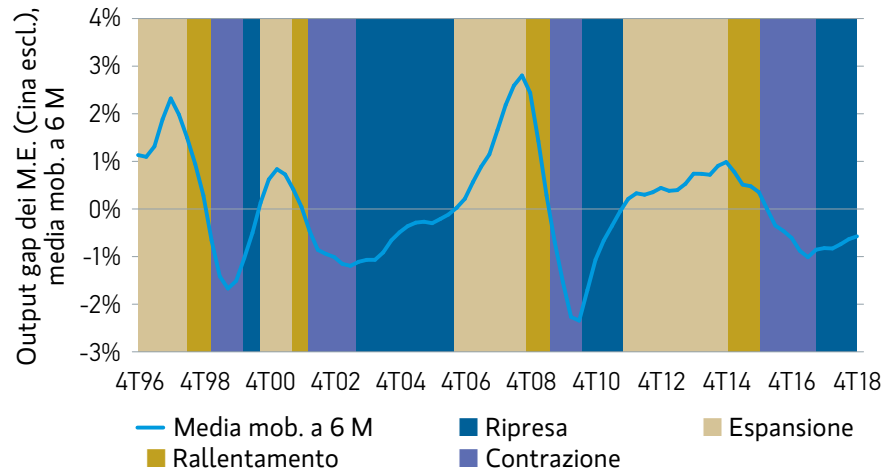
Tutti i parametri di valutazione che abbiamo esaminato segnalano che gli spread dei titoli sovrani offrono buone opportunità di guadagno. Ad esempio, gli spread dell'EMBIG sono di circa 50 punti base inferiori alla media storica a 10 anni. Inoltre, il differenziale di spread degli indici Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield Index ed EMBIG, che per oltre un decennio è rimasto in territorio positivo, ora si è eroso fino a toccare quasi lo zero, malgrado il rating creditizio medio più alto degli spread delle obbligazioni emergenti (tre livelli, BB+ per l'EMBIG contro B+ per l'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield). Inoltre, le nostre previsioni di rallentamento della crescita americana e la recente sovraperformance dell'high yield statunitense rispetto all'EMBIG dovrebbe indurre gli investitori crossover a considerare la possibilità di riaprire posizioni di valore relativo nei titoli di Stato emergenti.

Per di più, il nostro modello di fair value degli spread delle obbligazioni sovrane,³ che rapporta gli spread ai fondamentali dell'economia interna e le variabili esterne, indica che gli spread sono di circa 40 punti base inferiori alla media.

Come illustra la *Figura 4*, malgrado gli spread sovrani emergenti siano nel complesso convenienti in base ai fondamentali, esistono delle differenze tra regioni e Paesi. In base ai risultati del modello, le obbligazioni sovrane dell'Africa e, in minor misura, quelle dell'America Latina sono convenienti, mentre i titoli di Stato europei risultano costosi e quelli asiatici sono quotati al fair value. A livello di singoli Paesi, abbiamo individuato le maggiori potenzialità di creazione di alfa per l'anno prossimo nei mercati riportati di seguito:

FIGURA 1

Le stime sull'output gap indicano che i Mercati Emergenti (Cina esclusa) stanno attraversando una fase di ripresa...



Fonte: MSIM, Haver. Dati da dicembre 1996 a settembre 2018.

FIGURA 2

...E i listini emergenti hanno in genere sovraperformato durante le fasi di ripresa

Rendimenti trimestrali medi per classe di attivi nel corso di un ciclo economico

| | PERFORMANCE DELLA CLASSE DI ATTIVI | | | | |
|---------------|---|--|-------------|-------------|----------------------|
| | OBBLIGAZIONI IN VALUTA FORTE (USD) DEI M.E. | OBBLIGAZIONI IN VALUTA LOCALE DEI M.E. | VALUTE M.E. | AZIONI M.E. | OBB. SOCIETARIE M.E. |
| Ripresa | 3,3% | 2,7% | 0,5% | 4,8% | 3,0% |
| Espansione | 2,3% | 0,7% | -0,4% | -0,9% | 0,6% |
| Rallentamento | 2,7% | -0,3% | -3,0% | -3,3% | 0,4% |
| Contrazione | 1,5% | 2,3% | -0,2% | 1,5% | 2,2% |

La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Si rimanda alla sezione Informazioni importanti per le definizioni degli indici.

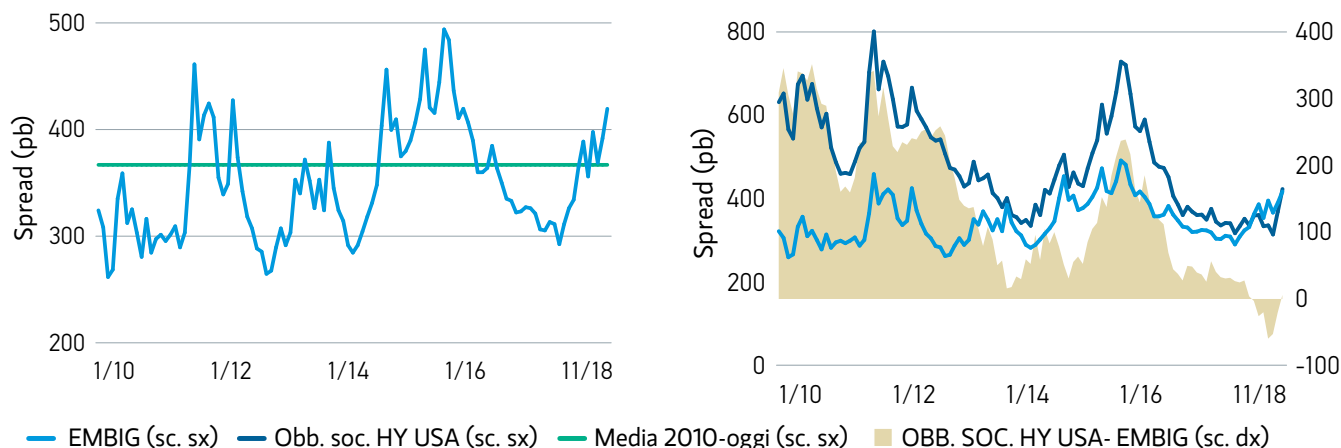
Fonte: Morgan Stanley Investment Management, Bloomberg, dati aggiornati a settembre 2018. Nota - Rendimenti trim. da marzo 1994 a settembre 2018 delle obbligazioni in dollari USA e delle azioni emergenti. Le rilevazioni campione per titoli di Stato, valute e obbligazioni societarie emergenti iniziano rispettivamente a marzo 2003, giugno 2003 e marzo 2002. Abbiamo utilizzato l'indice JP Morgan EMBIG per i titoli di Stato in valuta forte (USD), il JP Morgan GBI-EM Global Diversified per quelli in valuta locale, l'indice MSCI Emerging Markets per le azioni emergenti, il JP Morgan GBI-EM Global Diversified FX per le valute emergenti e l'indice JP Morgan Corporate EMBI Broad Diversified Composite per le obbligazioni societarie. Le stime dell'output gap sono state condotte per i seguenti Paesi: Brasile, Cile, Colombia, Repubblica Ceca, Ungheria, Indonesia, India, Messico, Malaysia, Nigeria, Perù, Filippine, Polonia, Romania, Russia, Thailandia, Turchia e Sudafrica.

- **SUDAFRICA** – Crescita leggermente più robusta nel 2019, una politica monetaria credibilmente restrittiva e la possibilità di sorprese positive sul fronte fiscale potrebbero alimentare la compressione degli spread di tutte le classi di attivi sudafricane. La vittoria di Cyril Ramaphosa alle presidenziali

di maggio è quasi certa, ma il margine di vantaggio sarà indicativo della solidità del suo mandato per un programma di riforme contro interessi radicati.

³ "Revisiting Our Emerging Market Sovereign Spread Valuation Framework" (Riesame del modello di valutazione degli spread sovrani dei Mercati Emergenti) Team Emerging Markets Debt, Approfondimenti d'investimento, 2018.

FIGURA 3

L'indice EMBIG appare conveniente sia rispetto alla media storica che al segmento HY statunitense*L'EMBIG tratta a forte sconto sia rispetto alla media decennale...**...che rispetto alle obbligazioni high yield statunitensi*

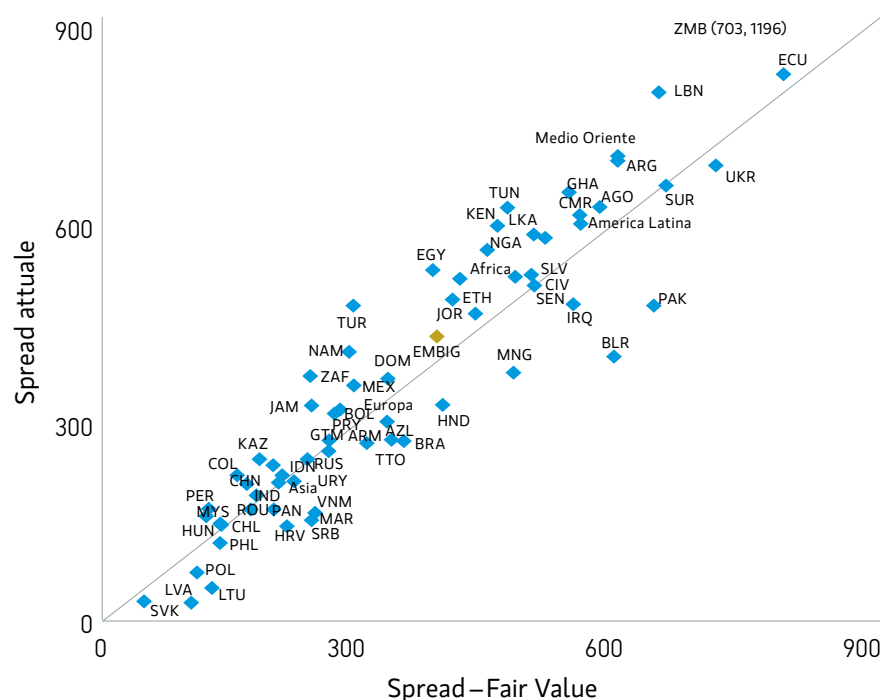
La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Si rimanda alla sezione Informazioni importanti per le definizioni degli indici.

Gli investimenti comportano dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. In generale, gli investimenti nel mercato obbligazionario sono soggetti ai rischi di credito e di tasso d'interesse. Gli investimenti high yield possono comportare livelli maggiori di rischio creditizio e di liquidità. I titoli esteri sono soggetti a rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei Mercati Emergenti sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei mercati esteri di Paesi Sviluppati. Prima di investire gli investitori dovrebbero esaminare scrupolosamente i rischi di ogni classe di attivo. Per le considerazioni riguardanti i rischi, si rimanda alla relativa sezione.

Fonte: JP Morgan, Bloomberg Barclays. Dati da gennaio 2010 a novembre 2018.

- **INDONESIA** – Giudichiamo positivamente gli spread indonesiani, che dovrebbero beneficiare degli ultimi radicali interventi della banca centrale e del governo per correggere il crescente squilibrio del saldo di parte corrente ed evitare le minacce alla stabilità finanziaria causate dall'eccessivo indebolimento della rupia indonesiana (IDR). L'anno prossimo la stabilizzazione della valuta dovrebbe consentire alla Bank Indonesia di ricostituire le riserve di valuta forte offrendo ulteriore supporto agli spread, mentre la conferma del mandato del presidente in carica Jokowi alle prossime elezioni garantirebbe la continuità delle politiche orientate al mercato.
- **UCRAINA** – Malgrado i toni populistici della campagna elettorale condotta dalla candidata favorita Yulia Tymoshenko, non crediamo che l'esito delle elezioni possa determinare sostanziali cambiamenti del quadro politico, sia a causa dell'orientamento profondamente filo-occidentale del Paese che della sua dipendenza dai finanziamenti multilaterali per fare fronte al netto incremento dei rimborsi del debito estero a partire dall'anno prossimo. La recente

FIGURA 4

In base al nostro modello di spread delle obbligazioni sovrane, gli spread dell'EMBIG sono di 40 pb inferiori alla media

Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

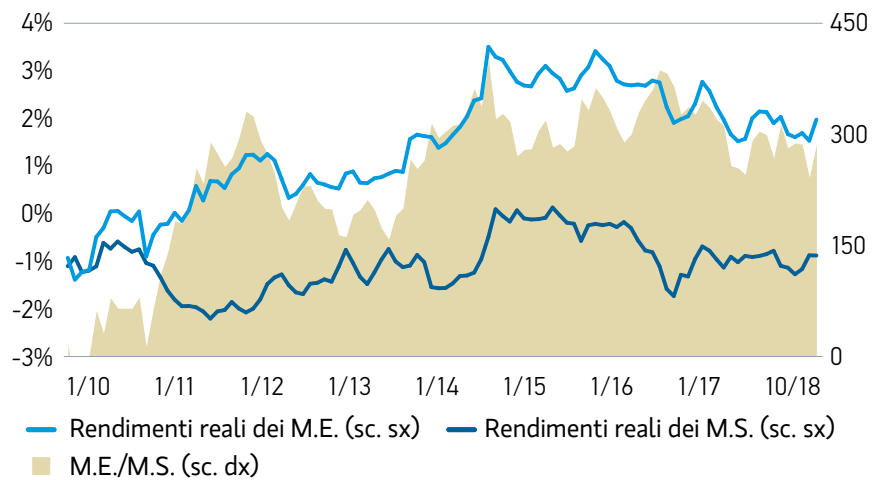
Fonte: MSIM, Bloomberg, Haver. Dati al 20 novembre 2018.

approvazione di una legge di bilancio 2019 conforme alle richieste del Fondo Monetario Internazionale (FMI) potrebbe determinare una contrazione degli spread, in quanto comporterà probabilmente l'esborso della prima tranche della linea di credito (Stand-By Agreement, SBA) concessa dal FMI, nonché ulteriori finanziamenti dell'Unione europea e di altri enti multilaterali.

- **ZAMBIA** – Riteniamo che le costanti pressioni sulla valuta potrebbero essere un catalizzatore di cambiamento del modello di politica economica del Paese, responsabile dell'attuale paralisi politica. Se emergessero segnali di un cambiamento di orientamento politico e una concreta possibilità dell'introduzione di misure politiche, le obbligazioni in valuta forte dello Zambia potrebbero costituire un investimento interessante.
- **TURCHIA** – Una bassa domanda interna di importazioni, il calo dei prezzi del petrolio e un miglioramento della posizione negoziale del Paese a livello internazionale potrebbero alleviare i timori sullo squilibrio della bilancia commerciale e dare sostegno agli spread sovrani. Tuttavia, rimaniamo cauti in quanto vediamo che l'interesse del governo a perseguire politiche ortodosse continua a diminuire e temiamo un possibile ritorno a misure di allentamento fiscale e quasi-fiscali in vista delle elezioni locali a marzo. Queste manovre potrebbero neutralizzare gli impatti positivi della politica monetaria restrittiva e acuire la vulnerabilità dell'economia turca a shock esterni.
- **MESSICO** – Malgrado le valutazioni interessanti conserviamo un orientamento di prudenza sul Messico a causa delle recenti decisioni del governo (il referendum e la cancellazione del progetto di costruzione di un nuovo aeroporto già in programma da tempo) che potrebbero preludere a una virata populista e sollevano timori sulla disciplina fiscale e la stabilità dell'attuale programma politico.

FIGURA 5

Appreziamo il debito in valuta locale dei M.E. in virtù degli elevati rendimenti reali della regione e dei differenziali di rendimento reale tra Mercati Emergenti e Sviluppati



La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Si rimanda alla sezione Informazioni importanti per le definizioni degli indici.

Fonte: MSIM, Bloomberg, Haver. Dati al 20 novembre 2018.

FIGURA 6

Esistono buone opportunità di investimento nel debito in valuta locale dei Paesi Emergenti con rendimenti reali elevati e output gap negativi



La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Si rimanda alla sezione Informazioni importanti per le definizioni degli indici.

Fonte: MSIM, Bloomberg, Haver. Dati da luglio 2016 a ottobre 2018.

Buone opportunità nei titoli di Stato in valuta locale a fronte dell'ampio divario tra i tassi reali di Mercati Emergenti e Sviluppati, della ripidità delle curve e della debolezza del dollaro

I tassi reali dei Mercati Emergenti, attualmente attorno al 2%, sono sempre allettanti anche se hanno perso quota rispetto ai massimi degli ultimi cinque anni. Anche il differenziale di rendimento reale

con i Mercati Sviluppati si mantiene interessante, a circa 300 punti base, e ha ultimamente guadagnato terreno a causa dell'inasprimento della politica monetaria delle banche centrali delle economie che hanno risentito di forti deflussi di capitali tra cui, ad esempio, Indonesia, Turchia e Argentina. I rendimenti reali dei Mercati Sviluppati restano invece sempre in territorio saldamente negativo malgrado l'orientamento della politica monetaria si sia fatto meno espansivo. Ci aspettiamo che i differenziali dei tassi reali si manterranno elevati anche l'anno prossimo con l'avvicinarsi della fine del ciclo di inasprimento della Fed e della graduale rimozione degli stimoli monetari da parte di altre banche centrali dei Mercati Sviluppati, dell'inflazione globale sempre moderata e del cauto approccio delle banche centrali dei Mercati Emergenti, che dovrebbero mantenere un orientamento restrittivo a fronte dei persistenti rischi esterni.

