



Prospettive 2019:  
debito Mercati Emergenti

## Buone prospettive per i Mercati Emergenti nel 2019



**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*

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.

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 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 avvocate. 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 petrolifere<sup>1</sup>, 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.<sup>2</sup> 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,

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

<sup>2</sup> 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.

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

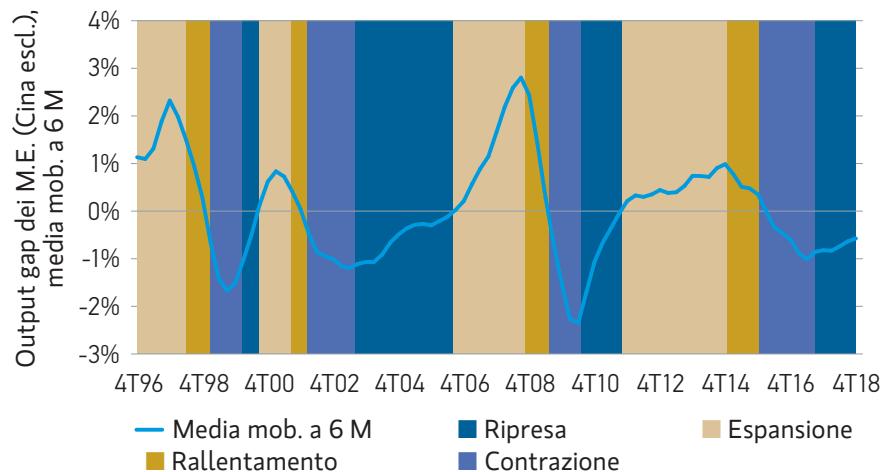
Oriente dovrebbero invece rallentare gradualmente verso il livello potenziale a causa dei crescenti problemi dal lato dell'offerta.

## La ripresa dei Mercati Emergenti (Cina esclusa) avvantaggia il reddito fisso 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

**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%
Espansione	2,3%	0,7%	-0,4%	-0,9%
Rallentamento	2,7%	-0,3%	-3,0%	-3,3%
Contrazione	1,5%	2,3%	-0,2%	1,5%

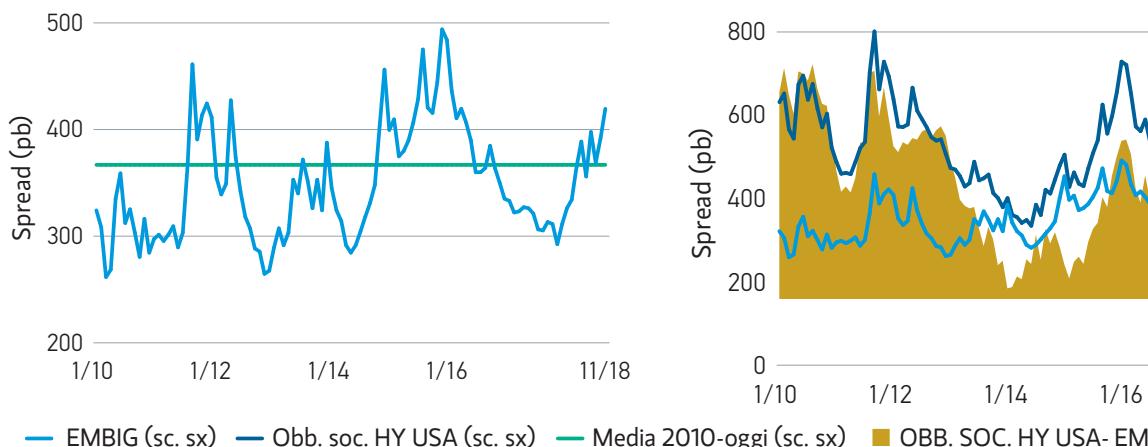
La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Si rimanda alla sezione Informazioni importanti per le definizioni degli indici.

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, Tailandia, Turchia e Sudafrica.

**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.

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

**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.

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 sovrapassare 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 idiosincratiche, dovrebbe produrre risultati migliori rispetto a una strategia beta-driven. Nelle sezioni successive sono contenute maggiori informazioni sul miglioramento (e peggioramento) degli indicatori dei singoli Paesi.

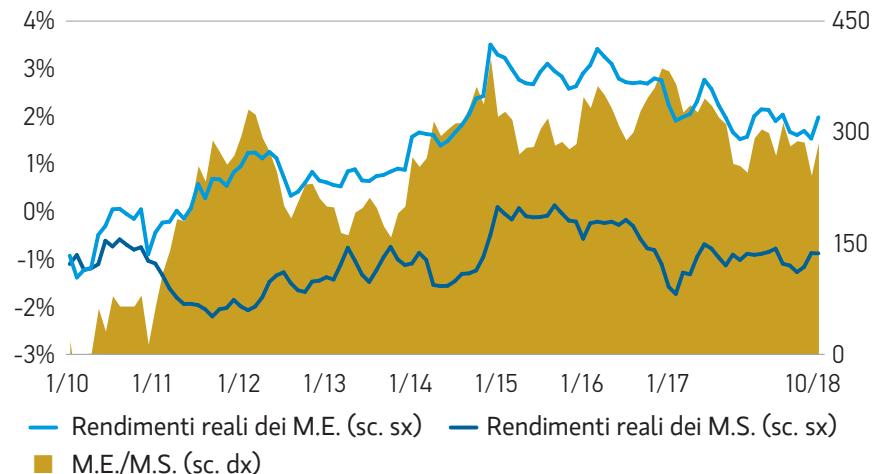
## Tutti i parametri di valutazione segnalano che gli spread dei titoli di Stato emergenti offrono buone opportunità

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 sovrapassare 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,<sup>3</sup> 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.

