

## OUTLOOK DI MERCATO

2020  
VISION

## Cosa aspettarsi?

I nostri esperti, provenienti da tutto il mondo, condividono le loro opinioni sui mercati e sulle asset class di competenza per l'anno appena iniziato.

1

**MULTI-ASSET**

Non si tratta dei soliti sospetti

23

**EUROPEAN EQUITY**

Nuotare controcorrente

11

**FIXED INCOME**

Dalla revisione alla ripresa

29

**GLOBAL EMERGING MARKETS**

Il rallentamento della crescita prende piede in un mondo a 4 D

17

**EMERGING MARKETS DEBT**

Differenziazione più che duration

35

**GLOBAL CREDIT**

Un anno a due facce: i fattori tecnici sono temporanei, la qualità è permanente

## 1

**MULTI-ASSET****Non si tratta dei soliti sospetti**

La crescita economica globale sembra sufficientemente solida da evitare una recessione, ma il rallentamento è tale da spingere alcuni paesi ad implementare programmi di stimolo fiscale. Per il 2020, riteniamo che le opportunità più interessanti a livello di rendimenti potenziali non rientrino tra i soliti sospetti.



## 11

**FIXED INCOME****Dalla revisione alla ripresa**

Nel 2019, le banche centrali hanno operato tagli aggressivi ai tassi di interesse e hanno spinto al ribasso i tassi obbligazionari per evitare una recessione, che poi non si è mai realmente verificata. Riteniamo che le opportunità d'investimento nel 2020 riguardino i segmenti di mercato ciclici e con minore sensibilità ai tassi, già pronti ad una ripresa.



## 17

**EMERGING MARKETS DEBT****Differenziazione più che duration**

Quali dinamiche determineranno l'andamento delle obbligazioni dei Mercati Emergenti il prossimo anno? Il team Global Fixed Income illustra le sue aspettative su cosa accadrà nel 2020.



23

**EUROPEAN EQUITY**  
**Nuotare controcorrente**

In diversi momenti, investire nell'azionario europeo può sembrare come nuotare controcorrente. Il 2020 offre opportunità interessanti per chi è disposto a esaminarle. Perché le correnti cambiano.



29

**GLOBAL EMERGING MARKETS**  
**Il rallentamento della crescita prende piede in un mondo a 4 D**

Le nostre prospettive per il 2020 non sono né rialziste né ribassiste: sono solo realistiche. Riteniamo che le 4 D, ovvero Depopolamento, Declino della produttività, Deglobalizzazione e Debito di rilevanti proporzioni, comportino un rallentamento della crescita mondiale nel 2020.



35

**GLOBAL CREDIT**  
**Un anno a due facce: i fattori tecnici sono temporanei, la qualità è permanente**

Il 2019 è stato un anno alla "Riccioli d'Oro" per il credito. Sarà così anche nel 2020? Il team Global Fixed Income illustra le sue opinioni su un anno che dovrebbe offrire tante opportunità ai gestori attivi.





Outlook di mercato 2020: Multi-Asset

# Non si tratta dei soliti sospetti



ANDREW HARMSTONE

*Managing Director  
Global Balanced Risk Control Team*

Con l'inizio del 2020, la crescita economica mondiale sembra, da una parte, sufficientemente solida da evitare la recessione, ma dall'altra, abbastanza in rallentamento da spingere svariati governi a implementare programmi di stimolo fiscale. Sebbene l'economia statunitense continui a essere sostenuta dal buon andamento dei consumi e la Cina si stia stabilizzando grazie a stimoli solo modesti, riteniamo che le aree più interessanti esulino dai soliti sospetti: nel 2020 le opportunità sembrano presentarsi in regioni quali il Giappone e il Regno Unito, entrambe poco apprezzate per diversi anni.

## Stati Uniti: ritmo lento ma costante

Negli Stati Uniti il settore dei consumi registra un buon andamento, con una robusta crescita dell'occupazione e una forte crescita salariale, in particolare nell'ambito di posti vacanti a retribuzione minore che devono essere coperti a livello locale, come nel settore del tempo libero, dei servizi sanitari e dell'assistenza sociale. Le famiglie, che ora detengono un numero di titoli azionari quotati notevolmente superiore rispetto al passato grazie ai tassi d'interesse storicamente bassi offerti attualmente dalle banche, stanno inoltre beneficiando di un positivo effetto ricchezza sulla scia del forte rialzo dell'indice S&P nel corso del 2019.

Anche la domanda di abitazioni è in fase di aumento. A fronte di una compressione dei tassi ipotecari trentennali di oltre 100 punti base (pb) negli ultimi 12 mesi, la domanda di mutui si è impennata (*Figura 1*). Inoltre, quando si acquista una casa si acquistano anche arredi e altri prodotti e servizi correlati, il che sostiene ulteriormente la crescita e i consumi.

Negli Stati Uniti l'anello debole sono stati gli investimenti fissi, frenati dalle incertezze correlate ai dazi e da altre criticità idiosincratiche. Tuttavia, con l'inizio del 2020 ravvisiamo svariati fattori che potrebbero allentare queste pressioni:

- **GLI INVESTIMENTI ASSOCIATI AL PETROLIO** si sono ridotti a causa dei ribassi del 2018. Alla fine del 2019, a nostro avviso, il prezzo del petrolio si è stabilizzato, il che dovrebbe ridurre l'effetto negativo sull'economia di questo fattore. Si tratta di un elemento distinto da eventuali pressioni al rialzo sui prezzi petroliferi derivanti dalle tensioni geopolitiche manifestatesi all'inizio del 2020.
- **GLI INVESTIMENTI IN ATTREZZATURE** si erano complessivamente arrestati a causa della forte contrazione degli investimenti nel settore dell'aviazione in seguito agli incidenti aerei dei due Boeing 737 Max, che hanno innescato uno stop della produzione. Una stabilizzazione degli investimenti nel settore dell'aviazione dovrebbe

riportare in territorio positivo gli investimenti complessivi nel segmento delle attrezzature.

- **GLI INVESTIMENTI NEL CAMPO DELLA PROPRIETÀ INTELLETTUALE** stanno beneficiando del buon andamento dei settori basati sulla tecnologia.

La combinazione di queste rilevazioni con l'età avanzata delle attività fisse statunitensi e con gli sgravi fiscali

provvisori, ancora fruibili da parte delle aziende, sugli investimenti fissi a breve scadenza, ci induce a prevedere un livello costante o in modesto rialzo degli investimenti non residenziali nel 2020. La componente finale del PIL statunitense, la spesa pubblica, dovrebbe rimanere sostanzialmente invariata con un aumento nel settore difesa.

L'effetto netto di questi fattori è una crescita positiva, seppur modesta, negli

**FIGURA 1**

**L'abbassamento dei tassi ipotecari sta spingendo le vendite di immobili residenziali**



Fonte: Census Bureau, Federal Home Loan Mortgage Corporation, Haver, MSIM. Dati al 30 novembre 2019.