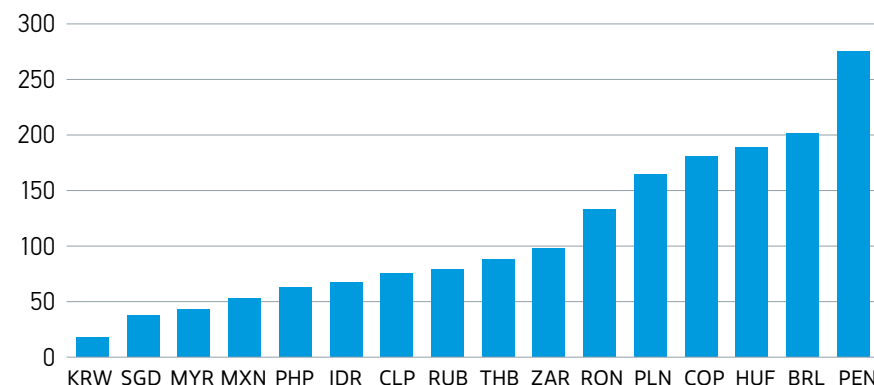
La *Figura 6* mostra gli output gap rispetto al rendimento reale per individuare quali sono i Paesi che l'anno prossimo potrebbero offrire le migliori opportunità di guadagno. In particolare, le economie situate nel quadrante in alto a sinistra (cioè con tassi reali positivi e capacità in eccesso nell'economia) presentano rendimenti superiori e potrebbero anche fornire sufficiente protezione dagli impatti negativi. Tra i Paesi che offrono i rendimenti più elevati si distinguono Russia, Indonesia, Messico e Brasile. All'estremo opposto dello spettro, le economie dell'Europa Orientale e Centrale presentano output gap quasi nulli (ad eccezione della Romania, il cui output gap è significativamente più positivo) e tassi reali negativi.

Inoltre, riteniamo che la ripidità delle curve dei rendimenti di numerosi Mercati Emergenti offra buone opportunità di allungamento della duration. Ad esempio, il Perù, che ha la curva più ripida del complesso emergente, è particolarmente interessante per via del rigore fiscale e della stabilità del cambio che da tempo contraddistinguono questo Paese. Per di più, l'anno prossimo i titoli in

FIGURA 7

Consigliamo di estendere la duration nei M.E. con curve dei rendimenti molto ripide

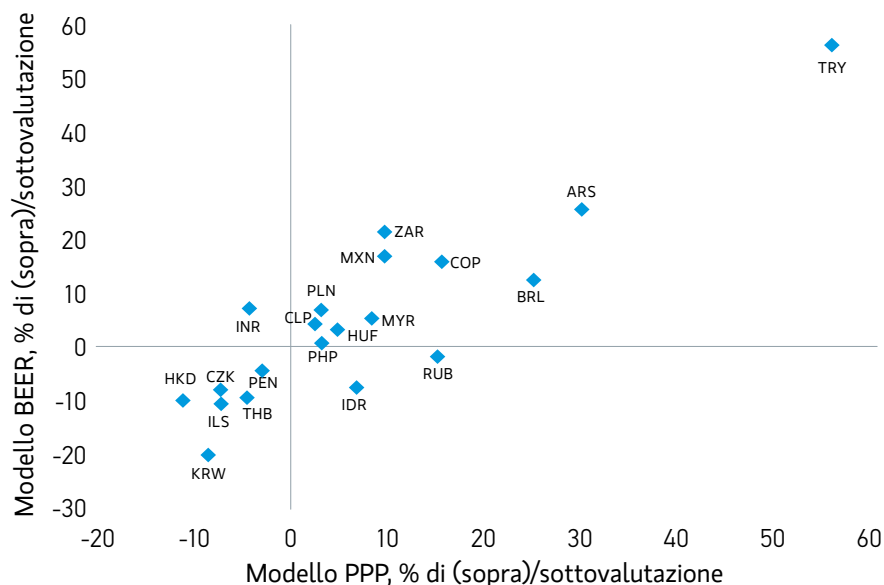
Struttura delle curve locali per le scadenze a 2–10 anni



Fonte: Bloomberg. Dati al 23 novembre 2018.

FIGURA 8

La convenienza delle valute emergenti può migliorare il potenziale di rendimento in valuta locale su carry/duration



Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

Fonte: MSIM, Bloomberg, Haver. Dati al 23 novembre 2018. Le stime su CZK, HUF e PLN sono determinate in rapporto all'EUR.

valuta locale del Brasile potrebbero sovraperformare se l'amministrazione Bolsonaro mantenesse le promesse di riforma della previdenza sociale e consolidamento fiscale fatte durante la campagna elettorale. Nell'Europa Centrale e Orientale, la curva dei rendimenti della Polonia è interessante. Inoltre il Paese gode di una situazione di bilancio solida e nel secondo semestre del 2019 la domanda di titoli di Stato

polacchi potrebbe aumentare una volta entrato in vigore il terzo pilastro del sistema previdenziale. I rendimenti della Russia potrebbero sovraperformare l'anno prossimo grazie alla politica di prudenza fiscale e all'ortodossia della Banca Centrale di Russia, salvo un aggravamento delle tensioni geopolitiche (sanzioni). Per finire, evitiamo di assumere posizioni con duration lunga in Messico vista la forte incertezza sulle

politiche del nuovo Presidente AMLO e il basso premio rispetto ai rischi potenziali delle politiche fiscali.

La concomitanza tra la debolezza del dollaro statunitense e la generale sottovalutazione delle valute potrebbe migliorare i rendimenti in valuta locale su carry/duration. Infatti, i nostri modelli di calcolo delle valutazioni a medio e lungo termine (rispettivamente BEER e PPP) concordano nel segnalare che numerose valute emergenti appaiono sottovalutate, quindi i rendimenti potenziali in valuta locale sono maggiori.

Le valutazioni delle obbligazioni societarie emergenti sono allettanti in rapporto ai tassi di insolvenza stimati

Alla luce della nostra valutazione dei fondamentali creditizi, consideriamo eccessiva la forte correzione segnata a partire dal 2T18 dagli spread delle obbligazioni societarie dei Mercati Emergenti e in particolare dal segmento high yield.

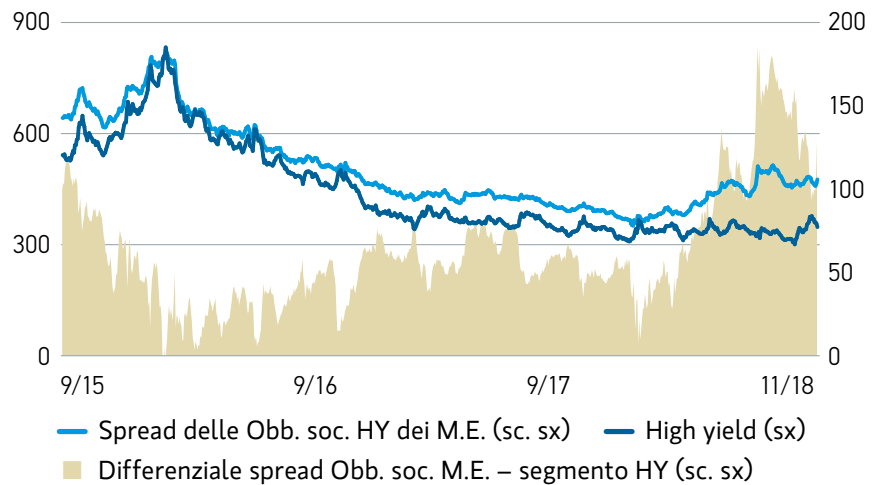
La nostra fiducia nel settore del credito emergente si basa sul miglioramento dei parametri di valutazione (credito, azioni del management, ecc.), assistito dalla gestione delle società dei Mercati Emergenti dopo la crisi finanziaria globale e, più di recente, dopo il crollo dei mercati dell'energia e delle materie prime nel 2015/16.

La stabilizzazione e il risanamento generalizzati dei fondamentali delle società della regione nel 2018 sono ascrivibili agli stessi fattori che hanno dato sostegno al settore del credito dei Mercati Sviluppati. Le società dei Mercati Emergenti hanno beneficiato del lungo periodo di allentamento monetario, sfruttando le opportunità di finanziamento a basso costo per rafforzare i bilanci con una gestione attiva delle passività. Lo dimostra il significativo aumento dei rimborsi e delle offerte anticipate e dei riacquisti di azioni proprie, nonché l'allungamento complessivo delle scadenze e il generale miglioramento del servizio del debito.

A causa della prudente gestione finanziaria, le società emergenti hanno ricominciato a investire solo 12-18 mesi

FIGURA 9

Spread dei titoli high yield emergenti e statunitensi



La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Si rimanda alla sezione Informazioni importanti per le definizioni degli indici.

Fonti: Morgan Stanley Investment Management, dati J.P. Morgan aggiornati a novembre 2018.

FIGURA 10

Parametri di valutazione delle obbligazioni societarie emergenti e ultime tendenze

| | GLOBALE | | ASIA | | M.E. EUROPA | | AMERICA LATINA | | MEDIO ORIENTE E AFRICA | |
|---------------------------|---------|-------|-------|-------|-------------|-------|----------------|-------|------------------------|-------|
| | 2016 | 2017 | 2016 | 2017 | 2016 | 2017 | 2016 | 2017 | 2016 | 2017 |
| CRESCITA | | | | | | | | | | |
| Ricavi | -7% | 13% | -8% | 13% | -8% | 22% | -3% | 7% | -7% | 6% |
| EBITDA | 0% | 13% | 4% | 12% | -12% | 20% | 5% | 11% | -9% | 11% |
| Debito lordo | 1% | 4% | 0% | 5% | 4% | 11% | 0% | -2% | 6% | 8% |
| Debito netto | 1% | 2% | -3% | -3% | 11% | 26% | 2% | -5% | 8% | 12% |
| Capex | -15% | 7% | -12% | 12% | -12% | 16% | -25% | -8% | -7% | -6% |
| INDICI | | | | | | | | | | |
| Leva lorda | 3,0x | 2,7x | 2,9x | 2,7x | 2,5x | 2,3x | 3,6x | 3,1x | 2,6x | 2,5x |
| Leva netta | 1,9x | 1,7x | 1,6x | 1,4x | 1,7x | 1,8x | 2,8x | 2,4x | 1,6x | 1,6x |
| Margine EBITDA | 20,0% | 19,9% | 17,3% | 16,8% | 21,8% | 21,6% | 23,3% | 24,0% | 33,4% | 34,9% |
| Copertura degli interessi | 6,4x | 6,5x | 8,5x | 8,3x | 6,7x | 7,7x | 3,8x | 0,0x | 8,6x | 9,2x |

Fonte: J.P. Morgan, Bloomberg, dati a settembre 2018. L'analisi si basa su un campione variabile di emittenti di obbligazioni in valuta estera con titoli in circolazione, esclusi i titoli al 100% quasi sovrani, finanziari, immobiliari e di società insolventi. Capex significa spesa in conto capitale.

fa, e solo dopo la conferma che ricavi ed EBITDA (utili al netto di interessi, imposte e ammortamento) sono aumentati nel 2016/17. Soprattutto, va sottolineato che il livello del debito nominale è rimasto sotto controllo malgrado l'ampia disponibilità di denaro a basso costo. I coefficienti di leva lordi e netti sono scesi, mentre ricavi, margini e redditività sono

migliorati, il che ci fa supporre che i Mercati Emergenti abbiano superato il punto di inflessione negativo del ciclo di credito e siano entrati in una fase di stabilità sostenibile.

Questi miglioramenti sono illustrati in particolare dal tasso di insolvenza stimato, che al momento sembra destinato a chiudere l'anno nettamente al di sotto del 2,5% da noi previsto a

inizio anno, malgrado i problemi di cui hanno risentito molti Paesi come Argentina e Turchia.

Uno dei temi più interessanti per il 2019 dovrebbe essere l'ampliamento degli spread dei titoli high yield dei Mercati Emergenti, dato che probabilmente l'anno prossimo i tassi di insolvenza della regione si manterranno bassi e in linea con quelli statunitensi.

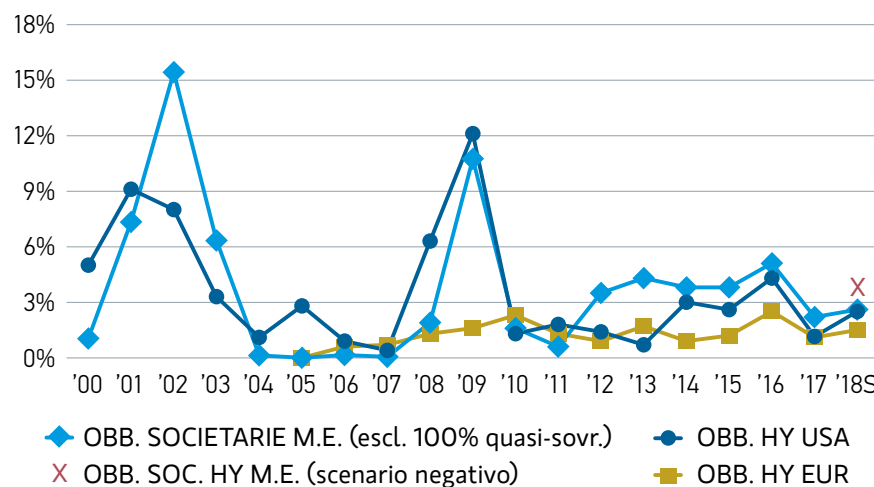
Nel settore delle obbligazioni societarie investment grade la debolezza degli spread non è giustificata, visto il miglioramento dei fondamentali della qualità di questi titoli (anche perché nei prossimi 12-18 mesi il numero di revisioni al rialzo dovrebbe superare quello di revisioni al ribasso) rispetto agli Stati Uniti, dove nel 2019 i riacquisti di azioni proprie finanziati con emissioni obbligazionarie e le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) potrebbero esercitare pressioni sui rating.

Rischi e opportunità

Malgrado il nostro complessivo ottimismo nei confronti dei Mercati Emergenti nel 2019, riconosciamo la presenza di diversi rischi in grado di minare la nostra tesi. Il rischio principale, come più volte ribadito, riguarda la possibilità di un peggioramento dei rapporti commerciali tra Stati Uniti e Cina. Sebbene la recente tregua⁴ raggiunta il 1° dicembre durante il G-20 sia un passo nella giusta direzione, riteniamo che la risoluzione definitiva delle dispute sia ancora lontana, in quanto le richieste degli Stati Uniti toccano punti cruciali per il modello di sviluppo della Cina, sui quali Pechino potrebbe essere restia a fare concessioni. Malgrado le ovvie conseguenze negative delle guerre commerciali per l'economia globale, va notato che un regime di dazi e contro-dazi potrebbe alterare i flussi commerciali e indurre le aziende a trasferire le catene logistiche, a potenziale vantaggio di varie economie emergenti (ad esempio Brasile e Argentina potrebbero aumentare le esportazioni di soia verso la Cina o le economie asiatiche a basso costo potrebbero aggiudicarsi parti delle

FIGURA 11

Tassi di insolvenza dei M.E. rispetto ai M.S.

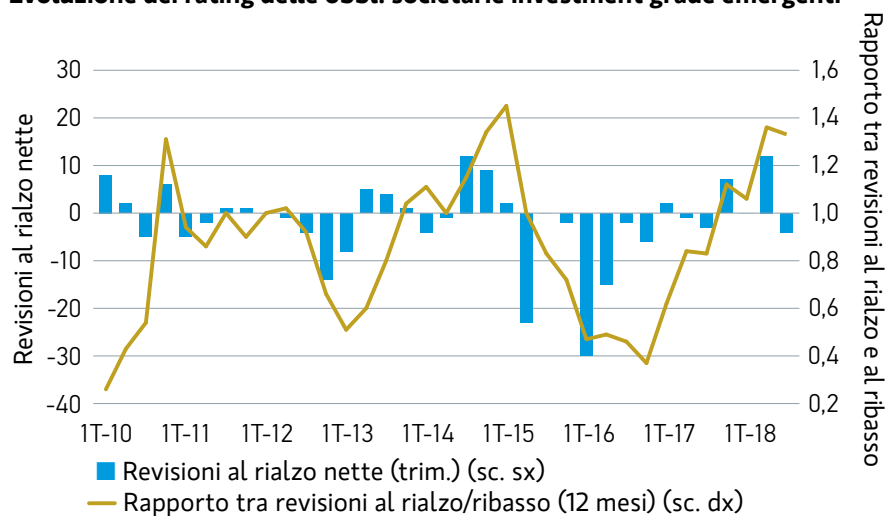


Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

Fonti: Morgan Stanley Investment Management, J.P. Morgan. I tassi di insolvenza dei M.E. comprendono le ristrutturazioni del debito a settembre 2018.

FIGURA 12

Evoluzione dei rating delle obbl. societarie investment grade emergenti



Fonte: Morgan Stanley Investment Management, JP Morgan, Moody's, Standard & Poors e Fitch a settembre 2018.

catene logistiche trasferite dalle aziende per evitare restrizioni commerciali). Timori geopolitici potrebbero riaffiorare sotto forma di sanzioni contro la Russia, ma l'appetito degli Stati Uniti per ulteriori misure punitive è diminuito dopo le elezioni di metà mandato.

La Fed potrebbe inasprire la politica monetaria più di quanto il mercato attualmente preveda, anche se, come abbiamo già detto, riteniamo che le forze disinflazionistiche in gioco

dovrebbero ampiamente compensare la minaccia di un aumento dei prezzi legata a ulteriori dazi e/o pressioni nel mercato del lavoro.

Sarà importante anche monitorare i fattori tecnici dell'offerta nel settore creditizio, visto che nel 2019 giungeranno a scadenza emissioni societarie dei Mercati Emergenti per oltre 200 miliardi di dollari. Anche se non ci aspettiamo un peggioramento delle condizioni finanziarie tale da

comportare rischi di rifinanziamento per il settore aziendale in generale, un'eventuale anticipazione dell'offerta potrebbe penalizzare la performance all'inizio del nuovo anno.

