

# Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT



Prospettive dei mercati  
creditizi globali per il 2019

## Aspettando Godot



**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*

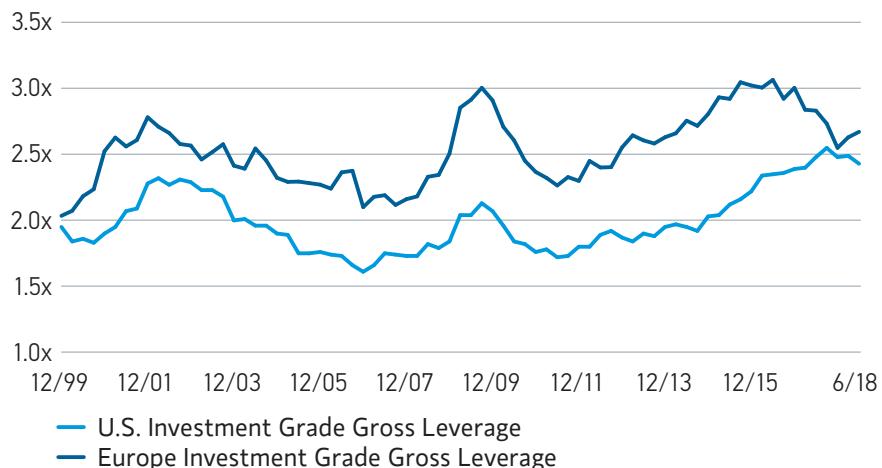
Per gli investitori nel settore del credito le recessioni sono un momento di crisi: le insolvenze aumentano e i prezzi di mercato scontano tassi di default maggiori. Nel 2015/16 il mercato si aspettava una recessione che non si è verificata, e sembra che anche nel 2019 sarà il concretizzarsi o meno dei 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.

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 in Europa e all'accelerazione della crescita sincronizzata, le prospettive dell'economia globale erano rosse. 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 populisti 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.

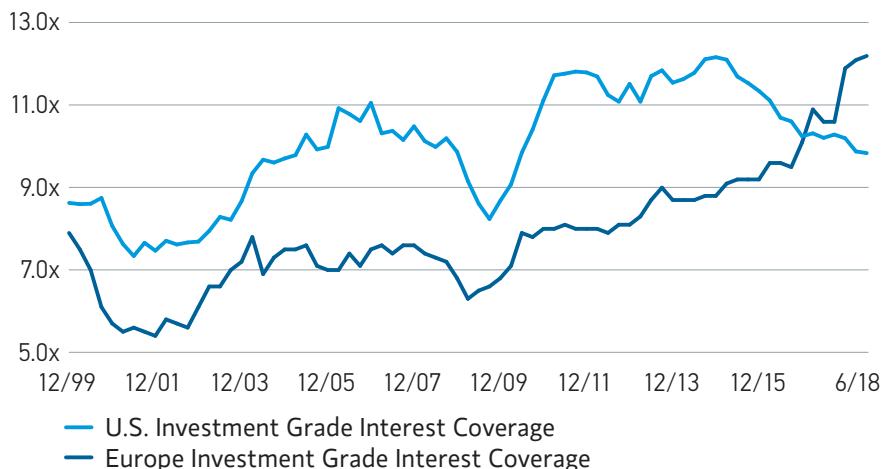
I rischi per il 2019 sono noti, credibili, ampiamente discussi e probabilmente già scontati nei prezzi. Tuttavia, l'opportunità deriva dal fatto che la crescita globale potrebbe stabilizzarsi e Godot (la recessione) potrebbe non arrivare neppure questa volta. In questo

## FIGURA 1 Leva finanziaria linda e copertura degli interessi

### Gross Leverage



### Interest Coverage



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

scenario l'aumento del premio al rischio sistematico 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 pioverà.

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 populisti 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.

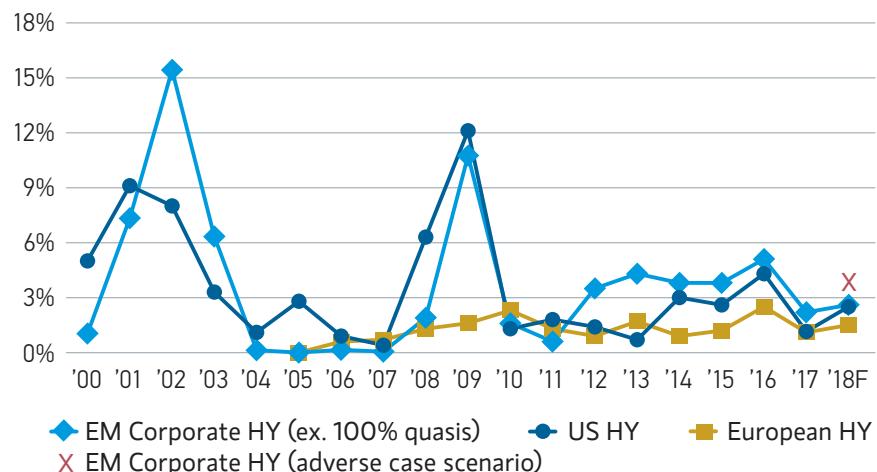
Considerando che gli utili continuano a crescere e i free cash flow si mantengono elevati, i livelli di debito delle aziende appaiono ragionevoli alla luce della trasformazione delle loro strutture di capitale, caratterizzata dall'aumento del livello di rischio. Questo scenario dipenderà da due fattori 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.

**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.

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.

### 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. Predilighiamo 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, 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, 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](http://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 resesi 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 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 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.

Explore our site at [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)