**FIGURA 2**

**La nostra previsione di crescita degli utili per azione per il 2020 è inferiore alle stime di consenso**



Fonte: Datastream, MSIM, dati al 30 settembre 2019. Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

Stati Uniti. Il nostro modello, che vede le sue origini nel 2004, ci suggerisce come scenario base una crescita degli utili per azione nel 2020 pari al 5,5% (*Figura 2*). La stima è basata su una crescita prevista del PIL pari al 2,1% e su un aumento dei riacquisti di azioni proprie del 3,5%. Ciò si discosta in misura significativa dal consenso degli analisti di mercato, che suggerisce una crescita degli utili per azione pari al 9,8%. Anche il nostro scenario più positivo prevede una crescita degli utili per azione pari solo all'8,0%. Tale divario implica che gli investitori che si aspettano una crescita degli utili in linea con le stime di mercato prezzate dagli attuali rapporti prezzo/utili potrebbero restare verosimilmente delusi.

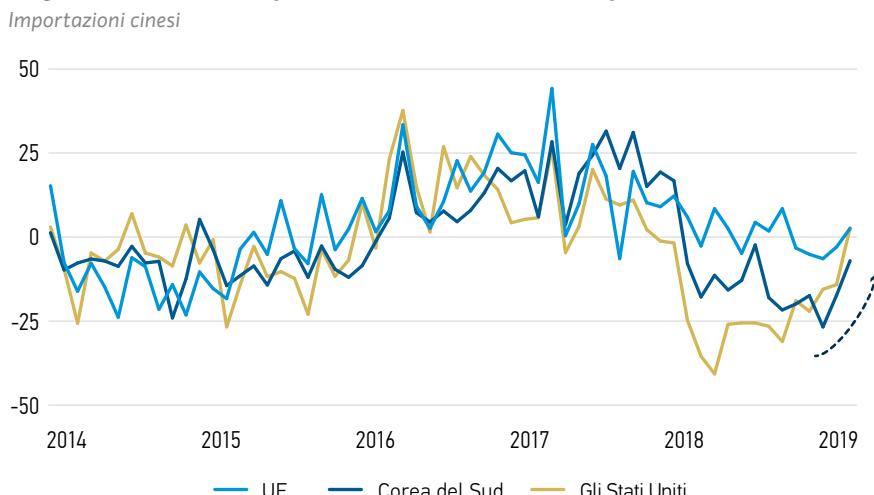
### Cina: Stimoli controllati per mantenere la stabilità

Sebbene il rallentamento della Cina segnali l'esigenza di uno stimolo, le politiche del governo si sono concentrate sulla transizione dal modello basato sugli investimenti indiscriminati ad uno basato su una crescita di maggiore qualità. Per equilibrare queste forze contrapposte, la Cina probabilmente continuerà ad applicare un programma di stimolo controllato che consenta all'economia di crescere a un ritmo moderatamente non molto superiore a quello attuale.

A novembre, la Banca popolare cinese (PBoC) ha inaspettatamente attuato un taglio da 5 pb del tasso sulle sue linee di credito a medio termine annuali, ha lanciato un pronto contro termine attivo a sette giorni del quale ha tagliato il tasso al 2,5% per la prima volta dal 2015 e infine ha abbassato i propri tassi annuali e quinquennali sui prestiti. A gennaio, la PBoC ha continuato il suo programma di stimolo iniettando 115 miliardi di dollari nel sistema finanziario del Paese. Ci aspettiamo che la PBoC continui con queste caute manovre espansive.

Sul fronte fiscale, due anni di interventi di riduzione del debito pubblico hanno lasciato alla Cina il margine per aumentare le misure di stimolo e per continuare a fissare una quota ragionevole per le emissioni obbligazionarie. Ciò offre

### FIGURA 3 Negli ultimi mesi le importazioni cinesi hanno riacquistato slancio



Fonte: Bloomberg, MSIM, dati al 30 novembre 2019.

alla Cina gli strumenti necessari per preservare la crescita. Tuttavia, per effetto del miglioramento dei PMI, dell'accelerazione nel settore dei servizi e dell'espansione dell'attività manifatturiera, che a novembre è avanzata al ritmo più rapido da tre anni, il governo cinese sembra meno preoccupato dall'eventualità che la crescita economica possa scendere sotto il 6%. Inoltre, le tensioni commerciali hanno iniziato ad attenuarsi come emerso da una ripresa delle importazioni cinesi negli ultimi mesi (*Figura 3*). Pertanto, con ogni probabilità, dovremmo assistere solamente a uno stimolo fiscale mirato con una persistente riforma strutturale.

### Resto del mondo: Anche in questo caso un'evoluzione verso le politiche di stimolo fiscale

Le aspettative di un rallentamento della crescita nelle due principali economie stanno finalmente promuovendo imponenti misure di stimolo fiscale, ma queste arrivano da aree geografiche meno scontate dagli investitori:

- **GIAPPONE:** 120 miliardi di dollari di stimolo fiscale (circa 1,9% del PIL) su 15 mesi
- **GERMANIA:** Grazie a un rassicurante avanzo di bilancio, il governo sta prendendo in considerazione una politica di stimolo fiscale oltre

al pacchetto da 60 miliardi di dollari per il clima recentemente annunciato. Tale pacchetto si aggiunge all'European Green Deal, che prevede oltre 100 miliardi di dollari di investimenti mirati

- **REGNO UNITO:** prevede di mettere in atto un programma di stimolo fiscale pari all'1,2-2,4% del PIL a partire dal mese di aprile 2020 per aiutare la ripresa dell'economia dopo il contraccolpo dell'incertezza generata dalla Brexit
- **COREA DEL SUD:** la legge di bilancio più espansiva dal 2008-2009, circa l'1,9% del PIL
- **INDIA:** programma di stimolo da 20 miliardi di dollari. A nostro avviso questi e altri analoghi pacchetti di stimoli dovrebbero dare slancio alla crescita globale, anche in assenza di interventi da parte degli Stati Uniti e della Cina.

### Prospettive: le azioni battono le obbligazioni...

La stabilizzazione dei dati manifatturieri, l'accelerazione della crescita del credito, una certa ricostituzione delle scorte in Asia e l'allentamento delle tensioni commerciali giocano tutti a favore di solidi fondamentali globali, con un certo potenziale slancio a seguito del passaggio dalle politiche di stimolo monetario a quelle di stimolo fiscale.

In generale le azioni sembrano più appetibili delle obbligazioni. I tassi d'interesse sono talmente bassi che sembrano prezzare una recessione e il posizionamento azionario rimane sbilanciato al ribasso. Di fatto, i deflussi dai fondi azionari degli investitori retail sono su livelli record, superiori a quelli del 2008 – una chiara indicazione di clima di sfiducia (di norma un indicatore positivo). Con il progressivo manifestarsi di segnali di una moderata crescita, è probabile che i rendimenti obbligazionari acquisiscano slancio, che le azioni registrino un rialzo e che gli investitori si spostino dalle obbligazioni alle azioni.

### ...in mercati con valutazioni ragionevoli

Malgrado i fondamentali solidi e il clima di sfiducia – che lascia intendere la possibilità di segnali positivi – gli investitori che operano sui mercati azionari dovrebbero mantenersi cauti. Le quotazioni di alcuni mercati, tra cui quello statunitense, indiano, taiwanese, sudcoreano, australiano e a livello mondiale, sembrano molto elevate. Se si osservano i rapporti prezzo/utili a 12 mesi su scala mondiale, gli Stati Uniti si collocano nel 95° percentile, secondi solo all'Australia.

Come già detto, il rapporto prezzo/utili negli Stati Uniti rispecchia una previsione di crescita degli utili del 9%, che a nostro avviso è eccessiva.