Per finire, potrebbero emergere rischi (e/o opportunità) specifici in reazione agli sviluppi del quadro politico. Intendiamo seguire con attenzione l'evoluzione delle varie aree di criticità in Europa, le cui ramificazioni potrebbero costringere la BCE a modificare drasticamente i piani di normalizzazione dei tassi. Tra questi rischi figurano in particolare: la Brexit, il braccio di ferro tra la Commissione europea e l'Italia sulla legge di bilancio del governo Conte e il passaggio di consegne ai vertici del partito di maggioranza della Germania. Inoltre, il 2019 sarà un anno di elezioni in molti Paesi Emergenti. In Nigeria ci aspettiamo una campagna presidenziale molto combattuta tra il Presidente in carica e un ex Vice Presidente, anche se i manifesti elettorali dei due candidati

non evidenziano differenze di rilievo in termini di politica economica. In Indonesia il Presidente Jokowi dovrebbe conquistare un secondo mandato alle elezioni di aprile, assicurando così la stabilità politica. I risultati delle elezioni presidenziali in Ucraina sono difficili da prevedere, ma al momento il candidato favorito è l'ex Primo Ministro Yulia Tymoshenko. A nostro avviso, però, il fitto calendario di rimborsi in scadenza nel 2019-20 e lo spiccato orientamento filo-europeista dell'Ucraina limitano notevolmente la possibilità che le riforme già varate vengano revocate, a prescindere dal vincitore delle elezioni. In India, il Primo Ministro Narendra Modi sarà probabilmente rieletto alle elezioni politiche di aprile/maggio, grazie alle misure populiste promesse per ottenere più voti. Il Presidente Cyril Ramaphosa dovrebbe quasi certamente aggiudicarsi la vittoria alle elezioni presidenziali sudafricane, ma sarà il margine di vittoria a decidere se potrà attuare il suo programma di riforme

e scalzare gli interessi radicati. In Argentina, le prospettive di rielezione del Presidente Mauricio Macri sono peggiorate dopo la crisi economica e, di conseguenza, anche la sostenibilità della linea di credito del FMI è meno certa. Le elezioni locali in Turchia potrebbero essere fonte di volatilità, in particolare se il governo cercasse di aumentare i consensi elettorali con misure di allentamento premature. Per finire, gli appuntamenti alle urne in Paesi di primo piano come Messico (1° dicembre) e Brasile (1° gennaio) potrebbero esercitare impatti sostanziali sulla performance dei relativi mercati. Come abbiamo già menzionato, il nostro orientamento nei confronti del Messico è prudente, mentre crediamo che il nuovo governo brasiliano sarà in grado di sfruttare il periodo di pace post-elettorale per far approvare la riforma del sistema previdenziale dal Congresso, nel qual caso i timori sulla sostenibilità del debito diminuirebbero.

Considerazioni sui rischi

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del Portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal Portafoglio diminuisca e sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarli. Di conseguenza l'investimento in questo Portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa altresì presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi.

I titoli obbligazionari sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse crescenti, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. **I titoli a lungo termine** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di discesa dei tassi d'interesse, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. **I titoli garantiti da ipoteche e da attività** sono esposti al rischio di rimborso anticipato e a un più elevato rischio d'insolvenza e possono essere difficili da valutare e vendere (rischio di liquidità). Essi sono altresì soggetti ai rischi di credito, di mercato e di tasso d'interesse. Determinati **titoli di Stato USA** acquistati dalla Strategia, come quelli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac, non sono garantiti dalla clausola "full faith and credit" (piena fiducia e credito) degli Stati Uniti. È possibile che in futuro questi emittenti non dispongano dei fondi per onorare i propri obblighi di pagamento. Le **obbligazioni high yield (dette anche "junk bond")** sono titoli con rating inferiori che possono comportare livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità. **I prestiti bancari quotati** sono soggetti al rischio di liquidità e ai rischi di credito tipici dei titoli con rating inferiori. **I titoli esteri** sono soggetti a rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei **Paesi Emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei Paesi Sviluppati esteri. **I titoli di debito sovrani** sono soggetti al rischio di insolvenza. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere in modo significativo sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato. I **titoli vincolati e illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità).

DEFINIZIONI DEGLI INDICI

Il **Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield Index** misura l'andamento del mercato delle obbligazioni societarie non investment grade a tasso fisso denominate in dollari e fiscalmente imponibili. I titoli sono classificati high yield se il rating medio di Moody's, Fitch e S&P è pari o inferiore a Ba1/BB+/BB+. L'indice non comprende le obbligazioni dei Mercati Emergenti.

L'indice **JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBIG)** replica i rendimenti totali degli strumenti di debito in valuta estera negoziati nei Mercati Emergenti ed è una versione ampliata dell'EMBI+. Come l'EMBI+, l'Indice EMBI Global include obbligazioni Brady denominate in dollari USA, prestiti ed Eurobond con valore nominale in circolazione minimo di USD 500 milioni.

L'indice **JP Morgan GBI-EM Global Diversified** è un benchmark globale liquido, ponderato per la capitalizzazione di mercato, delle obbligazioni societarie dei Mercati Emergenti denominate in dollari USA, rappresentativo delle regioni Asia, America Latina, Europa e Medio Oriente/Africa.

L'indice **JP Morgan CEMBI Broad Diversified** è un benchmark globale del debito societario liquido dei Mercati Emergenti che replica l'andamento delle obbligazioni societarie denominate in USD emesse da società dei Mercati Emergenti.

L'indice **MSCI Emerging Markets (MSCI emerging equities)** raggruppa titoli rappresentativi di società a media e alta capitalizzazione di 23 Mercati Emergenti (ME).

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Regno Unito – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158). **Germania** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), con sede legale a 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

Giappone – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati discrezionali di gestione degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni od offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti e il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati discrezionali di gestione o di consulenza di investimento si

basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), aderente a: The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

Stati Uniti – I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di effettuare un investimento.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei Fondi Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO BANCARIO

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong da "professional investors" (investitori professionisti) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA, o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla SFA. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono intesi unicamente per "wholesale clients" ai sensi della definizione dell'Australian Corporations Act.

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIMJ"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori.

I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento.

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni rese disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le tesi espresse non riflettono i giudizi di tutti i team di investimento di Morgan Stanley Investment Management (MSIM), né le opinioni dell'azienda nel suo complesso e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Ciò nonostante, non abbiamo verificato tali informazioni e non rilasciamo dichiarazione alcuna circa la loro correttezza o completezza.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non va intesa quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale redatta esclusivamente a scopo informativo e illustrativo, e non costituisce un'offerta o raccomandazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari o all'adozione di una specifica strategia d'investimento. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle

circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle loro circostanze e dei loro obiettivi. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella prevalente. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.



European Equity—Prospettive

Europa — farà il brutto anatrocchio per sempre?

Nonostante il rafforzamento economico, il calo della disoccupazione, la rinnovata fiducia dei consumatori e l'aumento degli utili societari, nel corso del 2018 l'Europa ha perso attrattiva per gli investitori. Infatti, come si osserva nel grafico della *Figura 1*, il ritmo dei deflussi di capitali è stato addirittura superiore a quello nei Mercati Emergenti e questo ha reso l'Europa la regione meno amata dell'anno per quanto riguarda le azioni.



MATTHEW LEEMAN

*Managing Director
del team European Equity*

Indubbiamente negli ultimi mesi i dati macro per l'Europa si sono deteriorati, rispecchiando un rallentamento globale più generale sulla scia dell'escalation dei timori in merito alle potenziali guerre commerciali e all'incertezza politica. Tuttavia, è importante capire il contesto — nello specifico considerare

l'Europa è destinata a restare il perenne brutto anatroccolo o se vi sono dei presupposti ottimistici per investire in Europa con il 2019 ormai alle porte.

Azionario europeo: opportunità e rischi

L'ECONOMIA DELL'EUROZONA DOVREBBE CRESCERE IN MANIERA STABILE

Prevediamo che l'economia dell'Eurozona continui a crescere di circa il 2,0% annuo nel periodo 2018-2020, trainata da solidi fondamentali economici nel settore privato e opportune correzioni anche nel settore pubblico. I consumatori dovrebbero avere più reddito a propria disposizione poiché la crescita salariale spinge l'aumento del reddito e il tasso di creazione di posti di lavoro continua a migliorare velocemente. Nel secondo trimestre del 2018, l'occupazione nell'Eurozona ha toccato un nuovo livello record. Come illustra il grafico della *Figura 2*, la disoccupazione è calata rapidamente dal 2013 e, contrariamente a quanto si possa credere, ora è tornata a livelli che non si registravano da prima della crisi finanziaria del 2007/2008. Questo miglioramento tendenziale non mostra segni di attenuazione.

L'Europa è destinata a restare il perenne brutto anatroccolo o vi sono dei presupposti ottimistici per investire in Europa con il 2019 ormai alle porte?

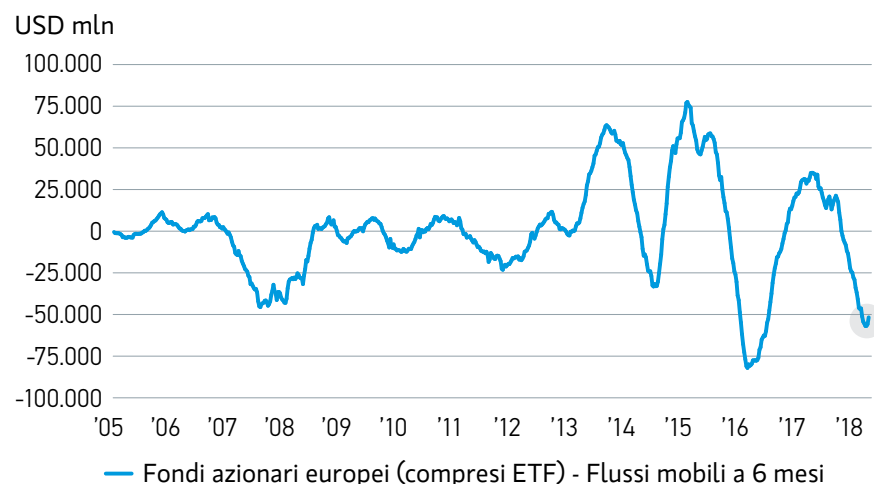
che si tratta di un rallentamento degli indicatori anticipatori per l'Europa che vengono da quote massime quasi da record. Non è realistico aspettarsi che questi tendano a un rialzo ancora più ampio.

Nella seguente rassegna prendiamo in esame i motivi dello snobismo degli investitori nei confronti delle azioni europee e tenteremo di appurare se

FIGURA 1

Nel corso del 2018 le azioni europee hanno perso attrattiva per gli investitori

Da inizio anno ad oggi, al 10 novembre 2018: i Fondi europei hanno registrato deflussi per USD 50 miliardi



Fonte: stime di Exane BNP Paribas, TIC, EPFR, flussi di fondi comuni ICI: 10 novembre 2018

MALGRADO I DAZI, LE ESPORTAZIONI DELL'EUROZONA DOVREBBERO RESTARE SOLIDE

Le aziende europee sono grandi esportatori in un contesto globale. Dall'inizio dell'anno, l'introduzione di dazi doganali ha creato motivi di preoccupazione per la crescita globale e per la crescita dell'Area Euro in particolare. Ciò nonostante, i volumi scambiati su scala mondiale sono rimasti alquanto consistenti. Il settore dei macchinari rappresenta una delle principali fonti di esportazione dell'Eurozona e copre quasi il 40% delle esportazioni della regione.¹ Tuttavia, solo l'8% di questi prodotti viene esportato verso gli Stati Uniti e circa il 5% verso la Cina, pertanto l'impatto dei dazi in sé probabilmente sarà limitato.² Non ha senso punire gli esportatori europei identificandoli come le principali vittime di una guerra commerciale poiché la costante ripresa in Europa crea un contesto favorevole per gli esportatori europei mentre l'aumento dei redditi disponibili dovrebbe inoltre essere positivo per la domanda interna.

L'EUROPA È LA PATRIA DI MOLTE SOCIETÀ LEADER NEL MONDO

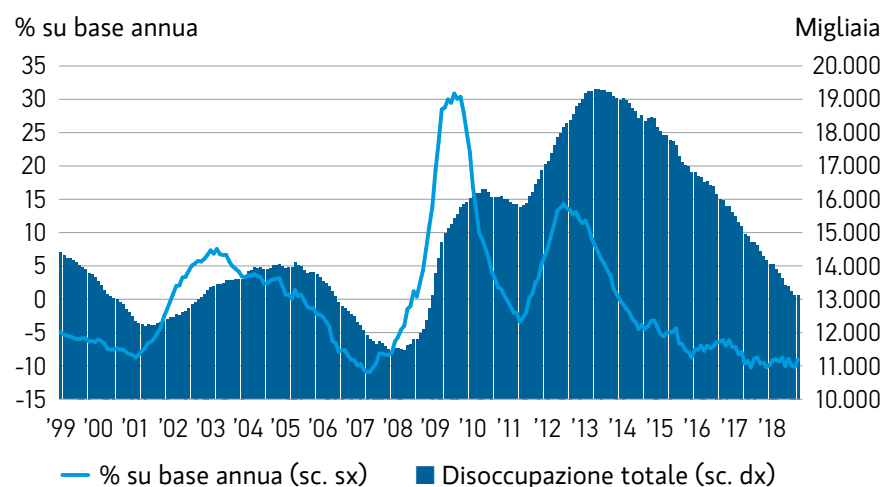
Tra tutte le notizie macroeconomiche, viene spesso trascurato il fatto che l'Europa sia la patria di molte delle più importanti società del mondo. Il nostro approccio all'investimento si concentra su società che si fregiano di un considerevole vantaggio competitivo sostenibile. Il grafico della *Figura 3* evidenzia che nel lungo termine le società che hanno conseguito costantemente i livelli più alti di redditività hanno anche ottenuto le performance più solide per quanto riguarda i corsi azionari. Siamo certi che questi attributi continueranno a essere i principali catalizzatori delle performance azionarie.

I PAESI DELL'EUROZONA MANTENGONO UN AVANZO DELLE PARTITE CORRENTI

Si sono manifestati timori riguardo allo

FIGURA 2

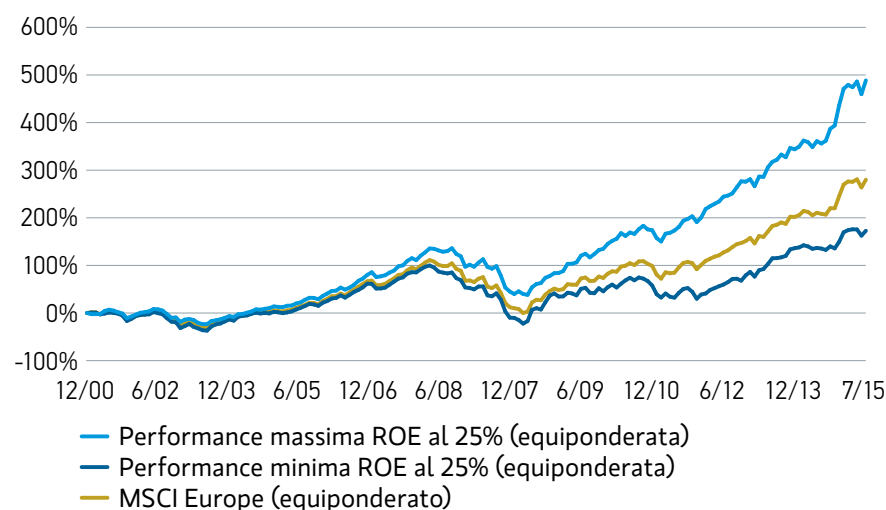
Il trend discendente del tasso di disoccupazione dell'Eurozona dovrebbe continuare nel corso del 2019



Fonte: Eurostat e Santander: agosto 2018.

FIGURA 3

Le società con la redditività del capitale investito (ROE) più elevata tendono a sovraperformare



Fonte: Morgan Stanley Investment Management/Goldman Sachs, 31 agosto 2015.

stato delle finanze degli Stati membri dell'UE, in particolare in merito ai livelli di indebitamento. Tuttavia, gran parte dei Paesi dell'Area Euro mantiene un avanzo delle partite correnti e, rispetto a Paesi come il Regno Unito, gli Stati Uniti e il Giappone, l'Eurozona ha un livello di debito/PIL molto più basso.³ La produttività sta migliorando, trainata dagli investimenti, e i margini

restano complessivamente stabili. I rischi permangono — soprattutto nel caso del debito pubblico italiano — ma la posizione finanziaria di quasi tutti i Paesi dell'Area Euro è significativamente migliorata dal periodo della crisi finanziaria. Sembra ingiusto concentrarsi unicamente sull'Europa al riguardo.

¹ Fonte: Eurostat e Santander, novembre 2018

² Fonte: Eurostat e Santander, novembre 2018

³ Fonte: Exane, novembre 2018

L'INFLAZIONE DELL'EUROZONA DOVREBBE RESTARE POSITIVA NEL CORSO DEL 2019

L'inflazione core è rimasta su livelli contenuti e al di sotto dell'obiettivo del 2% fissato dalla Banca Centrale Europea (BCE) per gran parte del 2018.⁴ Tuttavia, la BCE sembra più fiduciosa nei confronti della crescita salariale⁵ e pertanto prevediamo un aumento dell'inflazione core in vista del 2019⁶ (di norma l'inflazione core segue l'inflazione dei salari). Inoltre, per il 2019 la BCE ipotizza un ulteriore allentamento fiscale rispetto a quanto è accaduto precedentemente nel corso dell'anno, il che sarebbe positivo anche per il prodotto interno lordo.