**FIGURA 5**

**Apprezziamo 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.

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:

- **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.
- **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 populisti 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

<sup>3</sup> "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.

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 tranches 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-fiscale 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.

**FIGURA 6**

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



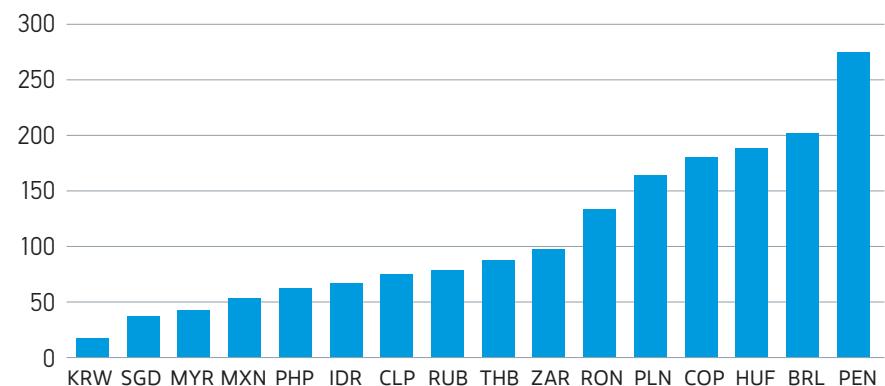
La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Si rimanda alla sezione Informazioni importanti per le definizioni degli indici.

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

**FIGURA 7**

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

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



Fonte: Bloomberg. Dati al 23 novembre 2018.

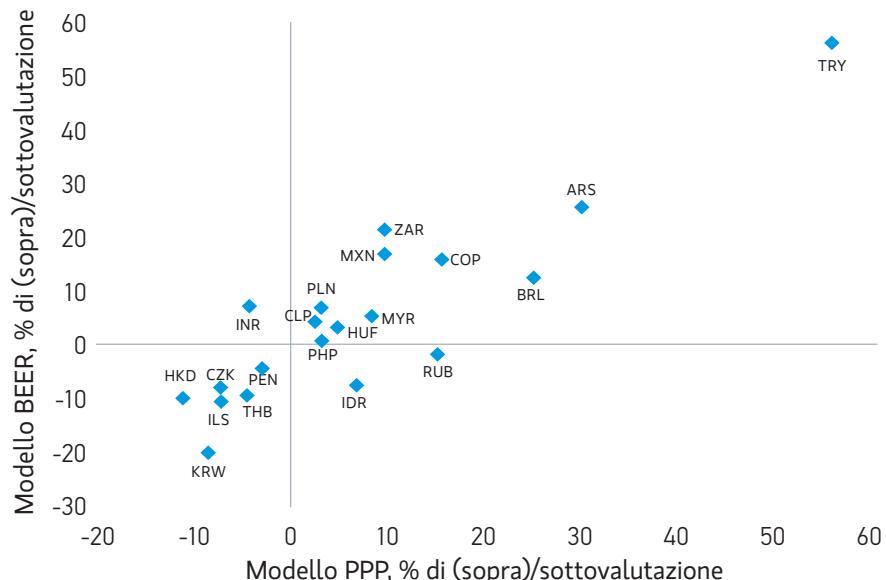
- **MESSICO** - Malgrado le valutazioni interessanti conserviamo un orientamento di prudenza sul Messico a causa delle recenti decisioni del governo (il referendum e la cancellazione del progetto di costruzione di un nuovo aeroporto già in programma da tempo) che potrebbero preludere a una virata populista e sollevano timori sulla disciplina fiscale e la stabilità dell'attuale programma politico.