Altri mercati offrono un valore migliore. Molte delle regioni con prezzi interessanti, tra cui l'Europa, l'America Latina, il Regno Unito, la Cina, l'Europa orientale e in particolare il Giappone, sono risultate poco apprezzate per un certo periodo di tempo. Ecco le nostre implicazioni di posizionamento per i principali mercati.

### Reddito fisso: prospettive negative per gli attivi con duration lunga

I mercati obbligazionari stanno scontando una crescita estremamente lenta, se non addirittura una recessione. Riteniamo che la reazione del mercato sia stata eccessiva. In un contesto che vede il progressivo abbandono delle politiche monetarie aggressive da parte delle banche centrali

### SOVRAPPESO

**Regno Unito** La risoluzione dell'incertezza relativa alla Brexit dovrebbe sbloccare parte della domanda arretrata. Le revisioni degli utili hanno seguito un trend discendente per tre anni, ma osserviamo una ripresa nell'attività interna nel breve termine. Il dividend yield pari al 3,6% è interessante e le valutazioni convenienti, in particolare nel segmento mid cap.

**Giappone** Il miglioramento dei margini di profitto aziendali potrebbe consentire al Giappone di liberarsi della fama di "trappola del valore". Il pacchetto di stimolo da 120 miliardi di dollari è molto positivo e le valutazioni sono convenienti, con un miglioramento del ROE e un potenziale di rialzo del 10% del mercato azionario che lo riporterebbe al livello delle valutazioni relative del 2018 rispetto al resto del mondo.

### POSIZIONAMENTO NEUTRALE

**Asia** I fondamentali stanno lentamente migliorando, le valutazioni sono eque, ma il clima di fiducia resta ancora improntato alla cautela.

**Eurozona** La riduzione dei rischi legati al commercio, il Green Deal, la possibilità di ulteriori stimoli fiscali, le valutazioni neutrali e il prevalente clima di sfiducia (un indicatore positivo) rendono interessante l'Eurozona rispetto agli Stati Uniti, anche se meno allettante del Regno Unito o del Giappone.

### SOTTOPESO

**Stati Uniti** Nonostante la stabilità della crescita, sia il trend di crescita degli utili che le attività di riacquisto di azioni proprie stanno registrando una flessione, è improbabile che vengano attuate politiche di stimolo fiscale e le valutazioni sono tanto elevate da risultare scarsamente interessanti. Negli Stati Uniti il clima di fiducia è stato ragionevolmente positivo, il che di norma rappresenta un indicatore sfavorevole.

**FIGURA 4**

**Le obbligazioni sovrane dei Mercati Emergenti sono meno vulnerabili ai rialzi dei tassi**

#### LO SHERMAN RATIO\* (YIELD/DURATION)

		Più interessanti
1	ICE BofAML Global High Yield Index	1,41
2	ICE BofAML US High Yield 100 Index	1,24
3	ICE BofAML Global High Yield European Issuers Index	1,15
4	EMD Local Currency Sovereign Debt	0,98
5	EMD Hard Currency Sovereign Debt	0,68
6	Barclays U.S. Aggregate USD	0,37
7	Barclays U.S. Credit USD	0,37
8	Barclays U.S. Government USD	0,27
9	Barclays Euro Credit EUR	0,10
10	Barclays Euro Aggregate	0,02
11	Barclays Euro Government EUR	0,01

Menos interessanti

Fonte: Datastream, Bloomberg, MSIM, dati al 29 novembre 2019. Lo Sherman Ratio misura gli interessi attivi generati rispetto al rischio di tasso d'interesse assunto (l'aumento percentuale dei tassi necessario per annullare il rendimento).

e il rafforzamento della crescita tramite gli stimoli fiscali, prevediamo pressioni al rialzo sui rendimenti, che rappresentano un fattore negativo per i titoli a più lungo termine. Al contempo, negli Stati Uniti cresce la probabilità di un rialzo dell'inflazione, sostenuta sia dall'aumento delle retribuzioni che dagli effetti residui delle tensioni commerciali.

Manteniamo il sottopeso alle obbligazioni sovrane dei Mercati Sviluppati, in particolare nei titoli di alta qualità a duration elevata, mentre sovrappesiamo il debito dei Mercati Emergenti (ME). A fronte della probabilità di un irripidimento della curva dei rendimenti statunitense, della convenienza delle valute emergenti e della duration delle obbligazioni in valuta forte superiore a quella dei titoli in valuta locale, predilegiamo inoltre le obbligazioni in valuta locale rispetto a quelle in valuta forte.

La *Figura 4* ne spiega il motivo. Gli Sherman Ratio di queste obbligazioni – gli interessi attivi generati rispetto al rischio di tasso d'interesse assunto

o l'aumento percentuale dei tassi che annullerebbe il rendimento – prediligono chiaramente le obbligazioni high yield e sovrane dei Mercati Emergenti.

### Sintesi: un anno destinato agli investitori attenti

I fondamentali dignitosi ma non eccezionali previsti in tutto il mondo sembrano destinati a rendere il 2020, nel complesso, un anno all'insegna di una crescita lenta ma stabile. Tuttavia, il potenziale di rendimento dei vari mercati presenta ampie differenze in considerazione delle circostanze eccezionali di ognuno di essi. Inoltre, la prima settimana del 2020 ha dimostrato l'impossibilità per gli investitori di prevedere in che misura determinati eventi siano in grado di danneggiare i mercati, di far aumentare la volatilità e, nel caso dell'escalation delle tensioni tra Stati Uniti e Iran, di determinare un brusco aumento delle quotazioni petrolifere e della domanda di beni rifugio. Il nostro processo ci consente di modificare in modo flessibile la nostra

asset allocation nel caso di un perdurare di tali fasi, pertanto intende proteggere i portafogli dalla volatilità al ribasso. In alternativa, abbiamo la possibilità di esaminare quella che potrebbe rivelarsi solo volatilità di breve termine. Al momento della redazione di questo testo, confermiamo un'esposizione prudente agli attivi di rischio e un'esposizione leggermente più elevata all'oro, che consideriamo una copertura contro i rischi geopolitici, poiché continuiamo a monitorare gli sviluppi della situazione.

Con il progressivo ritorno dell'enfasi sui fondamentali sottostanti, a nostro avviso gli investitori troveranno opportunità particolarmente interessanti nelle azioni giapponesi e britanniche (soprattutto nel segmento mid cap del Regno Unito) rispetto all'Eurozona e agli Stati Uniti. Nell'ambito dell'obbligazionario, riteniamo che le obbligazioni in valuta locale dei Mercati Emergenti offrano opportunità più allettanti rispetto a quelle investment grade e high yield o alle obbligazioni a lunga duration.

## Considerazioni sui rischi

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento della strategia venga 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. Inoltre, la strategia può essere esposta ad alcuni rischi aggiuntivi. Esiste il rischio che, in base alle effettive condizioni di mercato, **la metodologia e le ipotesi di asset allocation** elaborate dal Consulente per i portafogli sottostanti si rivelino errate e che il portafoglio non raggiunga il suo obiettivo d'investimento. I corsi azionari tendono inoltre a essere volatili e la possibilità di subire perdite è significativa. Gli investimenti del portafoglio in **certificati legati alle materie prime** comportano rischi notevoli, ivi compreso il rischio di un sensibile deprezzamento del capitale investito. In aggiunta ai rischi inerenti alle materie prime, tali investimenti sono esposti a rischi specifici, quali il rischio di perdita di capitale e interessi, l'assenza di un mercato secondario e il rischio di livelli superiori di volatilità, che non interessano i tradizionali titoli azionari e di debito. Le oscillazioni dei cambi potrebbero annullare i guadagni generati dagli investimenti o accentuare le perdite.