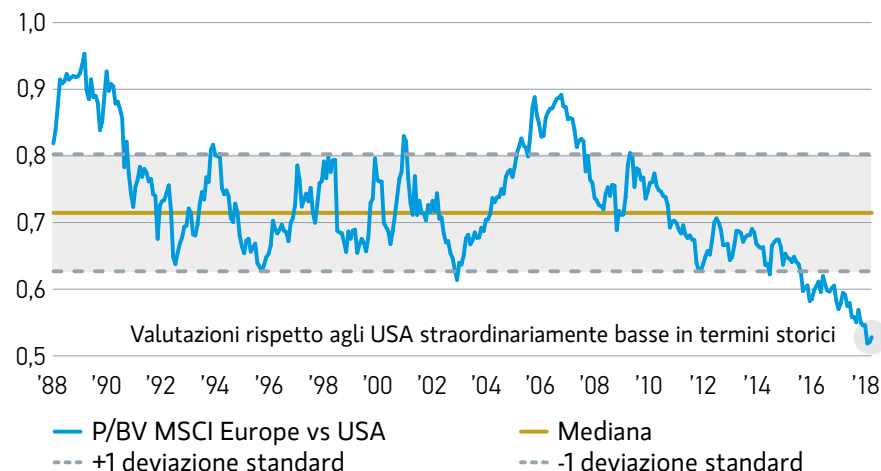
BREXIT: L'INCOGNITA

La Brexit ha rappresentato uno dei principali elementi di incertezza che hanno gravato sull'Europa. Al momento della redazione di questo testo, era stato raggiunto un accordo tra l'UE e il Regno Unito. Tuttavia, affinché gli effetti di qualsiasi accordo risultino completamente evidenti potrebbe essere necessario attendere diversi trimestri, se non addirittura anni. Il primo ministro britannico Theresa May si confronta con l'impresa erculeica di convincere il governo a sostenere il risultato finale nel suo iter in Parlamento. In questo caso i potenziali effetti secondari non possono essere sottovalutati in quanto il primo ministro ha messo in gioco la sua credibilità sull'accordo con l'UE e la sua posizione potrebbe rivelarsi insostenibile nel caso in cui non fosse in grado di convincere il Parlamento a sostenerla. Sullo sfondo resta in agguato Jeremy Corbyn con il suo partito laburista sempre più di sinistra con un'evidente agenda fiscale, di spesa e di nazionalizzazione. Notiamo le incertezze legate alla Brexit già riflesse

FIGURA 4

Valutazioni delle azioni europee interessanti rispetto agli Stati Uniti

Il rapporto P/BV dell'Europa rispetto agli Stati Uniti è ai minimi da 30 anni



Fonte: Barclays Research, Datastream, MSCI: 1o novembre 2018

in una certa misura nelle azioni e nella sterlina britanniche e, qualora il Parlamento accettasse l'accordo, è possibile un "rally di sollievo" per entrambe. Nei prezzi non è scontato un eventuale rimpasto di governo.

Pertanto, sebbene permangano ostacoli e incertezze, questi non sono specifici dell'Europa e per natura dovrebbero avere una breve durata. L'Europa, come qualsiasi altra regione, presenta i propri rischi specifici (il debito pubblico italiano, una Brexit senza accordo), ma, nel complesso, riteniamo che vi sia una soluzione a questi problemi e che vi siano dei progressi riguardo alle altre questioni globali con l'inizio del 2019.

Europa — quel brutto anatrocchio potrebbe proprio essere un bellissimo cigno

Come illustra il grafico della *Figura 4*, nella pagina precedente, le valutazioni delle azioni europee sono al di sotto della loro media a lungo termine e sono particolarmente interessanti rispetto

alle azioni statunitensi sulla base di indicatori quali, ad esempio, il rapporto prezzo/valore contabile.

A nostro avviso, ciò riflette l'approccio del "bicchiere mezzo vuoto" da parte degli investitori. L'Europa ha livelli di rendimento da dividendo tra i più alti con il 3,5%, supportato dalla generazione di solidi free cash flow (FCF). Di fatto, il rendimento del free cash flow si presenta con un interessante 6,2%.⁷

La domanda globale di auto e macchine utensili tedesche, di beni di lusso francesi, di moda italiana, di prodotti farmaceutici svizzeri e di servizi finanziari britannici resta intatta. Invitiamo gli investitori che non esitano a consumare questi beni e servizi a esaminare anche le società che li producono in modo da apprezzare le interessanti opportunità d'investimento di altissimo livello che esistono in Europa al di là del titolo di "brutto anatrocchio".

⁴ Fonte: Santander, novembre 2018

⁵ Fonte: Jefferies, ottobre 2018

⁶ Fonte: Jefferies, ottobre 2018

⁷ Fonte: Bernstein, novembre 2018

Considerazioni sui rischi

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del Portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal Portafoglio diminuisca e che il valore delle azioni del Portafoglio sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarle. Di conseguenza l'investimento in questo Portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa altresì presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi. Le valutazioni dei **titoli azionari** tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, come quelli di cambio, politici, economici, di mercato e di liquidità. I rischi associati agli investimenti nei **mercati dei Paesi Emergenti** sono maggiori di quelli generalmente associati agli investimenti nei Paesi Sviluppati esteri. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere in modo significativo sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato. Gli **investimenti concentrati in Europa** sono più vulnerabili ai rischi a cui sono esposti gli emittenti europei di quanto non lo sia un Portafoglio che detiene investimenti più diversificati dal punto di vista geografico. **Investimento focalizzato.** Nella misura in cui investe in un numero limitato di emittenti, il Portafoglio avrà una maggiore sensibilità nei confronti di eventi negativi che interessano tali emittenti e una riduzione del valore di un determinato strumento può determinare la riduzione del valore complessivo del Portafoglio in misura maggiore di quanto si sarebbe verificato se il Portafoglio avesse investito in modo più ampio.

DEFINIZIONI

Il **free cash flow (FCF)** è un indicatore dell'andamento finanziario calcolato sottraendo la spesa in conto capitale dal cash flow operativo. Il free cash flow rappresenta la liquidità che una società è in grado di generare dopo aver collocato il capitale necessario per gestire o espandere la propria base patrimoniale. Il **rapporto prezzo/valore contabile (P/BV)** confronta il valore di mercato di un titolo con il valore contabile per azione delle attività totali meno le passività totali. Questo indicatore viene utilizzato per valutare se un'azione è sottovalutata o sopravvalutata. La **redditività del capitale proprio (ROE)** è il reddito netto realizzato come percentuale del patrimonio netto. Il ROE misura la redditività di una società determinando il profitto da essa generato mediante il capitale investito dagli azionisti.

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Regno Unito – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158). **Germania** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), e con sede legale in 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

Stati Uniti – I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la

performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei comparti Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile dell'SFA. In particolare, le quote dei fondi d'investimento che non hanno ricevuto l'autorizzazione o il riconoscimento della Monetary Authority of Singapore (MAS) non possono essere offerte agli investitori retail. Qualunque documentazione scritta distribuita ai soggetti di cui sopra in relazione a un'offerta non costituisce un prospetto ai sensi della definizione dell'SFA e, di conseguenza, la responsabilità prevista dall'SFA riguardo al contenuto dei prospetti non è applicabile e gli investitori devono valutare attentamente se l'investimento sia adatto o meno alle proprie esigenze. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono

destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore dovrebbe valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale redatta esclusivamente a scopo informativo e illustrativo, e non costituisce un'offerta o raccomandazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari o all'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Ove non diversamente indicato nel presente documento, le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio, sono basati sui dati disponibili alla data di redazione e non in date future e non saranno aggiornati né altrimenti rivisti per riflettere informazioni rese disponibili in un momento successivo o circostanze o modifiche sopraggiunte successivamente alla data di pubblicazione.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non

realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

Le informazioni contenute nella presente comunicazione non costituiscono una raccomandazione di ricerca o una "ricerca in materia di investimenti" e sono classificate come "Comunicazione di marketing" ai sensi delle normative europee o svizzere applicabili. Pertanto questa comunicazione di marketing (a) non è stata predisposta in conformità a requisiti di legge tesi a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e (b) non è soggetta ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di detti individui. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM. Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.



Emerging Markets Equity—Prospettive

Cosa ci aspetta dopo la correzione del settore tecnologico?



RUCHIR SHARMA
*Head of Emerging Markets
and Chief Global Strategist*

Negli ultimi tre anni la correlazione tra i rendimenti del settore tecnologico negli Stati Uniti e nei Paesi Emergenti ha continuato ad aumentare, di conseguenza gli squilibri dei rendimenti dei Mercati Emergenti hanno toccato livelli estremi. In termini settoriali, in questo triennio il segmento high-tech ha rappresentato circa il 40% dei rendimenti dei Mercati Emergenti, un contributo comparabile solo a quello apportato dal settore energetico nel 2007.¹ In passato, quando rendimenti di questa portata erano generati quasi interamente dai leader nazionali e settoriali dell'indice MSCI EM, la correzione segnalava il ritorno a una situazione di equilibrio più normale e un cambiamento dei leader.

¹ MSIM, Bloomberg, FactSet, Haver, dati al 28 novembre 2018.

A causa dell'ossessione degli investitori per i grandi nomi del settore tecnologico, la performance relativa delle small e mid cap è scesa (in base a un indice equiponderato) di quasi due deviazioni standard sotto la media storica dei Mercati Emergenti, come mostra la *Figura 1*. Si tratta di una situazione estremamente insolita. Le piccole e medie imprese dei Paesi Emergenti non hanno mai toccato livelli così bassi dall'introduzione dell'indice equiponderato 20 anni fa, e solo una volta, durante la bolla delle grandi società tecnologiche statunitensi del 2000, si sono avvicinate a questo livello. Negli Stati Uniti, in base allo stesso parametro, la performance relativa delle piccole e medie aziende è scesa di due deviazioni standard solo tre volte negli ultimi 100 anni: durante la grande depressione, la "Nifty Fifty Bubble" degli anni settanta e la bolla delle Dot-com della fine degli anni novanta.² In tutti e tre i casi, le small e mid cap hanno iniziato a sovraperformare in corrispondenza, o anche prima, del rallentamento delle mega cap.

Già da tempo abbiamo rilevato che gli squilibri dei mercati di norma non durano quando si fanno troppo estremi. Ora che le aziende del settore tecnologico e dell'indice high-tech MSCI China hanno iniziato ad accusare consistenti ribassi, bisogna

vedere come si evolverà il processo di ribilanciamento. Dopo le crisi del 2000 e del 2008 i settori maggiormente penalizzati hanno recuperato terreno, le small e mid cap hanno ripreso quota e gli investitori hanno riscoperto Paesi in precedenza trascurati.

Negli ultimi anni gli investitori si sono concentrati ossessivamente sui mercati asiatici esposti al settore tecnologico, dimenticandosi apparentemente dei fondamentali della crescita economica. Dal lancio dell'indice MSCI EM, nel 1988, i migliori rendimenti sono stati generati dalle economie in crescita più rapida. Viceversa, dopo il 2016, le economie con i tassi di crescita più alti hanno sottoperformato l'indice MSCI EM e quelle con i tassi di crescita più bassi hanno sovraperformato. Tra le società che hanno generato rendimenti elevati, molte appartenevano al settore high-tech.

Anche dopo gli ultimi ribassi, le valutazioni di mercato delle large cap tecnologiche superano quelle degli indici di intere economie emergenti di primo piano. La capitalizzazione di borsa di Apple è stata la prima a raggiungere la soglia di mille miliardi di dollari, e anche se oggi è scesa sotto i 900 miliardi resta comunque quasi pari al valore di Indonesia e Malesia messe assieme, e quasi tre volte maggiore della Polonia.³

L'ultima volta che il valore di un'azienda ha superato quello di un'intera economia è stato in Asia, dopo la crisi del 1998, quando la valutazione di GE, ad esempio, era superiore al valore combinato delle economie di Russia, Malesia e Corea del Sud, che al tempo erano in crisi. Questa volta, la grossa differenza è che molti dei Paesi più penalizzati non sono in crisi e le loro economie si stanno espandendo rapidamente.

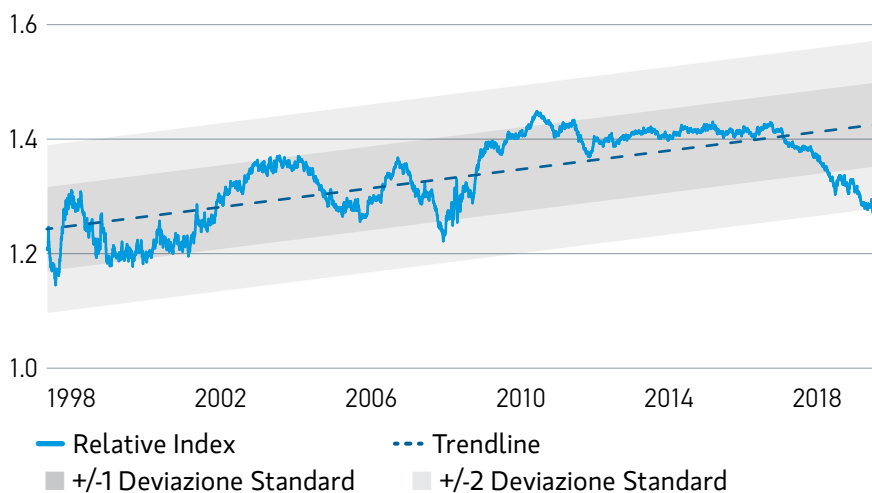
Oggi, alcuni di questi mercati stanno tornando in auge. Gli investitori in fuga dal settore tecnologico stanno riscoprendo alcuni mercati dell'Europa Orientale e dell'America Latina in precedenza trascurati. Questi listini avevano risentito in parte del rafforzamento del dollaro, che ha sempre l'effetto di ostacolare gli investimenti nei Mercati Emergenti, ma è possibile che questa volta si tratti di una corsa di breve durata. Infatti, sin dall'inizio degli anni ottanta, la quotazione del dollaro ha raramente superato del $\pm 15\%$ la media di lungo termine e ora si trova nella fascia alta dell'intervallo rialzista.⁴ I ribassi del dollaro in genere tendono a durare circa sette anni. A nostro avviso, il rafforzamento del biglietto verde nel 2018 è un fenomeno temporaneo nel contesto della fase di ribasso iniziata ai primi del 2016, forse destinata a durare a lungo.

Alcune delle valute emergenti più sfavorite si sono stabilizzate e non abbiamo motivo di temere che riprendano la parabola discendente. Nel complesso, le economie emergenti hanno bilance commerciali positive, con disavanzi di parte corrente mediamente bassi dopo il netto calo registrato sulla scia del "taper tantrum" del 2013 da Paesi come Brasile e India. Anche se molti analisti si preoccupano dell'aumento del debito dei Mercati Emergenti, questo rischio riguarda essenzialmente la Cina. Il debito non finanziario dei Mercati Emergenti è aumentato del 20% in proporzione al PIL dall'inizio della crisi finanziaria

FIGURA 1

MSCI Emerging Markets: Indice equiponderato/Indice ponderato per la capitalizzazione

Logaritmo dell'indice



Dati al of November 28, 2018. Fonte: MSIM, Bloomberg, Factset, Haver.

² MSIM, Bloomberg, FactSet, Haver, dati al 28 novembre 2018.

³ FactSet, Haver, dati al 28 novembre 2018.

⁴ MSIM analisi del team EME di MSIM, FactSet, dati al 28 novembre 2018.

globale del 2008, mentre quello cinese di oltre il 100%.⁵ Infatti, fino alla recente correzione, anche l'ascesa del mercato cinese è stata trainata essenzialmente dai titoli tecnologici.

Ma qual è il modo migliore per sfruttare il tema dei Mercati Emergenti ora che la mania dei titoli tecnologici sta passando? La risposta a questa domanda è: tornare a concentrarsi sui fondamentali che hanno sostenuto i mercati nel corso del tempo. Il nostro "vademecum" dell'investimento identifica i 10 fattori chiave per individuare i Paesi con le migliori probabilità di registrare una crescita elevata o in accelerazione, e quindi di sovraperformare nei prossimi 3-5 anni. Al momento alcuni dei mercati più trascurati sono quelli di economie promettenti come Polonia, Indonesia, Filippine e persino il Messico.

Una delle regole più importanti da ricordare è che una moneta sottovalutata è un segnale positivo, in particolare per i Paesi le cui valute sono crollate nel corso dell'anno malgrado l'assenza di rischi di crisi. Gli analisti che si preoccupano della vittoria del leader della sinistra Andrés Manuel López Obrador alle presidenziali in Messico dimenticano

che il corso del peso scontava già gli impatti di questo esito prima delle elezioni di giugno. In base al nostro indicatore composito, il peso messicano è al momento la valuta più sottovalutata del mondo.⁶

Le azioni dei Mercati Emergenti appaiono in media relativamente convenienti rispetto a quelle dei Paesi Sviluppati (in base al rapporto prezzo/valore contabile) e, in alcuni casi, addirittura sottovalutate su base storica. Il livello del listino messicano è oggi, in dollari, il più basso da vent'anni a questa parte. La Polonia, con lo zloty in forte ribasso, si avvicina ai minimi degli ultimi 25 anni. Entrambi questi mercati risentono dell'assenza di società tecnologiche di primo piano nei rispettivi indici.