### 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.

**FIGURA 8**

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

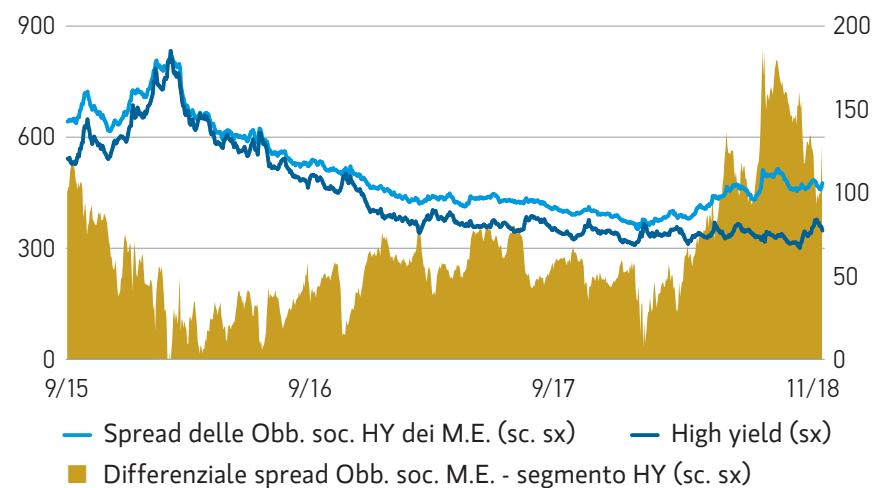


Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

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

**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.

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 valuta locale del Brasile potrebbero sovrapreformare 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 sovrapreformare l'anno prossimo grazie alla politica di prudenza fiscale e all'ortodossia della Banca Centrale di Russia, salvo un aggravamento delle tensioni geopolitiche

FIGURA 10

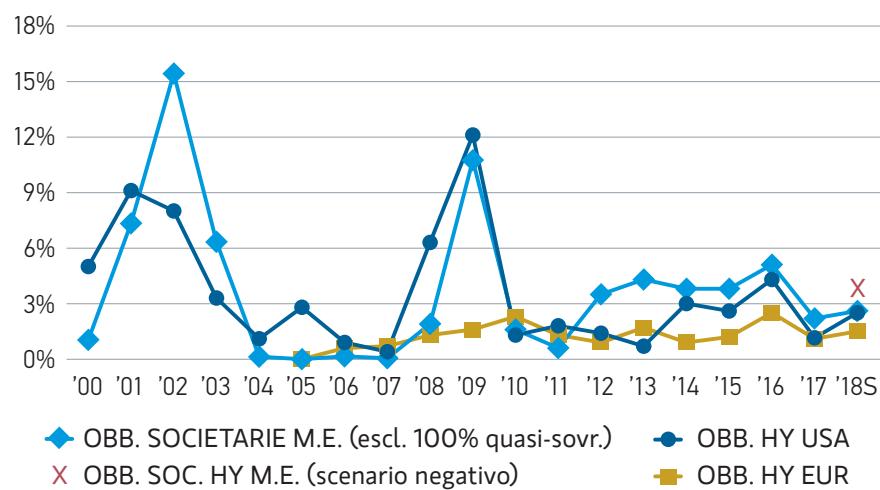
Parametri di valutazione delle obbligazioni societarie emergenti e ultime tendenze

	GLOBALE		ASIA		M.E. EUROPA		AMERICA LATINA		MEDIO ORIENTE E AFRICA	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
<b>CRESCITA</b>										
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%
<b>INDICI</b>										
Leva linda	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.

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.

(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.

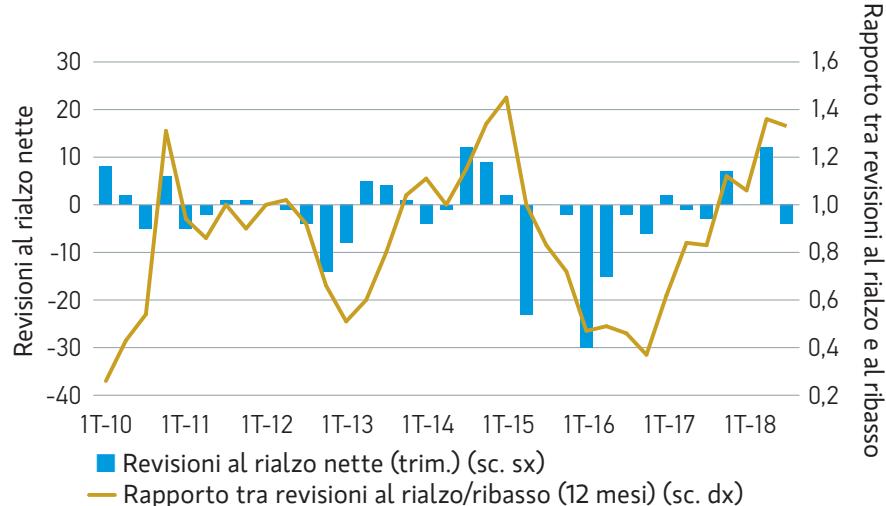
### Le valutazioni delle obbligazioni societarie emergenti sono allettanti in rapporto ai tassi di insolvenza stimati

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

**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.

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 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 tregua<sup>4</sup> 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 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.

<sup>4</sup> Ai sensi di questo accordo, gli Stati Uniti hanno sospeso il rincaro dei dazi su 200 miliardi di beni di importazione cinesi e la Cina si è impegnata ad aumentare le importazioni di prodotti agricoli, energetici e industriali americani. Per tre mesi le controparti negoziaranno condizioni di importanza strategica come l'accesso delle società statunitensi al mercato cinese, la tutela dei diritti di proprietà intellettuale, il trasferimento di tecnologie, ecc.

## 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 illiquid** 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: 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 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 i poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non imparisce 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, 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.

#### **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](http://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 ("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 resesi disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificate 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 licenziati. 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.

Visitate il nostro sito all'indirizzo [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)