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). In un 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. In un contesto di tassi d'interesse al ribasso, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore.

I **titoli con scadenze più lunghe** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. 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, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato.

I **titoli delle società a bassa capitalizzazione comportano rischi particolari**, come l'esiguità delle linee di prodotto, dei mercati e delle risorse finanziarie, e possono registrare una maggiore volatilità di mercato rispetto a quelli di società più consolidate di dimensioni maggiori. I rischi associati agli investimenti nei **mercati emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei mercati sviluppati esteri.

Le azioni degli **exchange traded fund (ETF)** comportano molti dei rischi associati agli investimenti diretti in azioni ordinarie od obbligazioni e il loro valore di mercato oscilla al variare del valore dell'indice sottostante. Investendo in ETF e in altri Fondi d'investimento, il portafoglio assorbe sia le proprie spese che quelle degli ETF e dei Fondi d'investimento nei quali investe. La domanda e l'offerta di ETF e di **Fondi d'investimento** potrebbero non essere correlate a quelle dei titoli sottostanti.

Gli **strumenti derivati** possono essere illiquidi, amplificare in misura più che proporzionale le perdite e avere un impatto negativo potenzialmente rilevante sulla performance del portafoglio. L'uso della **leva finanziaria** può accentuare la volatilità del Portafoglio. La **diversificazione** non protegge dalle perdite in un particolare mercato, tuttavia permette di distribuire il rischio tra le varie classi di attività.

## DEFINIZIONI

Il **buyback**, o riacquisto di azioni proprie repurchase, è l'operazione di acquisto delle proprie azioni in circolazione da parte di una società per ridurre il numero di azioni disponibili sul mercato aperto. Le società riacquistano le proprie azioni per una serie di motivi, ad esempio per aumentare il valore delle restanti azioni disponibili riducendo l'offerta o per impedire ad altri azionisti di assumere il controllo di una quota maggioritaria.

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.

Il **tasso di crescita degli utili per azione (EPS)** è definito come gli utili totali divisi per il numero di azioni circolanti. Le società utilizzano spesso una media ponderata delle azioni in circolazione nell'arco del periodo di rendicontazione. L'EPS può essere calcolato per l'anno precedente ("trailing EPS"), per l'anno corrente ("current EPS") o per l'anno successivo ("forward EPS"). Si fa presente che l'EPS dell'anno precedente sarebbe effettivo, mentre l'EPS per l'anno corrente e l'EPS per quello successivo rappresenterebbero delle stime.

**Rapporto prezzo/utili (P/E)** indica la quotazione di un'azione divisa per i rispettivi utili per azione nei 12 mesi precedenti. Talvolta detto anche multiplo, il P/E offre agli investitori un'idea del prezzo che pagano a fronte della capacità di generazione di utili di una società. Più alto è il P/E, più gli investitori pagano e più si aspettano una crescita degli utili maggiore. L'indice dei direttori degli acquisti (PMI) è un indicatore dello stato di salute economica del settore manifatturiero. L'indice PMI si basa su cinque indicatori principali: nuovi ordini, livelli di scorte, produzione, consegne dei fornitori e quadro occupazionale.

**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 esso generato mediante il capitale investito dagli azionisti.

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 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. **L'Indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate** replica la performance di tutti i Treasury, titoli emessi da agenzie del governo degli Stati Uniti, titoli di debito societari investment grade, titoli garantiti da ipoteca di agenzia, titoli garantiti da collaterale e titoli garantiti da ipoteche commerciali. **L'Indice Bloomberg Barclays U.S. Credit** misura l'andamento del mercato dei titoli obbligazionari societari e di Stato investment grade, denominati in dollari statunitensi, a tasso fisso e fiscalmente imponibili. È costituito dall'Indice US Corporate e da una componente non societaria che comprende agenzie estere, enti sovrani, sovranazionali e locali. **L'Indice Bloomberg Barclays U.S. Government/Credit** replica la performance di titoli di Stato e di obbligazioni societarie, tra cui titoli di agenzie federali statunitensi e Treasury, nonché obbligazioni societarie e bond "Yankee". **L'Indice Bloomberg Barclays Euro Credit** è una componente obbligazionaria del principale benchmark ad ampia base che misura il mercato obbligazionario investment grade, denominato in euro e a tasso fisso, incluse le emissioni di treasury, governative, societarie e cartolarizzate. L'inclusione si basa sulla valuta di denominazione di un'obbligazione e non sul paese di rischio dell'emittente. **L'Indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond** è il principale benchmark ad ampia base che misura il mercato obbligazionario investment grade, denominato in euro e a tasso fisso, incluse le emissioni di treasury, governative, societarie e cartolarizzate. L'inclusione si basa sulla valuta di denominazione di un'obbligazione e non sul paese di rischio dell'emittente.

## 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 resesi 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.

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 resesi 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 attendibili. 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 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.

## Le performance passate non sono garanzia 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 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.**

**Irlanda:** Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublino 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. **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, Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Frankfurt am Main, Deutschland (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 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. **Swizzera:** 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. Una 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 è da considerarsi un invito alla sottoscrizione o all'acquisto, in via diretta o indiretta, 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 è 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. Il presente materiale non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. **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.

**Taiwan:** Questo materiale viene fornito a scopo esclusivamente informativo e non costituisce una sollecitazione ove tale sollecitazione è vietata dalla legge. Non tutti i prodotti menzionati nella presente comunicazione sono stati registrati presso il Securities and Futures Bureau della Financial Supervisory Commission di Taiwan, Repubblica di Cina ("ROC") ai sensi delle leggi e delle normative vigenti in materia di valori mobiliari. Tali prodotti possono essere resi disponibili nella ROC solo se (a) sono registrati per la vendita al pubblico nella ROC o (b) sono resi disponibili per il collocamento privato a istituti finanziari specifici e altre persone fisiche e giuridiche idonee ai sensi delle disposizioni in materia di collocamento privato di cui alla normativa della ROC che disciplina i fondi esteri.

**Corea:** Il presente documento non costituisce un'offerta di valori mobiliari in Corea e non deve essere in alcun caso interpretato come tale. Non si garantisce l'idoneità dei destinatari del presente documento ai sensi delle leggi coreane, compresi, a mero titolo esemplificativo, la Legge sulle transazioni valutarie e i relativi regolamenti. Il fondo o fondi menzionati nel presente documento non sono necessariamente registrati presso la Financial Services Commission coreana ai sensi del Financial Investment

Services and Capital Markets Act e non possono essere offerti, direttamente o indirettamente, in Corea o a qualsivoglia residente coreano se non in conformità alle leggi e ai regolamenti vigenti in Corea.

**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 d'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; 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 2,20% 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, Giappone, 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, Londra E14 4QA.

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 ai 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 Ireland 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.