Più in generale, tutto il complesso dei Mercati Emergenti era stato in un certo senso trascurato anche prima del ribasso di quest'anno. Infatti, a fine dello scorso dicembre solo il 4-6% circa degli investimenti mondiali nei listini azionari era allocato ai Mercati Emergenti, una quota troppo bassa in rapporto a qualsiasi dei tre approcci standard di asset allocation. Se si prende come base di investimento il peso dei

listini emergenti nei mercati azionari globali, l'allocazione di portafoglio raccomandata sarebbe del 12%;⁷ se si utilizza invece come base il contributo dei ME al PIL globale l'allocazione dovrebbe raggiungere come minimo il 15%, mentre con un approccio ottimizzato sale al 30%.⁸

Il vantaggio che ciò comporta è, a nostro avviso, che molti Mercati Emergenti oggi offrono eccellenti opportunità d'investimento a lungo termine. Molti dei Paesi più penalizzati sono al riparo dalla crisi e si trovano imprigionati in una bolla anticiclica: soffocano nel vuoto a causa dello scarso interesse degli investitori, che invece continuano a concentrarsi sui titoli high-tech e i listini esposti al settore tecnologico come l'indice MSCI China. La normalizzazione delle condizioni di mercato dovrebbe consentire ad altri settori e Paesi di riprendere quota. Poiché è impossibile indovinare il punto di svolta degli indici, il momento di effettuare investimenti a lungo termine è proprio nei periodi come quello attuale, cioè quando le azioni di molti Mercati Emergenti in rapida crescita sono sottovalutate senza un buon motivo.

Considerazioni sui rischi

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del Portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al **rischio di mercato**, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal Portafoglio diminuisca e che il valore delle azioni del Portafoglio sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarle. Di conseguenza l'investimento in questo Portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa altresì presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi. Le valutazioni dei **titoli azionari** tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, come quelli di cambio, politici, economici, di mercato e di liquidità. I rischi associati agli investimenti nei **Paesi Emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei Paesi Sviluppati esteri. I **titoli collocati privatamente e vincolati** possono essere soggetti a restrizioni di rivendita nonché alla carenza di informazioni di pubblico dominio. Questo ne aumenta l'illiquidità e potrebbe ripercuotersi negativamente sulla possibilità di valutarli e venderli (rischio di liquidità). Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere significativamente sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato. I **titoli illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità).

⁵ FactSet, BIS, IMF, Haver, analisi del team EME di MSIM, Bloomberg. Dati al 28 novembre 2018.

⁶ MSIM analisi del team EME di MSIM, Haver, dati al 28 novembre 2018.

⁷ FactSet. Dati a dicembre 2017.

⁸ FactSet, MSCI, HSBC, stime MSIM. Dati a dicembre 2017.

DEFINIZIONI

Il deficit delle partite correnti è la differenza negativa tra il valore dei beni e dei servizi che un Paese importa rispetto a quello dei beni e servizi che esporta. Il Prodotto interno lordo (PIL) è il valore monetario di tutte le merci finite e di tutti i servizi prodotti all'interno dei confini di un Paese in un dato lasso di tempo. Comprende tutti i consumi pubblici e privati, la spesa pubblica, gli investimenti e le esportazioni nette. L'indice MSCI Emerging Markets (MSCI EM) è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato e corretto per il flottante che misura la performance del mercato azionario dei Paesi Emergenti. L'indice MSCI China raggruppa titoli rappresentativi di società a media e alta capitalizzazione delle A-share, B-share, H-share, red chip e P chip cinesi. L'indice riflette le opportunità dei mercati della Cina continentale e di Hong Kong aperte agli investitori internazionali. Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni o oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Il rapporto prezzo/valore contabile (P/BV) confronta il valore di mercato di un titolo con il valore contabile per azione delle attività totali meno le passività totali. Questo indicatore viene utilizzato per valutare se un'azione è sottovalutata o sopravvalutata.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore alla data di pubblicazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni resi disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le opinioni espresse non riflettono i giudizi di tutti i gestori di portafoglio di Morgan Stanley Investment Management (MSIM) né le opinioni dell'azienda nel suo complesso e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di MSIM.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Ciò nonostante, non abbiamo verificato tali informazioni e non rilasciamo dichiarazione alcuna circa la loro correttezza o completezza.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale e redatta esclusivamente a scopi informativi e divulgativi e non costituisce un'offerta o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari o all'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento non tengono conto delle circostanze personali del singolo cliente e non rappresentano una consulenza d'investimento, né sono in alcun modo da interpretarsi quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Regno Unito – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158). **Germania** – Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Jungthofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG).

Italia – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), e con sede legale in 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968.

Paesi Bassi – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

Stati Uniti: I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei Fondi Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO BANCARIO

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 12204-0037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

Giappone – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIM") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA")

e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni o offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d'investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita

in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), aderente a: The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

NOTA INFORMATIVA

EMEA: La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo.

Le informazioni contenute nella presente comunicazione non costituiscono una raccomandazione di ricerca o una "ricerca in materia di investimenti" e sono classificate come "Comunicazione di marketing" ai sensi delle normative europee e svizzere applicabili. Pertanto questa comunicazione di marketing (a) non è stata predisposta in conformità a requisiti di legge tesi a promuovere l'indipendenza della

ricerca in materia di investimenti e (b) non è soggetta ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari. Per i soggetti incaricati del collocamento dei comparti di Morgan Stanley Investment Funds, non tutti i comparti e non tutte le azioni dei comparti potrebbero essere disponibili per la distribuzione. Si invita a consultare il contratto di collocamento per ulteriori dettagli in merito prima di inoltrare informazioni sui comparti ai propri clienti.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.



Obbligazioni Convertibili—Prospettive

Tutto è relativo

Nel decidere l'asset allocation, gli investitori devono esaminare una potenziale classe di attivi rispetto ad altre. L'interesse che riveste ogni asset class dipende non solo dai suoi meriti intrinseci, ma dalla sua maggiore attrattiva rispetto ad altri temi in portafoglio e, naturalmente, dalle ripercussioni che potrebbe avere sugli altri investimenti in base alla correlazione rischio-rendimento.



TOM WILLS
Managing Director
Global Fixed Income Team

Guardando alle obbligazioni convertibili in quest'ottica, dobbiamo riconoscere in primo luogo che il rischio e il rendimento hanno componenti sia azionarie che obbligazionarie. Storicamente, poiché le azioni sono generalmente più volatili delle obbligazioni, abbiamo riscontrato che la performance dei titoli convertibili può essere approssimativamente confrontata con quella di un portafoglio bilanciato composto all'incirca dal 60% di azioni e 40% di obbligazioni.

Malgrado le imprevedibili evoluzioni dei convertibili – che ci impongono di prendere in esame il delta, il gamma e altre caratteristiche apparentemente complesse – le ragioni a favore di questi titoli rispetto alle azioni od obbligazioni si riducono spesso a due condizioni che ci si aspetta di realizzare:

A. i titoli convertibili dovrebbero sovraperformare le azioni quando la volatilità è elevata: nei convertibili è incorporata una “opzione azionaria”

che acquista valore nei mercati azionari volatili;

B. i titoli convertibili dovrebbero sovraperformare le obbligazioni quando i tassi d'interesse salgono: poiché in genere i tassi aumentano quando l'economia è solida e l'inflazione sale, l'opzione incorporata in un convertibile offre un potenziale rialzo azionario, assente in altri strumenti obbligazionari.

Guardando in prospettiva al 2019, esaminiamo di seguito i punti di forza delle obbligazioni convertibili in questo tipo di contesto.

1. PERFORMANCE DEI TITOLI CONVERTIBILI QUANDO LA VOLATILITÀ AUMENTA

Negli ultimi tre anni alcuni investitori si sono chiesti se le obbligazioni convertibili siano “morte”. Nella *Figura 1* spieghiamo l'origine di questa preoccupazione. Se esaminiamo il periodo dal 1° gennaio 2016 al 31 ottobre 2018 vediamo che le azioni, misurate dall'indice MSCI All Country World, hanno conseguito un rendimento dell'8,26%, mentre i titoli obbligazionari, misurati dall'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return, hanno reso il 3,17%. Quindi il rendimento di un mix azionario/obbligazionario (60%/40%) di questi indici è stato del 6,22%. Nello stesso periodo, i titoli convertibili misurati dall'indice Thompson Reuters Global Convertibles Focus hanno generato un rendimento del 2,93% soltanto, sottoperformando non solo rispetto al mix 60/40 di un cospicuo 3,29%, ma anche rispetto alle componenti azionaria e obbligazionaria che comprendono il rischio associato ai convertibili. Intuitivamente, se i titoli convertibili espongono sia al rischio azionario che al rischio di credito, il loro profilo di rischio/rendimento dovrebbe collocarsi a metà strada tra queste due classi di attivi. Tuttavia, in questo periodo le obbligazioni convertibili hanno insolitamente sottoperformato rispetto a entrambe le componenti.

Fortunatamente, il quadro migliora se guardiamo al decennio precedente. La *Figura 1* mostra che dal 1° gennaio 2006 al 31 dicembre 2015 il mix 60% azionario/40% obbligazionario ha reso il 5,25%, mentre il rendimento delle obbligazioni convertibili è stato pari al 6,10%, generando quindi una sovraperformance di 85 punti base (pb). Infatti, in questo decennio, i titoli convertibili hanno sopraperformato sia la componente azionaria che quella obbligazionaria.

Ovviamente, dobbiamo riconoscere che chi investe in titoli convertibili globali non detiene lo stesso mix di singoli titoli azionari e obbligazionari degli indici. Ciò nonostante, il periodo è sufficientemente lungo da sollevare interrogativi sul motivo per cui i convertibili abbiano sovraperformato e poi sottoperformato i valori azionari e obbligazionari in diversi orizzonti temporali. La risposta, a nostro avviso, è da ricercare soprattutto nel livello di volatilità azionaria. Un titolo convertibile, naturalmente, è formato da una normale obbligazione societaria e da una “opzione azionaria” che offre la possibilità di convertire il titolo in un determinato numero di azioni ordinarie. Quanto più elevata è la volatilità nel mercato azionario, tanto maggiore sarà il valore dell'opzione. Esaminando nuovamente la *Figura 1*, vediamo che la volatilità misurata dall'indice VIX è stata molto bassa nel periodo che va dal 1° gennaio 2016 al 31 ottobre 2018, con un livello medio di solo il 14,39%, a fronte del 20,29% registrato nel decennio 1° gennaio 2006-31 dicembre 2016.

In altri termini, in un periodo di maggiore volatilità i titoli convertibili hanno sovraperformato sia le azioni che le obbligazioni grazie al valore dell'opzione, mentre si è verificato il contrario nel periodo di relativa calma e bassa volatilità dei mercati.

Se vogliamo dare un'occhiata a un arco temporale ancora più lungo, possiamo esaminare nella *Figura 2* l'andamento dell'indice VIX dalla data di lancio. Il VIX adotta un approccio anticipatore alla volatilità, misurando i prezzi delle opzioni alla successiva scadenza trimestrale. È noto come l'“indice della paura” del mercato che, sulla scia di notizie negative, può subire forti impennate. Per chiarire il quadro riportiamo nella *Figura 2* i livelli della media mobile a 90 giorni del VIX, risalendo al 1990. Nel complesso, osserviamo che il livello medio del VIX dalla data di lancio è pari al 19,26%. Negli ultimi tre anni le azioni hanno beneficiato della lenta ma costante ripresa dell'economia globale, con un sensibile miglioramento dei dati congiunturali e degli utili societari. Di conseguenza, la volatilità è stata bassa (come si evince dal grafico, il livello medio del VIX al 14,39% è ben al di sotto della media a lungo termine del 19,26%) e quindi i titoli convertibili sono stati surclassati dagli investimenti azionari direzionali. Tuttavia, nei dieci anni precedenti – che ovviamente comprendono la crisi creditizia del 2008 – la volatilità media è stata più elevata di quella a lungo termine (20,26%) e ha reso l'investimento in obbligazioni

FIGURA 1

Rendimenti dei titoli convertibili rispetto a un mix 60% azionario/40% obbligazionario

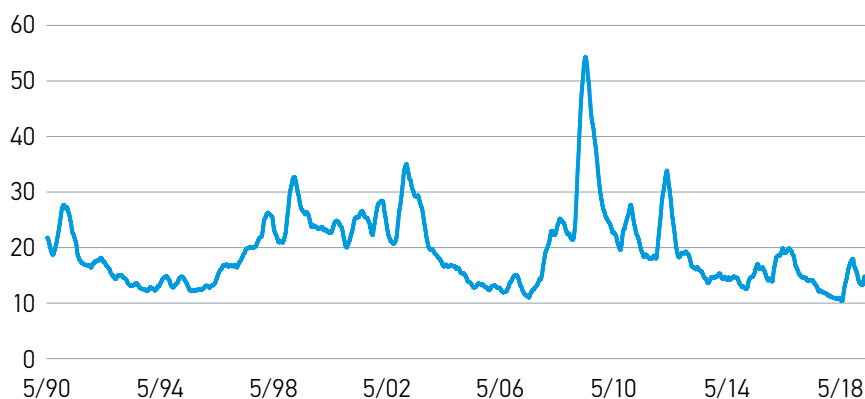
| | AZIONARIO | OBBLIGAZIONARIO | OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI | MIX 60% AZIONARIO/40% OBBLIGAZIONARIO | DIFFERENZA TRA OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI E MIX 60% AZIONARIO/40% OBBLIGAZIONARIO | VOLATILITÀ DI MERCATO |
|-----------------------------|-----------|-----------------|------------------------------|---|---|--------------------------|
| 1 gen.06 – 31 dic.15 | 5,76% | 4,49% | 6,10% | 5,25% | 0,85% | 20,29 |
| 1 gen 16 – 31 ott 18 | 8,26% | 3,17% | 2,93% | 6,22% | -3,29% | 14,39 |

Le azioni sono rappresentate dall'indice MSCI All Country World e le obbligazioni dall'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return (Unhedged). Le obbligazioni convertibili sono rappresentate dall'indice Thomson Reuters Global Convertibles Focus. La volatilità del mercato è misurata dall'indice VIX. Le valutazioni dei titoli azionari tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. I titoli obbligazionari sono soggetti al rischio di credito (capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi) e al rischio di tasso d'interesse (oscillazioni del valore di un titolo a reddito fisso dovute a variazioni del livello generale dei tassi d'interesse). In aggiunta ai rischi associati alle azioni ordinarie, gli investimenti in **obbligazioni convertibili** sono soggetti ai rischi associati ai titoli a reddito fisso, ossia al rischio di credito, di prezzo e di tasso d'interesse.

La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.** Per le definizioni degli indici si rimanda alla sezione Definizioni degli indici.

FIGURA 2**Analisi dei rendimenti delle azioni e delle obbligazioni convertibili USA in diverse Condizioni di volatilità**

| LIVELLO VIX | <13 | 13-17 | 17-21 | 21-25 | 25-29 | >29 |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Convertibili | 2,19 | 1,35 | 0,57 | 0,33 | -2,41 | -1,59 |
| S&P 500 | 2,74 | 1,86 | 0,28 | -0,18 | -3,24 | -3,56 |
| Differenza tra S&P 500 e convertibili | -0,55 | -0,50 | 0,29 | 0,52 | 0,83 | 1,97 |
| % di frequenza | 23% | 27% | 19% | 13% | 8% | 10% |

VIX mobile a 90 giorni

Fonte: Bloomberg. Dati da gennaio 1990 a ottobre 2018.

La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Per le definizioni degli indici si rimanda alla sezione Definizioni degli indici.

convertibili più remunerativo di quello azionario visto che in mercati con andamenti altalenanti ha fornito protezione dal rischio di ribasso.

Sempre nella *Figura 2*, abbiamo aggiornato le previsioni formulate l'anno scorso di questi tempi raggruppando i dati del VIX in fasce del 4% per facilitare l'osservazione. Segnaliamo di seguito alcuni aspetti importanti.

A. Nella fascia a bassissima volatilità del VIX (<13%), sia le azioni (rendimento medio mensile di +274 pb) che i titoli convertibili (+219 pb) hanno conseguito buoni risultati. Tuttavia, come previsto, le azioni sono più remunerative sia per la forza implicita dei mercati azionari che per l'onere generato dal costo delle opzioni incorporate nei convertibili.

B. Le azioni continuano a sovraperformare fino a quando il regime del VIX non supera la soglia dei 17 punti. Da quel punto in poi sono i convertibili a sovraperformare. Da quando l'indice è

stato lanciato nel 1990, nel campione il VIX ha superato la soglia dei 17 punti il 50% delle volte.

C. La media storica del VIX, di 19,26, si colloca al centro della fascia di 17-21 riportata nella tabella. Qui, le obbligazioni convertibili hanno sovraperformato le azioni con un rendimento mensile storico medio di 57 pb, contro i 28 pb delle azioni.

In sintesi, siamo del parere che i convertibili non siano morti, ma si siano solo assopiti. I mercati azionari hanno performato bene dal 2016, ma la volatilità è stata bassa e ha avuto senso incrementare l'esposizione in azioni pure. Tuttavia, se guardiamo ai dieci anni precedenti e utilizziamo inoltre la media a lungo termine per la volatilità del mercato azionario, vediamo che i convertibili hanno sovraperformato le azioni. Come abbiamo osservato nelle ultime fasi del 2018, pare che la volatilità azionaria sia tornata ed è per questa ragione che guardando al nuovo anno

pensiamo che i convertibili siano una scommessa migliore rispetto alle azioni.

2. PERFORMANCE DEI TITOLI CONVERTIBILI QUANDO I TASSI SALGONO

In materia di convertibili, un esame della volatilità azionaria è incompleto se non si considerano i tassi d'interesse perché, come già indicato, i titoli convertibili sono chiaramente un investimento ibrido che abbina una componente obbligazionaria a "un'opzione azionaria". Di conseguenza, l'interazione tra volatilità e tassi crescenti ha più rilevanza per le obbligazioni convertibili che per le azioni.

I titoli convertibili offrono una copertura contro il rialzo dei tassi per due ragioni: (i) hanno una duration relativamente breve perché gli emittenti non amano offrire "opzioni di conversione" a lungo termine sulle proprie azioni, e (ii) storicamente la classe di attivi ha offerto rendimenti generalmente positivi quando i tassi salgono, semplicemente perché il profilo di rendimento è determinato in misura maggiore dalla "opzione azionaria" incorporata. Di solito, quando i tassi salgono è perché l'economia sta andando bene e le banche centrali attuano manovre restrittive per gestire l'inflazione. In tale contesto, spesso i mercati azionari si muovono al rialzo generando vantaggi anche per i titoli convertibili.

Per verificare che ciò è vero, nella *Figura 3* abbiamo anche aggiornato alcuni dati esposti in un articolo precedente. Qui, analizzando tutti i mesi degli ultimi 20 anni in cui i tassi dei Treasury decennali sono cresciuti di 25 pb o più, osserviamo che i titoli convertibili statunitensi hanno guadagnato in media il 3,05%. Viceversa, nei mesi in cui sono scesi di 25 pb o più, i rendimenti medi dei convertibili statunitensi hanno segnato -1,89%.

Intuitivamente ciò ha senso in quanto le perdite dei convertibili generate sul versante obbligazionario in questi periodi di rialzo dei tassi sono più che compensate dalla valorizzazione dell'opzione sul versante azionario. Pertanto, per gli investitori obbligazionari i titoli convertibili offrono vantaggi di diversificazione in quanto i tassi sono destinati a salire ancora nel 2019.

3. VALUTAZIONI DEL MERCATO DEI CONVERTIBILI

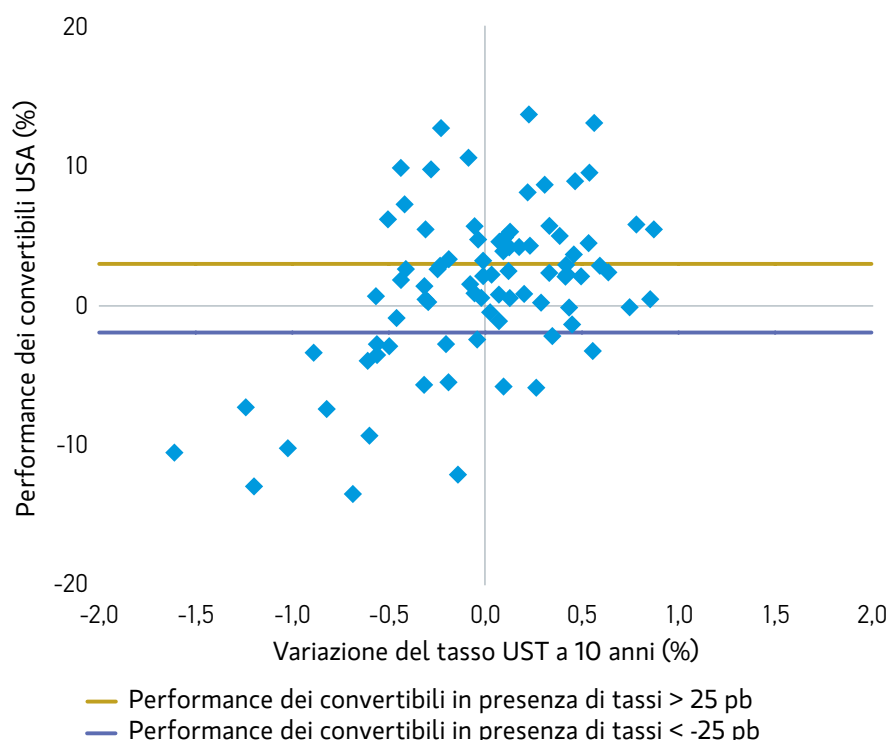
A nostro avviso ci sono tutte le condizioni per cui i convertibili si riprendano dalla sottoperformance rispetto alle azioni e obbligazioni in atto dal 2016, in quanto sia la volatilità che i tassi sono palesemente in ascesa. Occorre ora stabilire qual è lo stato di salute del mercato, sia in termini di valutazioni che di offerta.

Nella *Figura 4* vediamo che le valutazioni si trovano proprio in prossimità di quello che consideriamo il “fair value”, sono cioè più basse di 75 pb per gli Stati Uniti, di 38 pb per l'Asia e di 2 pb per l'Europa. Ciò vuol dire che prendendo a riferimento gli attuali livelli di mercato per il differenziale di credito e la volatilità di ogni singola obbligazione dell'universo d'investimento, il prezzo teorico medio è molto vicino a quello al quale sono

scambiate le obbligazioni sul mercato. Gli investitori potrebbero chiedersi quanto sia accurato un indicatore di “fair value” che utilizzi gli attuali input di mercato che potrebbero essere, essi stessi, soggetti ad anomalie di prezzo. Al riguardo, riconosciamo che gli spread creditizi sembrano stretti ma ribadiamo che i valori della volatilità usati come input sono bassi data la calma che è regnata nei mercati fino a tempi recenti. Siamo, quindi, convinti che questi effetti si annullino e che il “fair value” sia un buon indicatore del livello al quale le obbligazioni dovrebbero essere scambiate.

FIGURA 3

Performance dei titoli convertibili in condizioni di aumento e diminuzione dei tassi



Fonte: Bloomberg. Dati da marzo 1998 a settembre 2018.

Le obbligazioni convertibili sono rappresentate dall'indice Thomson Reuters Global Convertibles Focus. I Treasury USA a 10 anni sono rappresentati dall'indice Bloomberg Barclays U.S. Generic Government 10 Year Yield. La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Per le definizioni degli indici si rimanda alla sezione Definizioni degli indici.

FIGURA 4

Valutazioni dei convertibili globali al 31 ottobre 2018

| REGIONE | ELEVATE)/ CONVENIENTI | % DELLA PARITÀ | % DELTA | SPREAD DEL CREDITO | % DEL MERCATO CON SPREAD OLTRE 300 PB | % DEL MERCATO CON CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO INFERIORE A \$1MLD |
|-------------|--------------------------|----------------------|------------|--------------------------|--|---|
| Stati Uniti | 0,75% | 99,60% | 51% | 577 pb | 48% | 23% |
| Europa | 0,02% | 99,90% | 32% | 256 pb | 28% | 16% |
| Asia | 0,38% | 99,50% | 31% | 125 pb | 7% | 13% |

Fonte: DB convertibles.com

Se le contrattazioni sono effettuate al “fair value”, ciò significa che l'offerta e la domanda sono allineate, il che ha senso visto che nell'anno in corso sono aumentati i valori di entrambe le grandezze. Al 31 ottobre 2018, l'offerta da inizio anno era pari a USD 78 miliardi, un valore superiore a quello dell'intero 2017 e indicativo della crescita più rapida registrata negli ultimi cinque anni.¹ Spesso, quando l'offerta è maggiore, il mercato cala; in questo caso, invece, è rimasto intorno al livello del “fair value” in quanto la domanda è aumentata per assorbire l'offerta. Per tutto il 2018 abbiamo visto affluire capitali in questa classe di attivi giacché probabilmente gli investitori hanno scoperto i vantaggi di un contesto in cui aumentano tassi e volatilità.

Un'altra importante osservazione tecnica è che al momento le transazioni sul mercato sono effettuate proprio intorno alla parità. Nella *Figura 4*, vediamo che tutte e tre le principali regioni scambiano tra il 99,5% e il 100% della parità. È raro vedere il mercato globale dei titoli convertibili vestire i panni del “giorno in cui è nato”, effettuando transazioni sia al “fair value” da noi stimato che alla pari. Ciò piace agli investitori in quanto possono partecipare a questa classe di attivo senza subire gli effetti di valutazioni eccessive e/o pagando prezzi in-the-money.

4. APPROCCIO GLOBALE VS. REGIONALE

Tuttavia, se approfondiamo e guardiamo ai dati per regione, notiamo alcune differenze importanti. Esaminando nuovamente la *Figura 4*, notiamo che sia il rischio azionario

che quello obbligazionario sono più elevati negli Stati Uniti che non negli altri mercati. Al 31 ottobre 2018, il delta azionario regionale degli Stati Uniti (ossia la sensibilità al prezzo dell'azione sottostante) era pari al 52%, circa 20 punti in più che non in Europa (32%) e in Asia (31%). Ciò ha senso in quanto negli ultimi anni la performance delle azioni è stata migliore negli Stati Uniti e, di conseguenza, oggi l'universo dei convertibili è sempre più "deep in-the-money". Sul versante obbligazionario, osserviamo una differenza chiave tra Stati Uniti e Resto del mondo: negli USA i differenziali creditizi si avvicinano a quelli del mercato high yield in quanto molti più emittenti sono società growth a più bassa capitalizzazione. Nella Figura 4 osserviamo, per gli Stati Uniti, uno spread creditizio regionale di 577 pb, ben superiore a quello europeo (256 pb) ed asiatico (125 pb). Questo può essere molto appetibile in un forte mercato rialzista in quanto l'investitore raddoppia sia il rischio azionario che quello obbligazionario, ma in tempi di maggiore

incertezza si paga un prezzo in termini di minori caratteristiche obbligazionarie.

Oltre ad avere consapevolezza delle disparità regionali sul delta e lo spread, gli investitori dovrebbero sapere che gli Stati Uniti rappresentano solo la metà di un esiguo mercato. Come diciamo sempre ai nostri clienti, perché ricercare idee vincenti esaminando 500 titoli quando possiamo scegliere tra 1000? In una classe di attivi in cui abbiamo bisogno di ottimizzare tre parametri (l'azionario, l'obbligazionario e i parametri tecnici) in genere il nostro gradimento va al 15% circa dei titoli sul mercato. Se acquistiamo solo titoli statunitensi, abbiamo a nostra disposizione solo 50-75 idee d'investimento, peraltro concentrate in pochi settori.

Sintesi

Dobbiamo ammettere che già a inizio 2018 abbiamo sostenuto la validità dei titoli convertibili rispetto sia alle azioni (quando la volatilità aumenta) che alle obbligazioni (quando i tassi salgono). E i convertibili hanno davvero offerto una ridotta partecipazione ai ribassi: al

31 ottobre 2018, il mix 60/40 di azioni/obbligazioni ha generato una perdita da inizio anno del (3,79%) contro l'(1,17%) dei convertibili, con una sovraperformance di 262 pb.

Con l'avvicinarsi del nuovo anno, confermiamo il nostro ottimismo sulle azioni, convinti che nel quarto trimestre del 2018 i mercati abbiano subito ribassi eccessivi, mentre gli utili e i profitti continuano a crescere, soprattutto in settori quali tecnologia, biotech e beni di consumo dove si concentra il mercato dei convertibili. Riconosciamo, tuttavia, che tutte le piazze azionarie e obbligazionarie hanno maggiori difficoltà rispetto a un anno fa. Di conseguenza, ci aspettiamo un rendimento assoluto più modesto, nella fascia media dei valori a una cifra.

Ma, come si dice, "tutto è relativo". Pertanto, nel 2019 i titoli convertibili sono destinati a essere una delle classi di attivi più attraenti e a rappresentare per gli asset allocator un prezioso strumento aggiuntivo di differenziazione.

Considerazioni sui rischi

La diversificazione non elimina il rischio di perdite.

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del Portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal Portafoglio diminuisca e sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarli. Di conseguenza l'investimento in questo Portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa altresì presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi.

I titoli obbligazionari sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse in rialzo, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. **I titoli a più lungo termine** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di discesa dei tassi d'interesse, il Portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. **Convertibili** Il valore dei titoli convertibili tende a scendere quando i tassi d'interesse salgono e, a causa della caratteristica di conversione, segue tendenzialmente le oscillazioni del valore di mercato dei titoli sottostanti. Solitamente, i titoli convertibili offrono un flusso di reddito con rendimenti generalmente superiori a quelli delle azioni ordinarie degli stessi emittenti o di emittenti similari. Nella struttura patrimoniale di una società, i titoli convertibili sono generalmente privilegiati rispetto alle azioni ordinarie, ma sono di solito subordinati rispetto a titoli non convertibili comparabili. In genere le obbligazioni convertibili non partecipano direttamente agli aumenti o ai tagli dei dividendi dei titoli sottostanti, anche se i loro prezzi di mercato possono risentire delle variazioni dei dividendi dei titoli sottostanti o di altre modifiche. **I titoli esteri** sono soggetti a rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei **Paesi Emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei Paesi Sviluppati esteri. **I titoli di debito sovrani** sono soggetti al rischio di insolvenza. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere in modo significativo sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato.

DEFINIZIONI DEGLI INDICI

Gli indici utilizzati nel presente rapporto non rappresentano la performance di un investimento specifico e non comprendono spese, commissioni od oneri di vendita, che ridurrebbero la performance. Gli indici riportati non sono gestiti e non sono strumenti investibili. Non è possibile investire direttamente in un indice.

L'indice **Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index** è un indice ad ampia base rappresentativo dei mercati obbligazionari globali investment grade a tasso fisso. Rendimenti totali espressi in dollari USA senza copertura.

I tassi dell'indice **Bloomberg Barclays U.S. Generic Government 10 Year Yield** sono costituiti da indici generici di titoli di Stato on-the-run statunitensi, a breve, medio e lungo termine. I rendimenti s'intendono alla scadenza e al lordo delle imposte.

L'indice **MSCI All Country World (ACWI)** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei mercati azionari sviluppati ed emergenti. Il termine "flottante" è riferito alla quota di azioni in circolazione considerate disponibili per l'acquisto da parte degli investitori sui mercati azionari pubblici. La performance dell'indice è espressa in dollari USA e prevede il reinvestimento dei dividendi netti.

L'indice **S&P 500® Index (U.S. S&P 500)** misura la performance del segmento delle large cap nel mercato azionario statunitense e copre all'incirca il 75% di tale mercato. L'indice comprende 500 tra le principali società che operano nei settori di punta dell'economia statunitense.

L'indice **Thomson Reuters U.S. Convertible** è un sottoinsieme del Thomson Reuters Global Convertible ed è un indice di mercato ponderato con una dimensione minima di inclusione di USD 500 milioni di obbligazioni convertibili equity-linked.

Il **Thomson Reuters Convertible Global Focus (USD Hedged Index)** fornisce un'ampia misura della performance del mercato investibile globale delle obbligazioni convertibili con copertura in USD.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. I rendimenti di cui si parla nel commento sono quelli degli indici di riferimento e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico.

Le opinioni, previsioni e stime espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale e possono variare in qualsiasi momento in virtù di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni rese disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le opinioni espresse non riflettono i giudizi di tutti i gestori di portafoglio di Morgan Stanley Investment Management (MSIM) né le opinioni dell'azienda nel suo complesso e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Tuttavia, non abbiamo verificato tali informazioni e non ci esprimiamo in alcun modo circa la loro accuratezza o completezza.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale e tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non costituiscono un'offerta o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di determinati valori mobiliari o all'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non siano vietate dalle leggi e dalle normative locali vigenti.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore dovrebbe valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

Regno Unito – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158). **Germania** – Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), con sede legale a 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Paesi Bassi. Telefono: 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla SFA. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

Giappone – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIM") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni o offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIM di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIM accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIM

i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d'investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), aderente a: The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

Stati Uniti – I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente l'obiettivo di investimento, i rischi, le commissioni e le spese del comparto. Il prospetto contiene queste e altre informazioni sul comparto. È possibile scaricare una copia del prospetto dal sito morganstanley.com/im o richiederla telefonando al numero 1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei comparti Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni od oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di detti individui. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.



Prodotti Cartolarizzati—Prospettive

Buone prospettive per i prodotti cartolarizzati grazie alla solidità delle condizioni del credito al consumo



GREGORY FINCK
*Managing Director
Team Global Fixed Income*

A causa della graduale normalizzazione della politica monetaria da parte della Federal Reserve (Fed), ci attendiamo una volatilità sempre elevata sia nei mercati dei titoli di Stato che delle obbligazioni societarie. In vista dell'inizio del 2019, manteniamo un orientamento positivo sui fondamentali di quasi tutti i prodotti cartolarizzati creditizi in virtù delle condizioni ancora positive del credito immobiliare e al consumo. Tuttavia, riteniamo che la volatilità dei prezzi di mercato potrebbe aumentare. Manteniamo un orientamento più cauto sui titoli garantiti da ipoteca (MBS) a causa degli impatti negativi esercitati dalla chiusura delle posizioni in MBS della Fed (attualmente pari a 1.700 miliardi di dollari) e dalla potenziale riduzione dei portafogli di MBS di agenzia da parte delle banche sul rapporto domanda/offerta. A nostro avviso nella prima parte del 2019 i rendimenti del settore dei prodotti cartolarizzati dovrebbero superare quelli dello stesso periodo del 2018, essenzialmente per via dei maggiori tassi d'interesse e dell'ampliamento degli spread in molti settori. Poiché riteniamo che l'anno prossimo i tassi d'interesse si muoveranno in genere all'interno di un intervallo ristretto, prevediamo che i flussi monetari generati dai prodotti cartolarizzati supereranno i rendimenti delle altre classi di attivi in virtù delle interessanti opportunità corrette per il rischio che offrono.