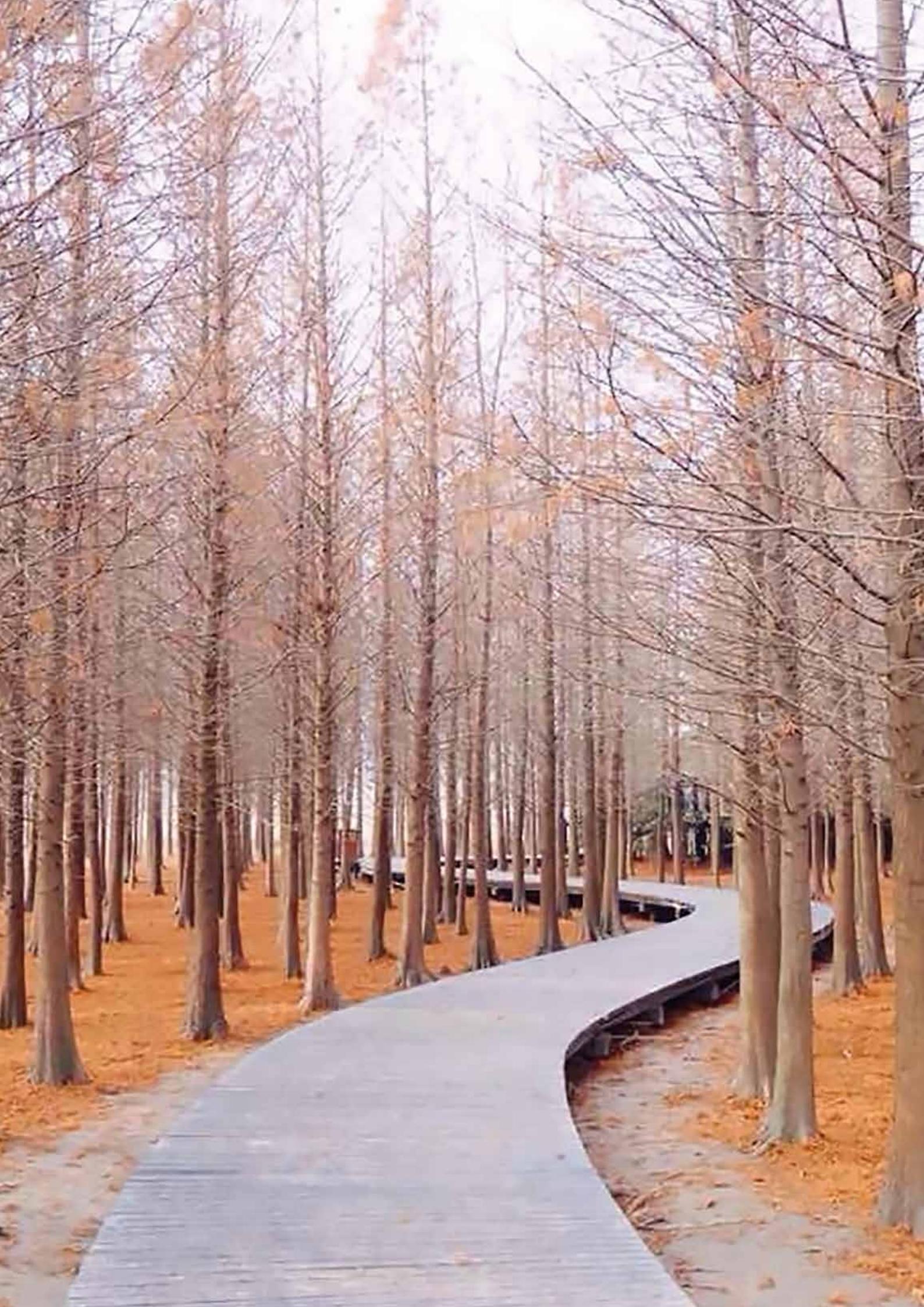
Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

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 prevalente. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.





Outlook di mercato 2020: Fixed Income

# Dalla revisione alla ripresa

A nostro avviso, il 2019 è stato ciò che definiamo una “revisione di metà ciclo”: la Federal Reserve (Fed) statunitense ha tagliato i tassi di interesse tre volte, la spesa in conto capitale ha raggiunto il punto di svolta e il PIL globale ha registrato un rallentamento. La cattiva notizia entrando nel 2020 è che i rendimenti sono bassi e gli investitori hanno investito su duration lunga, un notevole rischio considerando che la Fed probabilmente resterà in disparte e non ridurrà i tassi nel 2020. La buona notizia potrebbe essere il recupero della spesa in ricerca e sviluppo e negli investimenti in conto capitale dal momento che il settore ciclico dell'economia sembra essere sul punto di svolta. Tutto sommato, ci aspettiamo che la Fed lasci che l'economia statunitense si “surrisaldi” nel 2020, trainata da una modesta ripresa ciclica nel corso dell'anno.



**JIM CARON**  
Head of Global Macro  
Strategies Global  
Fixed Income

## Una revisione di metà ciclo

I corsi di base di economia ci insegnano che le economie funzionano in cicli a quattro fasi abbastanza prevedibili: espansione, rallentamento, contrazione, ripresa e poi nuovamente espansione. Il timing dei cicli varia tra mercati e settori, ma i dati manifatturieri e sulla fiducia dei consumatori fanno emergere con chiarezza che in chiusura d'anno gli Stati Uniti si trovano in area di contrazione. I dati manifatturieri sono considerati un indicatore affidabile dello stato di salute dell'economia in generale e a novembre 2019 l'indice ISM del settore manifatturiero si attestava a 48,1 punti e al di sotto delle attese, laddove eventuali rilevazioni inferiori a 50 punti indicano una contrazione. Analogamente, l'indice della situazione attuale (Present Situation Index, PSI), basato sulla valutazione dei consumatori in merito alle attuali condizioni operative delle imprese e del mercato del lavoro, ha registrato una flessione per il quarto mese consecutivo.

Dopo aver aumentato i tassi per quattro volte nel 2018, la Federal Reserve li ha tagliati per tre volte nel 2019 nell'ambito della propria “revisione di metà ciclo”. L'ultima revisione di metà ciclo risaliva al 1996, che potrebbe effettivamente fungere da modello per il 2020. Nel 1994, dopo una serie di rialzi dei tassi per un totale di 300 punti base, la Fed invertì la rotta e tagliò i tassi tre volte dal 1995 fino a gennaio 1996. L'istituto americano definì queste operazioni come “tagli preventivi”. Il risultato? Il dollaro statunitense (USD) perse quota, i rendimenti dei Treasury si mossero al rialzo e la curva dei rendimenti si irripidi. Da segnalare che i titoli ciclici conseguirono buone performance in quel contesto di ripresa globale sincronizzata.

## 2020: Ripresa ciclica

Considerato l'attuale contesto finanziario, nel 2020 prevediamo una ripresa ciclica per diverse ragioni. Come già osservato, il settore manifatturiero è in fase di contrazione ma sul punto di svolta. Sebbene il tragitto verso il punto di svolta possa sperimentare fasi di turbolenza, a nostro avviso i dati dovrebbero invertire rotta nel corso dell'anno in arrivo. L'economia globale beneficerà degli effetti favorevoli

della politica monetaria. Nel 2019, la BCE e le banche centrali di Stati Uniti, Giappone e Cina hanno tutte adottato politiche espansive, e la politica monetaria in genere necessita dai 6 ai 9-12 mesi per farsi strada nel sistema finanziario e portare ad un vero slancio.