Tassi d'interesse e politica fiscale

Negli Stati Uniti i temi dominanti del 2018 sono stati l'aumento dei tassi d'interesse e l'inasprimento della politica monetaria. In base alle nostre previsioni, nel 2019 la Fed dovrebbe operare da due a quattro nuove strette da 25 punti base in aggiunta all'intervento al rialzo in programma per dicembre 2018. A seconda delle condizioni economiche, i tassi sui Fed Fund dovrebbero chiudere il periodo in un'area compresa tra il 3% e il 3,5%, mentre la struttura della curva continuerà ad appiattirsi in quanto anche i Treasury decennali dovrebbero attestarsi attorno al 3%-3,5%. Ci aspettiamo un tasso di disoccupazione sempre basso e retribuzioni in aumento, accompagnati da un rallentamento della crescita del prodotto interno lordo (PIL) a fronte delle aree di criticità del quadro globale e dell'impatto del rialzo dei tassi. Queste prospettive dovrebbero favorire i titoli cartolarizzati creditizi, in quanto segnalano che le condizioni del credito alle famiglie e al consumo negli Stati Uniti sono sempre buone, inoltre frenano l'ascesa dei tassi dei mutui ipotecari commerciali e residenziali, mantenendoli sotto la media storica. Confermiamo il posizionamento di duration relativamente breve assunto nel 2018 a causa del rischio di aumento dei tassi. Anche se quasi tutte le nostre previsioni circa l'impatto del rialzo dei tassi d'interesse si sono avverate, confermiamo il posizionamento di duration bassa alla luce della struttura piatta della curva, poiché a nostro avviso la remunerazione offerta non giustifica l'assunzione del rischio di duration sulle scadenze più lunghe.

In Europa e nel Regno Unito ci attendiamo una politica sempre accomodante dalle banche centrali a fronte della modesta crescita economica e dell'incertezza sulla Brexit e l'Italia. Anche se la Banca Centrale Europea (BCE) ha annunciato la conclusione del programma di acquisti di titoli garantiti da collaterale (ABS), considerato il livello relativamente modesto degli acquisti non ci attendiamo un impatto sostanziale sulle valutazioni degli ABS europei. I bassi tassi d'interesse

FIGURA 1
Prospettive in sintesi

| SETTORE | PROSPETTIVE | |
|---|-------------|--|
| MBS statunitensi di agenzia | Negativo | Anche dopo il deprezzamento del 2018 risentono di problemi dal lato dell'offerta |
| RMBS statunitensi non di agenzia | Positivo | Meno convenienti rispetto all'ultimo decennio, ma ancora allettanti |
| RMBS europei | Positivo | I bassi tassi ipotecari sostengono i prezzi delle case |
| CMBS USA | Contrastato | I profili di rischio variano sostanzialmente a seconda delle tipologie di prodotto |
| ABS USA | Positivo | Le condizioni del credito al consumo sono sempre solide |
| ABS europei | Neutrale | Le condizioni del credito sono positive, ma un valore relativo più basso |

hanno avuto ripercussioni positive per i prezzi delle case, il credito al consumo e lo stato di salute generale dell'economia della maggior parte dei Paesi europei e non ci attendiamo un deterioramento imminente della situazione. Prevediamo una crescita moderatamente positiva in gran parte dell'Eurozona, anche se riteniamo che il Regno Unito potrebbe scivolare in una lieve recessione a causa delle conseguenze della Brexit.

MBS di agenzia

Il 2018 è stato un anno difficile per gli MBS di agenzie statunitensi, penalizzati dal rialzo dei tassi d'interesse, dall'allungamento delle scadenze, dall'ampliamento degli spread, dall'aumento della volatilità e dai fattori tecnici negativi del lato offerta, dovuti alla riduzione degli acquisti di MBS da parte della Fed. Gli MBS di agenzia, uno dei segmenti più sensibili ai tassi d'interesse del settore dei prodotti cartolarizzati, rappresentano la fetta più ampia di questo mercato. Dato che questi titoli si basano in genere su ipoteche a tasso fisso, la velocità dei rimborsi anticipati riveste un ruolo cruciale nel determinarne la duration. Quando nel 2018 i tassi d'interesse hanno iniziato a salire, gran parte delle posizioni in titoli ipotecari ha registrato delle perdite a causa dei rifinanziamenti a un tasso più alto e la velocità dei rimborsi anticipati è nettamente diminuita. Considerato il deludente andamento di

questo segmento nel 2018, riteniamo che gran parte degli impatti negativi dell'aumento dei tassi d'interesse e della volatilità si siano già manifestati, visto che oggi i tassi d'interesse sono di 70-100 punti base più alti, la duration dei titoli MBS è aumentata di oltre un anno, la volatilità dei tassi d'interesse e i costi delle opzioni sui titoli ipotecari sono saliti e gli spread nominali rispetto ai Treasury si sono ampliati di 20-30 punti base.¹ Tuttavia, le pressioni sul lato dell'offerta legate al rallentamento degli acquisti della Fed perdureranno anche nel 2019 e potrebbero addirittura aumentare. La Fed ha iniziato il 2018 con acquisti mensili di MBS di agenzia per circa 20 miliardi di dollari, che a fine anno si sono ridotti praticamente a zero.² Le posizioni della banca centrale americana in questi strumenti sono diminuite di oltre 100 miliardi di dollari nel corso del 2018, da 1.770 miliardi a 1.670 miliardi di dollari e ci attendiamo una riduzione ancor più consistente del suo portafoglio nel 2019.³ Prevediamo un ulteriore ampliamento degli spread degli MBS di agenzia nel 2019 a causa del calo della domanda, ciò nonostante questa classe di attivi dovrebbe comunque sovraperformare i Treasury in quanto riteniamo che il maggior rendimento offerto sarà più che sufficiente a compensare l'impatto del rialzo degli spread. Nel segmento degli MBS di agenzia continuiamo a privilegiare gli MBS con cedole più elevate, che offrono maggiori rendimenti

¹ Fonte: Citi YieldBook. Dati al 29 novembre 2018.

² Fonte: Federal Reserve statunitense. Dati aggiornati a novembre 2018.

³ Fonte: Federal Reserve statunitense. Dati aggiornati a novembre 2018.

corretti per la duration e possono generare buoni risultati sia in caso di stabilità dei tassi d'interesse che di un loro ulteriore aumento.

Fondamentali del mercato immobiliare residenziale statunitense e RMBS non di agenzia

Nel 2018 i prezzi delle case negli Stati Uniti sono aumentati del 5-6% circa per il settimo anno consecutivo, ma l'impatto di questi rincari, unito all'aumento dei tassi d'interesse, ha iniziato a pregiudicare l'accessibilità all'acquisto dell'abitazione.⁴ In futuro ci attendiamo che l'andamento dei prezzi delle case negli Stati Uniti segua da vicino quello dell'economia interna e che sia frenato dalla scarsa accessibilità. Malgrado questi problemi, la domanda di abitazioni si mantiene robusta grazie alla solidità dell'economia e ai livelli di offerta relativamente bassi in termini storici. Queste dinamiche favorevoli ci inducono a prevedere un rialzo del 3-4% dei prezzi delle case negli Stati Uniti per il 2019.

I titoli garantiti da ipoteche residenziali non di agenzia (RMBS) dovrebbero continuare a generare buoni risultati nel 2019, anche se in misura minore rispetto agli ultimi anni. Le condizioni del mercato dei mutui ipotecari si mantengono solide grazie al calo dei tassi di mora e di insolvenza dovuto alla solidità dell'economia statunitense e al rialzo dei prezzi delle case. Gli spread degli RMBS non di agenzia si sono nettamente ridotti negli ultimi anni ed è improbabile che possano assottigliarsi ulteriormente in modo significativo. Riteniamo che questi titoli offrano ancora un rendimento corretto per il rischio allettante rispetto ad altri settori e che nel 2019 la loro performance dipenderà prevalentemente dai flussi di reddito generati, viste le modeste prospettive di aumento dei prezzi. Nel corso degli ultimi anni abbiamo ridotto l'esposizione agli RMBS non di agenzia del nostro portafoglio da principale sovrappeso a moderato sovrappeso, ma conserviamo un orientamento positivo sul settore.

RMBS europei

Alla luce dei tassi ipotecari bassi e del miglioramento delle condizioni

economiche, ci attendiamo che nel 2019 i prezzi delle case continuino a salire nella maggior parte dei Paesi europei. Privilegiamo in particolare gli RMBS dei mercati immobiliari con le maggiori potenzialità di apprezzamento, cioè Spagna, Portogallo, Irlanda e Grecia. Giudichiamo interessanti anche gli RMBS olandesi e tedeschi e di alcuni segmenti del mercato britannico. Pur prevedendo un ribasso dei prezzi delle abitazioni nel Regno Unito, riteniamo che la contrazione non sarà sostanziale per via dell'offerta limitata di abitazioni e dei bassi tassi d'interesse. Nel segmento degli RMBS britannici preferiamo i prestiti più stagionati, che beneficiano dell'elevato margine di apprezzamento intrinseco dell'immobile sottostante e sono detenuti da debitori con un buon track record di pagamento. Per finire, favoriamo anche i Paesi con chiare normative in materia di prestito ipotecario e che agevolano il veloce pignoramento dell'immobile in caso di insolvenza.

Immobili commerciali statunitensi (CMBS)

Il settore degli immobili commerciali statunitensi ha beneficiato di una fase di robusta crescita nel dopo-crisi, ma negli ultimi due anni i prezzi si sono stabilizzati e ci attendiamo una crescita relativamente piatta anche nel 2019. Le condizioni del mercato degli immobili commerciali sono sempre positive: i livelli di occupazione si mantengono elevati, i tassi di locazione sono in aumento e l'economia statunitense continua a tirare. Tuttavia, nel 2019 l'aumento dei tassi d'interesse potrebbe frenare l'ascesa del settore. Questo mercato è soggetto a elevati rischi idiosincratici, dato che la qualità del credito può variare sostanzialmente a seconda delle classi di attivi e degli immobili. Nel complesso il nostro orientamento nei confronti del settore degli immobili commerciali, delle palazzine per uffici e dei centri di distribuzione è positivo. Continua invece a preoccuparci la situazione dei centri commerciali, a causa dell'“effetto Amazon” che sta producendo forti cambiamenti nelle abitudini di acquisto dei consumatori e nella sostenibilità di

numerosi negozi fisici. Siamo cauti anche nei confronti delle valutazioni degli alberghi, alla luce della volatilità intrinseca degli utili e delle valutazioni del settore.

Immobili commerciali europei (CMBS)

Ci aspettiamo divergenze tra i diversi mercati immobiliari commerciali europei, in quanto molte città della regione sono destinate a beneficiare dei trasferimenti di sede legati alla Brexit, mentre è probabile che Londra risenta della presenza di un numero eccessivo di sviluppi immobiliari a fronte di una minore domanda di spazio per uffici. In generale evitiamo l'esposizione agli immobili commerciali del Regno Unito (CMBS), un segmento su cui le nostre previsioni per il 2019 sono piuttosto caute. Malgrado l'offerta limitata di CMBS europei a causa della scarsità di operazioni di cartolarizzazione degli ultimi anni – che complica la ricerca di opportunità d'investimento – manteniamo un orientamento nel complesso positivo sul settore degli immobili commerciali europei.

Credito al consumo e ABS

Negli Stati Uniti le condizioni del credito al consumo continuano a migliorare grazie al basso tasso di disoccupazione, all'aumento delle retribuzioni e dei tassi di risparmio, nonché alla riduzione dei livelli di indebitamento delle famiglie. I debiti da carte di credito, i prestiti auto e al consumo hanno prodotto buoni risultati e riteniamo che queste dinamiche positive proseguiranno nel 2019. Il segmento degli ABS su prestiti al consumo è stato uno dei primi a registrare una riduzione degli spread nel 2018, di conseguenza il loro valore relativo appare meno allettante rispetto a un anno fa, ma i fondamentali creditizi si mantengono positivi. Apprezziamo la duration relativamente breve degli ABS su prestiti al consumo in quanto limita l'esposizione al rischio di un'eventuale recessione nel 2020 o 2021.

Gli spread degli ABS europei sono sempre relativamente bassi e in termini relativi rappresentano un'opportunità meno allettante. I fondamentali del credito sono in apparenza nel complesso positivi, ma variano da un Paese.

⁴ Fonte: Bloomberg, S&P CoreLogic Case-Shiller US National Home Price. Dati al 30 settembre 2018

Considerazioni sui rischi

La diversificazione non elimina il rischio di perdite.

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del Portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal Portafoglio diminuisca e sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarli. Di conseguenza l'investimento in questo Portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa altresì presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi.

Titoli obbligazionari sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse in rialzo, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. I **titoli a più lungo termine** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di calo dei tassi d'interesse, il Portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. Determinati **titoli di Stato americani** acquistati dalla Strategia, come quelli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac, non sono garantiti dal "full faith and credit" (piena fiducia e credito) degli Stati Uniti. È possibile che in futuro questi emittenti non dispongano dei fondi per onorare i propri obblighi di pagamento. I prestiti bancari quotati sono soggetti al rischio di liquidità e ai rischi di credito tipici dei titoli con rating inferiori. Le **obbligazioni high yield (dette anche "junk bonds")** sono titoli con rating inferiori che possono comportare livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità. I **titoli garantiti da ipoteche e da collaterale** sono esposti al rischio di rimborso anticipato e a un più elevato rischio d'insolvenza e possono essere difficili da valutare e vendere (**rischio di liquidità**). Essi sono altresì soggetti ai rischi di credito, di mercato e di tasso d'interesse. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. Investire nei **Paesi Emergenti** comporta rischi maggiori che investire nei mercati esteri in generale. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere significativamente sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato. I **titoli vincolati e illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità). A causa della possibilità che i rimborsi anticipati alterino i flussi di cassa sulle **collateralized mortgage obligation (CMO)**, non è possibile determinare in anticipo la relativa data di scadenza finale o la vita media. Inoltre, il portafoglio potrebbe subire perdite qualora le garanzie collaterali sulle CMO o eventuali garanzie di terzi fossero insufficienti per onorare i pagamenti.

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Regno Unito – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158). **Germania** – Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), con sede legale a 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano), con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, è registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo

CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

Giappone – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di base ai mandati offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati discrezionali di gestione o di consulenza di investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionale (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi ecc. Si

raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), aderente a: The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

Stati Uniti – I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei Fondi Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO BANCARIO

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori.

I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si

raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento.

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni rese disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le tesi espresse non riflettono i giudizi di tutti i team di investimento di Morgan Stanley Investment Management (MSIM), né le opinioni dell'azienda nel suo complesso e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Ciò nonostante, non abbiamo verificato tali informazioni e non rilasciamo dichiarazione alcuna circa la loro correttezza o completezza.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale, redatta esclusivamente a scopi informativi ed educativi e che non costituisce un'offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una specifica strategia d'investimento. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenziari. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di costoro. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Mercati Creditizi Globali–Prospettive

Aspettando Godot

Per gli investitori nel settore del credito le recessioni sono un momento di crisi: le insolvenze aumentano e i prezzi di mercato scontano tassi di default maggiori. Nel 2015/16 il mercato si aspettava una recessione che non si è verificata, e sembra che anche nel 2019 sarà il concretizzarsi o meno dei pericoli che sono oggi prezzati dai mercati a determinare il successo della performance di investimento. L'evoluzione dei cicli economici segue fasi ben determinate ma la tempistica è essenziale, per questo motivo a nostro avviso le valutazioni attuali dei mercati creditizi rappresentano un'opportunità interessante considerandone il rischio. Oggi nei mercati si aspetta Godot, come nella commedia di Samuel Beckett, che per la seconda volta non si fa vedere.



RICHARD FORD
Managing Director
Global Fixed Income Team



RICHARD LINDQUIST
Managing Director
Global Fixed Income Team



WARREN MAR
Managing Director
Global Fixed Income Team



JOSEPH MEHLMAN
Managing Director
Global Fixed Income Team

L'anno in corso si conclude con spread in ampliamento e mercati impegnati a cercare di indovinare il momento in cui avverrà la prossima contrazione economica, che farebbe salire i tassi di insolvenza e il livello di debito delle aziende. All'inizio del 2018, grazie alla riforma fiscale negli Stati Uniti, al ritorno della fiducia

L'opportunità deriva dal fatto che la crescita globale potrebbe stabilizzarsi e Godot (la recessione) potrebbe non arrivare neppure questa volta

in Europa e all'accelerazione della crescita sincronizzata, le prospettive dell'economia globale erano rosee. In seguito, però, i timori sul quadro macroeconomico hanno determinato una revisione al ribasso sulle aspettative della crescita globale. Al cambiamento del sentimento hanno contribuito le tensioni commerciali e geopolitiche, i timori legati all'aumento dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, le manovre dei governi populistici che hanno minato la disciplina fiscale e vari eventi locali che hanno penalizzato i titoli di Stato di alcuni Mercati Emergenti. Nel 2018 anche i venditori sul lato del credito hanno rappresentato un fattore tecnico. A seguito di rendimenti ai minimi storici nel primo trimestre, e di spread creditizi sui livelli più bassi dell'ultimo periodo, la fiducia nei rendimenti offerti dalle obbligazioni è stata scarsa.

I rischi per il 2019 sono noti, credibili, ampiamente discussi e probabilmente già scontati nei prezzi. Tuttavia, l'opportunità deriva dal fatto che la crescita globale potrebbe stabilizzarsi e Godot (la recessione) potrebbe non arrivare neppure questa volta. In questo scenario l'aumento del premio al rischio sistemico non è giustificato a fronte dei tassi di insolvenza sempre bassi, degli utili delle aziende in costante aumento, dei rendimenti più elevati che sostengono la domanda di obbligazioni governative e societarie e del clima di fiducia che tiene alta la liquidità dei mercati.