A nostro avviso, data la politica accomodante adottata del 2019, la Fed rimarrà in attesa nel 2020, e l'unica deviazione potrebbe provenire da eventuali tagli dei tassi a fronte di rilevanti scossoni economici. Tuttavia, come menzionato, riteniamo che l'economia statunitense abbia raggiunto il punto di svolta e che sia prossima alla ripresa nel 2020. La spesa in conto capitale, compresa la spesa per tecnologia, gli indici ISM, PMI e della produttività sono tutti in aumento. Prevediamo una ricostituzione delle scorte e che il settore manifatturiero si riprenderà dal ristagno del settore dei beni di consumo. Sebbene le nostre attese non siano eccessivamente ottimistiche, non sono di certo negative. Riteniamo che nell'anno trascorso il rendimento dei Treasury USA decennali (UST) abbia toccato il minimo dell'1,45%, per cui prevediamo un rialzo al 2,00%, forse al 2,25%, nel 2020.

## Ostacoli in agguato: la guerra commerciale USA-Cina

La guerra commerciale USA-Cina resta irrisolta – e destabilizzante per i mercati globali. Sebbene l'amministrazione Trump non sembri aver fretta in merito alla conclusione delle trattative (sarà una tattica negoziale?), ci aspettiamo un accordo entro la fine dell'anno in corso o all'inizio del 2020. Tuttavia, in caso di introduzione di ulteriori dazi nei confronti della Cina entro la fine dell'anno, è importante capire che tali dazi non entreranno in vigore fino al 2020, offrendo praticamente alle parti più tempo per le trattative. Mentre ci troviamo in modalità “attendista”, a seguito delle guerre commerciali sull'economia globale si è indubbiamente posata un'atmosfera di incertezza.

## Attivi interessanti

I titoli con duration di alta qualità hanno conseguito performance particolarmente interessanti nel 2019, nello specifico i titoli investment grade e i Treasury USA. Tuttavia, riteniamo che gli investitori siano sovraesposti alla duration e che debbano prendere in considerazione posizioni meno sensibili ai tassi d'interesse. Riteniamo che vi sia un'opportunità di valore nel settore manifatturiero (in particolare nei segmenti automobilistico, dei prodotti chimici, dei trasporti, ecc.), dove gli

spread sono già ampi, rendendo tali attivi potenzialmente meno sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. Assumendo l'assenza di interventi della Fed, non prevediamo un forte aumento dei tassi di interesse nel 2020, favorendo un contesto in cui gli attivi a singola B offriranno probabilmente utili più elevati, miglioreranno il proprio merito creditizio e rappresenteranno un investimento interessante.

Nel segmento high yield, i titoli BB hanno conseguito risultati positivi nel 2019, mentre i titoli a tripla C, in particolare nel settore dell'energia, hanno registrato un andamento deludente. Crediamo però che il settore dell'energia si stabilizzerà nel 2020. In una prospettiva analoga, i mercati emergenti rappresentano una classe di attivi che prediligiamo per il 2020, poiché un rialzo della crescita globale, un leggero indebolimento del dollaro statunitense, cedole interessanti e una stabilizzazione del settore dell'energia renderanno sicuramente questi mercati attraenti nel 2020.

## Sintesi

In sintesi, l'unicità del 2019 è stata il fatto che le banche centrali hanno operato tagli aggressivi ai tassi di interesse e spinto al ribasso i tassi obbligazionari per evitare una recessione, che alla fine non si è mai

realmente verificata. Questa potrebbe essere stata una sorta di “polizza assicurativa” che meritava il premio pagato. Tuttavia, ha consentito di registrare performance notevoli nei settori sensibili ai tassi d'interesse dell'obbligazionario che potrebbero avere difficoltà nel caso di una pur modesta ripresa ciclica nel 2020. In altri termini, i rendimenti sono troppo bassi e gli spread ristretti probabilmente in tutti i punti sbagliati.

**“Riteniamo che le opportunità d'investimento si presentino nell'ambito di una rotazione verso i segmenti di mercato ciclici e con minore sensibilità ai tassi, dove le valutazioni sono, a nostro parere, particolarmente più interessanti.”**

### Considerazioni sui rischi

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). In un 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. In un contesto di tassi d'interesse al ribasso, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore.

I **titoli con scadenze più lunghe** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi 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. 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 bond")** 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 d'insolvenza. Il **mercato valutario** è altamente volatilee 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. 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.

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. 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, Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Frankfurt am Main, Deutschland (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 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, 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. Una 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 è da considerarsi un invito alla sottoscrizione o all'acquisto, in via diretta o indiretta, 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 è 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. Il presente materiale non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. **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 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 imparisce 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 2,20% 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, Giappone, 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, Londra 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.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale, redatta esclusivamente a scopi informativi ed educativi, 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.

**Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri.**

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.



**ERIC BAURMEISTER**  
*Head of Emerging Markets Debt  
Global Fixed Income*



**WARREN MAR**  
*Global Fixed Income*



**SAHIL TANDON**  
*Global Fixed Income*



**MARIANO PANDO**  
*Global Fixed Income*

Outlook di mercato 2020:  
Emerging Markets Debt

# Differenziazione più che duration

Riteniamo che nel 2020 la crescita globale si stabilizzerà, mantenendosi però al di sotto della media. Il nostro scenario di base prevede un contesto economico mondiale solo leggermente migliore di quello del 2019, il che significa che la politica monetaria globale continuerà ad essere in gran parte accomodante. Pur aspettandoci un ampliamento dei differenziali di crescita tra i Mercati Emergenti (ME) e i Mercati Sviluppati (MS) a sostegno degli attivi emergenti, ci aspettiamo che le obbligazioni dei ME offriranno rendimenti più contenuti rispetto all'ultimo anno, considerando il nostro giudizio sulle attuali valutazioni e i limitati margini di manovra di cui dispongono le autorità dei Paesi Sviluppati per adottare politiche monetarie espansive aggressive.



Sul fronte dei tassi locali, individuiamo le opportunità più interessanti nei paesi che mostrano dinamiche disinflazionistiche o una crescita stabile dei prezzi, e che offrono tassi reali elevati. Anche le valute dei Paesi Emergenti – che nel 2019 hanno sottoperformato il dollaro USA in termini relativi – potrebbero generare valore. Riteniamo, tuttavia, che le opportunità sui cambi potrebbero emergere nelle valute delle economie caratterizzate da riprese cicliche e solidi conti con l'estero.

Nelle obbligazioni in valuta forte le quotazioni sono meno interessanti, con opportunità limitate nel segmento investment grade e maggior valore nei titoli di Stato ad alto rendimento.

Quanto alle emissioni societarie dei Mercati Emergenti, le prospettive macroeconomiche favorevoli sosterranno i fondamentali creditizi, mentre il rigore finanziario che i loro management perseguiti ci induce a prevedere che i tassi d'insolvenza rimarranno bassi e idiosincratici. Di conseguenza, siamo convinti che ci sarà interesse a tornare alle emissioni high yield a scapito di quelle con rating investment grade e con una duration di maggiore qualità, privilegiate dal mercato nella seconda metà del 2019. Riteniamo che nel complesso i

rischi siano sbilanciati al ribasso, dati l'ottimismo già scontato sull'esito delle controversie commerciali e le tensioni amplificate e in crescita nelle economie emergenti che potrebbero alimentare il populismo e indebolire il processo di elaborazione delle politiche economiche.

#### **Una crescita in via di stabilizzazione, ma ancora sotto la media, richiede che la politica monetaria continui a essere espansiva**

Per il prossimo anno è opinione generale che l'economia globale si muoverà in un contesto di crescita più favorevole, in quanto l'attenuazione delle tensioni commerciali e la riduzione dei rischi politici creeranno un contesto più costruttivo per gli scambi commerciali e i flussi di investimenti. Le migliori prospettive di crescita potrebbero indurre un leggero irripidoamento delle curve dei rendimenti dei Mercati Sviluppati, mentre un rallentamento dell'economia statunitense rispetto al resto del mondo potrebbe portare all'indebolimento del dollaro USA. In tale scenario, gli attivi emergenti sensibili alla crescita – quali azioni, valute e obbligazioni societarie high yield – dovrebbero sovraperformare, mentre le emissioni societarie investment grade e i tassi locali di duration lunga dovrebbero essere penalizzati.

Pur considerando plausibile questa visione, non condividiamo l'ottimismo del mercato circa la probabilità che questo scenario si realizzi o sugli effetti positivi che un allentamento delle tensioni commerciali dovrebbe produrre sulla crescita globale. Siamo scettici sul fatto che un accordo commerciale di "fase uno" possa ridurre l'incertezza in misura sufficientemente significativa da imprimere uno slancio sostanziale agli scambi e alla crescita. Primo, resta da vedere se un accordo commerciale così limitato includerà la revoca dei dazi già in vigore. Inoltre, l'attuazione di qualunque accordo richiederà probabilmente la minaccia di dazi, scoraggiando così gli investimenti commerciali. Qualsiasi effetto positivo che scaturisca da un accordo commerciale parziale potrebbe essere annullato da altre forze che condizionano gli investimenti, in particolare le elezioni statunitensi che prevedono una pletora di candidati con idee molto diverse in materia di politica economica (e, soprattutto, fiscale). Infine, crediamo che il conflitto tra USA e Cina vada al di là dei confini commerciali e riguardi anche il modello di sviluppo della Cina e la concorrenza nei settori tecnologico e militare, questioni sulle quali nessuna delle parti sembra disposta al compromesso. Inoltre, le idee che gli Stati Uniti hanno sulla Cina trascendono

le divisioni politiche interne, ed è probabile che un potenziale governo a guida democratica adotti verosimilmente una posizione ugualmente dura sulla questione cinese.

La crescita dei Mercati Emergenti in tutte le regioni sarà probabilmente disomogenea e dipenderà dalle diverse condizioni iniziali, dal contesto regionale e da fattori idiosincratici. In Asia, stiamo osservando un rallentamento della crescita cinese che si colloca appena al di sotto del 6%, mentre per gli paesi asiatici potrebbe profilarsi un modesto rimbalzo sulla scia delle misure di stimolo monetario, dell'espansione fiscale (soprattutto in Malesia e Indonesia) e di una certa stabilizzazione dei flussi commerciali, a patto che non peggiorino le tensioni commerciali tra USA e Cina. In America Latina, i Paesi Andini e il Messico sono ora meglio posizionati per dare risposta alle crescenti istanze sociali dopo anni di crescita debole e di aumento delle diseguaglianze nella regione, mentre il Brasile è una delle poche economie che si distingue per il suo impegno a favore di riforme che stimolerebbero la crescita e rafforzerebbero l'economia. Crediamo che i Paesi Andini (Cile escluso) continueranno a sovrapreformare il resto dell'America Latina, ma cresceranno ancora al di sotto del loro potenziale, mentre il Brasile e in misura minore il Messico registreranno una modesta ripresa ciclica dell'attività economica rispetto ai livelli molto bassi toccati nel 2019. Nella regione CEEMEA, le economie dell'Europa centrale ed orientale che registrano una crescita solida dovrebbero rallentare e avvicinarsi a livelli che più rispecchiano il proprio potenziale, mentre la Turchia dovrebbe recuperare rispetto a un livello di crescita verosimilmente negativo, sulla scia di misure di stimolo monetario e di altre politiche eterodosse; diversamente, rischierebbe di mettere in pericolo i

traguardi raggiunti di recente in termini di ribilanciamento macroeconomico. Infine, in Russia le prospettive di crescita dovrebbero essere più rosee, sostenute da un'attuazione più efficace dei piani di spesa per infrastrutture e da un allentamento della politica monetaria.

**Malgrado il persistente orientamento espansivo delle politiche monetarie, le opportunità nelle obbligazioni dei Mercati Emergenti non sono così abbondanti come lo sono state nel 2019**

La nostra previsione di una crescita globale per il prossimo anno in leggero miglioramento, ma ancora contenuta, è coerente con un persistente orientamento espansivo delle politiche monetarie globali. Tuttavia, a nostro avviso vi sono pochi margini per un'ulteriore espansione monetaria in quanto i tassi delle banche centrali di molti Mercati Sviluppati sono nulli o al di sotto dello zero, e sono già in vigore politiche aggressive di quantitative easing. Di conseguenza, è improbabile che il prossimo anno le posizioni in duration siano altrettanto remunerative, il che richiederebbe un approccio più selettivo alle opportunità d'investimento nel debito dei Mercati Emergenti.

Le valute emergenti offrono valore grazie all'ampliamento del differenziale di crescita ME-MS e alla possibilità che il prossimo anno si materializzino le condizioni per un indebolimento del dollaro. Tuttavia, riteniamo che le opportunità possano essere limitate alle valute di quei Paesi che presentano solidi saldi esterni e migliori prospettive di crescita, per esempio il rublo russo e il real brasiliano. Sul fronte dei tassi locali, scorgiamo le opportunità più interessanti in paesi che presentano bassi livelli di inflazione e tassi reali elevati (Russia, Indonesia e Messico) o che attuano riforme che potrebbero far

ridurre i premi al rischio (in particolare il Brasile). Nelle emissioni in valuta forte le valutazioni sono meno convincenti dopo i risultati positivi di quest'anno. Scorgiamo modeste opportunità nel segmento investment grade e alternative potenzialmente più interessanti nei titoli sovrani high yield emessi da governi impegnati in riforme strutturali, quali Ucraina, Egitto o Angola. Monitoreremo anche i paesi che al momento vivono una fase di transizione politica, quali Sri Lanka e Argentina, ma per il momento restiamo in attesa che l'orizzonte politico si schiarisca. Estendendo i nostri giudizi macro al settore privato, le nostre aspettative per le imprese dei Mercati Emergenti non si discostano da quelle dello scorso anno. I fondamentali dovrebbero continuare a essere sostenuti dalle condizioni macroeconomiche stabili o in miglioramento, ma anche dal rigore finanziario che ha spinto le aziende a gestire in maniera proattiva le proprie passività nell'attuale contesto di tassi bassi. Ciò dovrebbe continuare a tenere invariato il rischio di credito e a mantenere i tassi di insolvenza nella fascia bassa a una cifra nel 2020, oltre che a favorire le obbligazioni societarie high yield rispetto alla duration in titoli investment grade. Il nostro unico avvertimento riguarda l'inasprimento delle condizioni finanziarie che abbiamo osservato nel segmento a più breve termine del mercato high yield, che costituisce un rischio di ribasso rispetto alle previsioni generalmente positive che abbiamo formulato sulle insolvenze. Da un punto di vista regionale, individuiamo rischi crescenti in America Latina che rendono più incerte le basi che hanno sostenuto la sua solida performance nel 2019. In caso di progressi effettivi sulle controversie commerciali, un'eventuale rotazione dovrebbe favorire la regione EMEA, sostenuta da fattori tecnici della domanda, e ancor di più l'Asia.

## 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 potrebbe 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). In un 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. In un contesto di tassi d'interesse al ribasso, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. 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 con scadenze più lunghe possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse.