A seguito del forte periodo di recessione iniziato dopo la crisi finanziaria del 2008, la fase di espansione attuale prosegue da un periodo piuttosto lungo in termini storici, ma non senza precedenti. Gli investitori nel settore del credito temono le insolvenze e parlano della recessione come gli inglesi parlano del tempo: è sempre un argomento di conversazione e, se oggi non piove, domani sicuramente piovierà.

La nostra tesi è che molte delle previsioni più negative dei mercati non si avvereranno. Ci aspettiamo infatti una crescita prossima alle stime di consenso del 2,5% negli Stati Uniti, nuovi stimoli in Cina per reagire agli impatti negativi delle tariffe commerciali, una politica monetaria attenta a non causare un "atterraggio duro" dell'economia americana e l'attenuazione delle manovre dei governi populistici in seguito alle reazioni delle organizzazioni internazionali e dei mercati. Se queste previsioni dovessero avverarsi gli spread creditizi scenderebbero in tutti i mercati, e ciò vorrebbe dire che ancora una volta Godot si farà aspettare.

L'aumento dei livelli di indebitamento denominato in dollari delle società e l'espansione del mercato delle obbligazioni con rating BBB sono altre due fonti di preoccupazione per gli investitori del settore, alcuni dei quali considerano un alto livello di indebitamento il segnale che i mercati si trovano nella fase conclusiva del ciclo di espansione economica. Tuttavia, i tassi d'interesse bassi rendono i prestiti più accessibili e convenienti e quindi a nostro avviso ci troviamo ancora nella fase centrale del ciclo (cfr. *Figura 1*).

Il valore assoluto del debito da rifinanziare e, in seguito, da rimborsare, merita invece un'analisi più attenta. Considerando che gli utili continuano a crescere e i free cash flow si mantengono elevati, i livelli di debito delle aziende appaiono ragionevoli alla luce della trasformazione delle loro strutture di capitale, caratterizzata dall'aumento del livello di rischio. Questo scenario dipenderà da due fattori generali, cioè l'assenza di un atterraggio duro dell'economia e l'appartenenza a settori non esposti a rischi che potrebbero influire sull'attuale modello di business.

Facciamo notare che molte società possiedono la flessibilità strategica necessaria per far fronte ad eventuali revisioni al ribasso dei budget attuali. Per ridurre il livello del debito, negli ultimi tempi le imprese hanno fatto ricorso alla vendita di attivi e al taglio dei dividendi, il che dimostra la capacità e la volontà di adottare misure favorevoli ai detentori di obbligazioni.

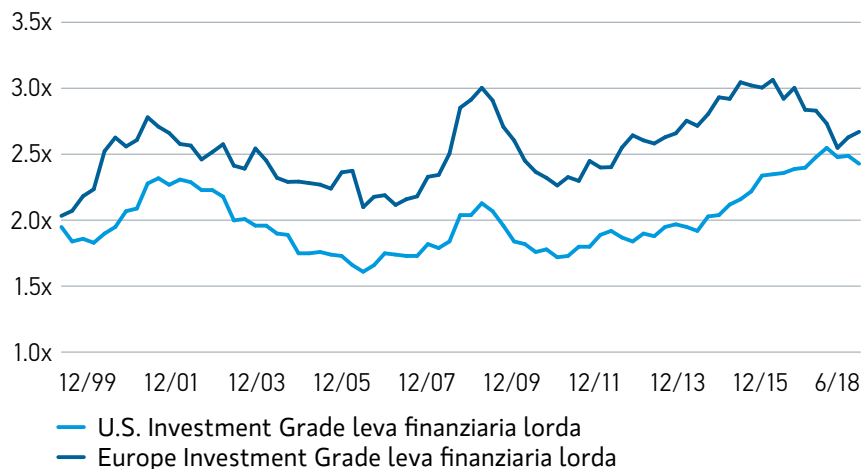
Tre importanti considerazioni per il settore creditizio

1. Le attività favorevoli agli azionisti, come le operazioni di fusione e acquisizione (M&A), sono la norma nella fase di espansione del ciclo economico. Queste operazioni richiedono fondi, e quando le società decidono di finanziarsi sul mercato del debito investiamo nei titoli da loro emessi (solitamente a sconto sul valore nominale), in quanto riteniamo che la riduzione del debito sia un obiettivo che accomuna gli interessi di obbligazionisti e azionisti.
2. La rivoluzione tecnologica sta accelerando a velocità esponenziale e anche nel 2019 sarà difficile evitare i settori e gli emittenti maggiormente penalizzati dai cambiamenti in atto. Tra questi possiamo citare, ad esempio, la velocità della trasformazione nel settore automobilistico con il passaggio da macchine a benzina/diesel a quelle elettriche e a guida autonoma, l'impatto degli acquisti on-line sul settore della distribuzione al dettaglio, la blockchain che potrebbe intervenire in materia di intermediazione finanziaria e le innovazioni legate alla "Smart Home": tutti questi sviluppi hanno conseguenze, dirette o indirette, per determinate imprese.
3. Le società finanziarie europee continuano a ridurre il livello di rischio mediante la vendita di attivi e il rafforzamento degli indici patrimoniali in ottemperanza ai requisiti delle autorità regolamentari, il che è positivo per i detentori di obbligazioni. La corretta selezione di settori ed emittenti sarà pertanto di cruciale importanza nei prossimi anni, con l'evolversi di tendenze di comportamento basate sia su fattori generazionali che industriali.

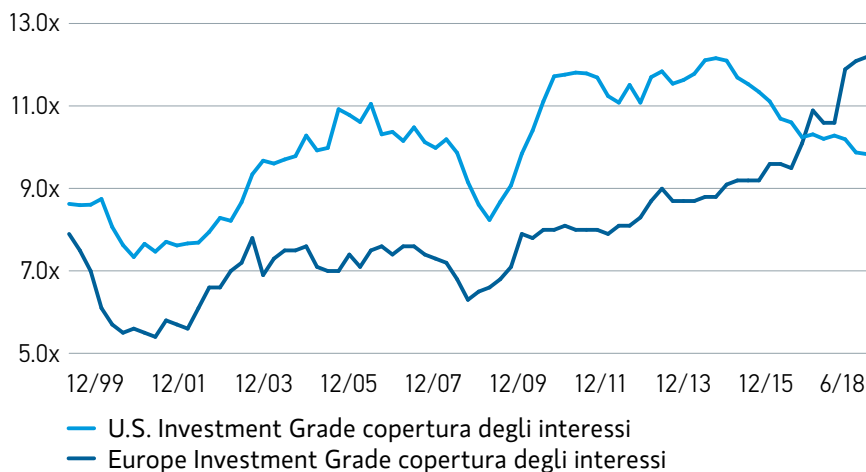
FIGURA 1

Leva finanziaria lorda e copertura degli interessi

Leva finanziaria lorda



Copertura degli interessi



Fonte: Morgan Stanley Investment Management, Bloomberg. Dati da dicembre 1999 a ottobre 2018.

Fattori tecnici e valutazioni

Tuttavia, i fondamentali non saranno l'unico motore trainante dei rendimenti nel 2019, anche i fattori tecnici e le valutazioni giocheranno un ruolo di primo piano. La prima regola per investire con successo nel credito societario è minimizzare le insolvenze e massimizzare i rendimenti legati alla volatilità dei prezzi.

Oggi le valutazioni dei titoli investment grade statunitensi ed europei sono interessanti sia su base storica che in base all'analisi break-even rispetto ai valori risk-free, nonché in funzione della probabilità di insolvenza stimata. Come recita l'antico detto, non esistono investimenti buoni o cattivi, ma soltanto valutazioni buone o cattive. Le valutazioni europee si sono riportate

sui livelli del primo trimestre 2016 e gli spread statunitensi sono ai livelli di metà o fine 2016. A fine ottobre, il punto di pareggio per gli investimenti nel credito comporta un ampliamento dello spread sui tassi break-even a un anno di circa 36 punti base in EUR e di 26 punti base in USD, che per gli investitori rappresenta un significativo margine di protezione. A questi livelli, il rapporto rischio-rendimento degli investimenti in obbligazioni investment grade appare allettante, alla luce della combinazione di carry e limitati guadagni in conto capitale legati alla riduzione degli spread prevista dal nostro scenario di base.

Anche i fattori tecnici da cui dipende l'andamento del settore creditizio dovrebbero farsi più favorevoli nei prossimi mesi. Le aspettative sui livelli

di domanda e offerta continueranno ad essere importanti anche nel 2019. Le stime sull'offerta indicano che nel 2018 molti emittenti dei settori non finanziari hanno approfittato dei tassi bassi e degli spread ridotti per lanciare emissioni a lunga scadenza, fatte salve le anomalie legate alle operazioni di fusione e acquisizione. L'offerta delle banche dipenderà dalle nuove normative, particolarmente in Europa, ma mentre le emissioni di grado senior non privilegiate dovrebbero restare per lo più invariate, altre aree della struttura di capitale verranno probabilmente ridotte. Nel 2018 la domanda ha risentito dell'aumento dei costi di copertura dell'esposizione alle obbligazioni in USD per gli investitori che operano in valute di Paesi con tassi di riferimento più bassi. È probabile che anche nel 2019 questo costituirà uno dei principali contributi alla domanda. Ci attendiamo inoltre un impatto sulla domanda legato al livello del mercato, dato che i portafogli con copertura delle perdite tenderanno a investire negli strumenti con rendimenti assoluti più elevati. In sostanza, sebbene i livelli di domanda e offerta siano difficili da prevedere, nel complesso riteniamo che il quadro tecnico dovrebbe farsi più positivo nel 2019.

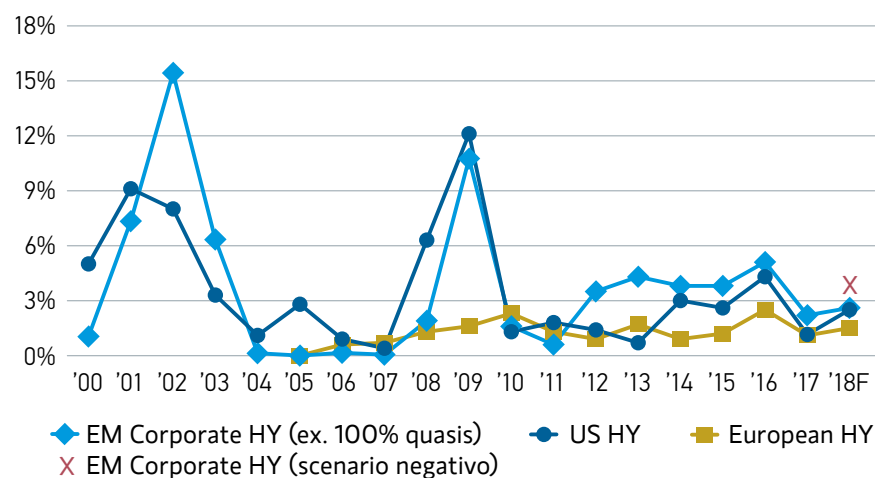
Analisi per Paesi e settori

A livello regionale l'Europa ha sottoperformato rispetto agli Stati Uniti nel 2018 a causa della minore solidità della sua economia. Ci aspettiamo un ribaltamento della situazione nel 2019, e la scelta di emittenti e settori fornirà un importante contributo alla performance. Sarà essenziale evitare le società con politiche sfavorevoli ai detentori di obbligazioni. Prediligiamo i settori regolamentati come servizi finanziari e servizi pubblici, le cui società hanno scarso spazio di manovra per aumentare il profilo di rischio.

Nel 2018 il segmento high yield ha esibito una tenuta relativamente buona grazie ad una componente di offerta limitata e alla domanda di rendimenti in una fase caratterizzata da bassi livelli di insolvenza (cfr. la *Figura 2*). Ci aspettiamo che questi temi continuino a fornire sostegno alla classe di attivi,

FIGURA 2

Tassi di insolvenza dei Mercati Emergenti rispetto ai Mercati Sviluppati



Fonti: Morgan Stanley Investment Management, J.P. Morgan. I tassi di insolvenza dei Mercati Emergenti comprendono le ristrutturazioni del debito a settembre 2018.

dal momento che i tassi d'insolvenza, nonostante siano previsti in rialzo, dovrebbero rimanere comunque bassi su base storica. Per le performance del 2019 il prerequisito fondamentale sarà la stabilità dei mercati azionari e del petrolio (uno dei principali settori high yield americani). Come accaduto per il segmento investment grade, nel 2018 anche le valutazioni dei titoli high yield americani sono scese, e oggi, alla luce di rendimenti offerti superiori al 7% e di uno spread di oltre 430 punti base, il rapporto rischio-rendimento appare allettante. Inoltre, è probabile che anche nel 2019 il livello dell'offerta rimarrà basso (nel 2018 è stato quasi del 40% inferiore rispetto al 2017, su base annua), offrendo ulteriore supporto tecnico al segmento.

Nel 2018 la domanda di prestiti è stata elevata, grazie alla disponibilità di obbligazioni a tasso variabile con protezione del capitale prevista nelle condizioni contrattuali. Anche se le generalizzazioni sono spesso errate, riteniamo che nel 2019 potrebbe verificarsi una sottoperformance dovuta a congiunzioni strutturali più deboli combinate a valutazioni meno allettanti, anche se il ricalcolo del tasso variabile dovrebbe favorire gli investitori. Qualora il nostro scenario di riferimento dovesse rivelarsi corretto e i tassi d'insolvenza restassero bassi, in questo caso non ci attenderemmo una performance negativa del settore, ma

poiché nel 2018 ha sovraperformato le altre classi di attivi ad oggi ravvediamo un minore potenziale di rialzo relativo.

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie dei Mercati Emergenti, le valutazioni sembrano allettanti in rapporto ai tassi di insolvenza stimati. Alla luce della nostra valutazione dei fondamentali creditizi, consideriamo eccessiva la correzione subita dagli spread delle obbligazioni societarie dei Mercati Emergenti nel 2018. La nostra fiducia nel settore del credito emergente è sostenuta dal miglioramento dei parametri (credito, azioni del management, ecc.) e dall'andamento delle società di queste regioni dopo la fine della crisi finanziaria globale. Questi progressi sono illustrati in particolare dal tasso di insolvenza stimato, che al momento sembra destinato a chiudere l'anno nettamente al di sotto del 2,5% che avevamo previsto a inizio anno, malgrado i problemi di natura locale di cui hanno risentito alcuni Paesi come Argentina e Turchia.

Uno dei temi più interessanti per il 2019 dovrebbe essere l'ampliamento degli spread dei titoli high yield dei Mercati Emergenti, alla luce delle aspettative sui tassi di insolvenza della regione che si mantengono basse e in linea con quelli dei Paesi Sviluppati. Inoltre riteniamo che la debolezza degli spread delle obbligazioni societarie investment

grade non sia giustificata, visto il miglioramento del profilo della qualità del credito nei Mercati Emergenti, che riteniamo si tradurrà in un aumento delle previsioni positive rispetto a quelle negative nel corso dei prossimi 12-18 mesi.

Conclusioni

I risultati del 2019 dipenderanno dalle aspettative su quando si concluderà

l'attuale ciclo di espansione economica. Nel nostro scenario di riferimento una recessione non costituisce un rischio immediato, per tale motivo riteniamo che gli spread del credito offrano buone opportunità di guadagno. La selezione di settori ed emittenti rivestirà un'importanza cruciale nel 2019, in quanto la rapidità dell'evoluzione tecnologica e dei nuovi trend comportamentali metterà in crisi

molti modelli di business di stampo tradizionale. Anche se per alcuni osservatori i mercati creditizi sono in una fase di "crisi", a nostro avviso diversi pericoli sono già scontati nei prezzi, e ci sono buone opportunità per realizzare rendimenti e limitare guadagni in conto capitale tramite un attento posizionamento in questa classe di attivi.

Considerazioni sui rischi

Reddito fisso I titoli obbligazionari sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse in rialzo, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. I **titoli a più lungo termine** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di calo dei tassi d'interesse, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. Determinati **titoli di Stato americani** acquistati dalla Strategia, come quelli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac, non sono garantiti dal "full faith and credit" (piena fiducia e credito) degli Stati Uniti. È possibile che in futuro questi emittenti non dispongano dei fondi per onorare i propri obblighi di pagamento. I prestiti bancari quotati sono soggetti al rischio di liquidità e ai rischi di credito tipici dei titoli con rating inferiori. Le **obbligazioni high yield (dette anche "junk bonds")** sono titoli con rating inferiori che possono comportare livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità. I **titoli di debito sovrani** sono soggetti al rischio di insolvenza. Il **mercato valutario** è altamente volatile e i suoi prezzi sono influenzati da diversi fattori, tra cui la dinamica della domanda e dell'offerta di una determinata valuta, il commercio, i programmi e le politiche fiscali, monetarie e di controllo della valuta nazionale o estera e le variazioni dei tassi d'interesse nazionali o esteri. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. Investire nei **Paesi Emergenti** comporta rischi maggiori che investire nei mercati esteri in generale. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere significativamente sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato. I **titoli vincolati e illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità).

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Regno Unito – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrato in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158). **Germania** – Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), e con sede legale a 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1

1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

Giappone – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni o offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite

degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d'investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIM non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), aderente a: The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

Stati Uniti – I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei Fondi Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO BANCARIO

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si

raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori.

I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento.

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni resi disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le tesi espresse non riflettono i giudizi di tutti i team di investimento di Morgan Stanley Investment Management (MSIM), né le opinioni dell'azienda nel suo complesso e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Ciò nonostante, non abbiamo verificato tali informazioni e non rilasciamo dichiarazione alcuna circa la loro correttezza o completezza.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale, redatta esclusivamente a scopi informativi ed educativi e che non costituisce un'offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una specifica strategia d'investimento. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenziari. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di costoro. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Visitate il nostro sito all'indirizzo **www.morganstanley.com/im**