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 di debito sovrani** sono soggetti al rischio d'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).

**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, Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Frankfurt am Main, Deutschland (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 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, 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. Una 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 è da considerarsi un invito alla sottoscrizione o all'acquisto, in via diretta o indiretta, 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 è 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. Il presente materiale non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. **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 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; 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 2,20% 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, Giappone, 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, Londra 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.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale, redatta esclusivamente a scopi informativi ed educativi, 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.

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.

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 licenziatore e il licenziatore 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.



**MATTHEW LEEMAN**  
Head of European  
Equity Team

Outlook di mercato 2020:  
European Equity

# Nuotare controcorrente

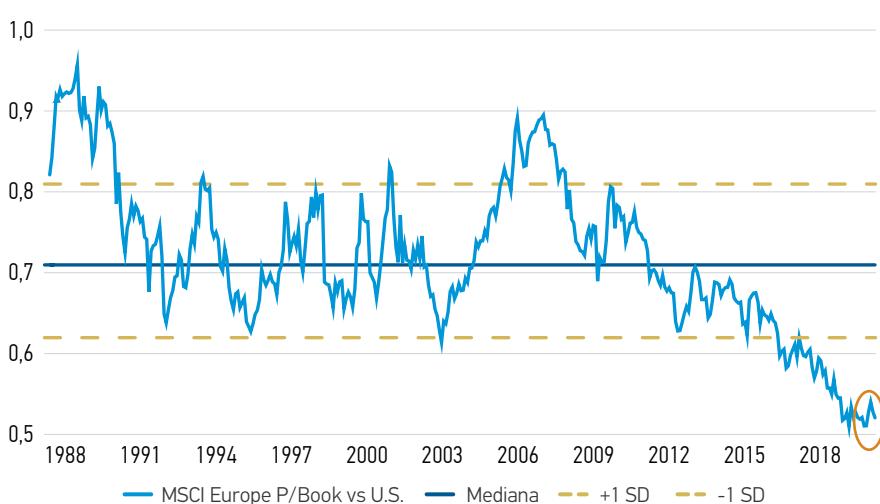
La coltre di oscure nubi che incombeva sull'Europa all'inizio dell'anno è tuttora presente, a giudicare dall'onda di deflussi che interessa questa classe di attivo (cfr. Figura 1). Preoccupazioni per un rallentamento degli Stati Uniti, preoccupazioni per l'aumento e poi per il calo dei tassi di interesse, preoccupazioni per il quadro politico dell'UE, preoccupazioni per una guerra dei dazi tra Stati Uniti e Cina, timori per la Brexit. L'elenco potrebbe continuare. E continuare. Sembrerebbe che, in qualunque situazione abbia destato preoccupazione negli investitori, l'Europa fosse in qualche modo coinvolta.

**FIGURA 1****Deflussi dall'azionario europeo dal 2004**

Flussi finanziari (su 12 mesi mobili) nell'Europa sviluppata (mln di USD)



Fonte: Exane BNP Paribas. Dati al 31 ottobre 2019.

**FIGURA 2****Lo sconto sulle valutazioni azionarie USA ha raggiunto livelli estremi**

Fonte: Barclays. MSCI Europe Price/Book Vs U.S. Dati al 29 novembre 2019.

Un rapido sguardo alla performance dei mercati azionari europei registrata fino ad ora quest'anno rivela tuttavia una realtà molto diversa. In Euro, l'indice francese CAC 40 e l'indice tedesco DAX sono saliti del 25%, mentre lo Swiss Market Index, un indice teoricamente "difensivo", a fine novembre 2019 risultava in rialzo di quasi il 30%.<sup>1</sup> Si direbbe che l'avversione

degli investitori sia stata suscitata dalle immagini delle proteste dei "gilets jaunes" in Francia o dai timori di un impatto dei dazi sugli esportatori tedeschi più che dalla attuale situazione economica dell'Europa.

La verità è che l'Europa sta andando piuttosto bene ed è lontano dall'essere una regione stagnante e da evitare, come i

ribassisti vorrebbero indurci a credere. Sembra diffusa l'idea ingiustificata che l'Europa soffra di instabilità. Che sia in difficoltà dal punto di vista economico. Tale idea non ha fondamento come dimostra, ad esempio, un confronto della crescita del PIL pro capite. Tra il 1999 e il 2017, il PIL reale pro capite è salito del 21% negli Stati Uniti,<sup>2</sup> mentre in Europa nello stesso periodo è cresciuto del 25%.<sup>2</sup> Difficile considerarli dati da economia stagnante.

Non dimentichiamo che l'Europa è la zona di libero scambio più ricca del pianeta. Se classificati in base al PIL pro capite, tra i primi 20 Paesi dell'OCSE se ne contano 15 europei. Passeggiando lungo la Bahnhoff Strasse a Zurigo, lungo gli Champs Elysées a Parigi o attraverso l'Arkaden a Monaco di Baviera, si capisce subito che l'Europa è una regione ricca, stabile e moderna, che funziona bene e in modo efficiente. Dopo la crisi finanziaria globale, la fiducia dei consumatori è cresciuta grazie al calo della disoccupazione. Brexit a parte, l'Europa è politicamente stabile, ampiamente centrista e libera da leader politici estremisti, di destra o di sinistra. Possiede istituzioni razionali e funzionanti, come ad esempio la BCE. Con lo spettro delle elezioni americane del 2020, è probabile che in Europa i rischi politici diminuiscano proprio quando si accingono ad aumentare negli Stati Uniti.

A livello societario, l'Europa si trova in una posizione privilegiata poiché può beneficiare di un flusso di ricavi molto diversificato fuori dei mercati nazionali, con una significativa esposizione ai mercati emergenti, oltre che agli Stati Uniti e al Medio Oriente. Per definizione, quindi, offre diversificazione in caso di rallentamento di una determinata regione, pur rimanendo pronta a beneficiare di eventuali riprese della crescita globale.

Un dato di fatto che viene spesso ignorato è la miriade di aziende leader a livello mondiale che vanta l'Europa. Dal settore industriale a quello dei materiali,

<sup>1</sup> Bloomberg, novembre 2019.<sup>2</sup> Martin Wolfe, Financial Times, 16-17 novembre 2019.

dai beni di consumo discrezionali alla tecnologia e alla salute, le società europee sono all'avanguardia mondiale e generano costantemente rendimenti elevati e sostenibili, sfruttando temi globali strutturali come gli sviluppi demografici e la rapida crescita della classe media, ad esempio. Sono proprio queste le caratteristiche che cerchiamo quando investiamo in Europa. Alcune aziende sono nomi che tutti conoscono, ma molte non lo sono. È molto probabile che in tutto il mondo vi siano consumatori che, pur ignorando l'esistenza di tali aziende, entrino comunque regolarmente in contatto con i loro prodotti, spesso quotidianamente.

Le valutazioni rappresentano un aspetto importante di ogni decisione d'investimento. Come è normale che sia, i vari mercati presentano una composizione settoriale diversa, ma anche tenendo conto di questo, l'azionario europeo si

presenta interessante rispetto a quello di altre regioni e ad altre classi di attivo. Di recente, ad esempio, lo sconto rispetto alle valutazioni azionarie statunitensi si è accentuato e ha raggiunto livelli estremi [ $>2$  deviazioni standard (SD)] (cfr. *Figura 2*). Considerata la salute della regione europea e la forza di molte società in essa domiciliate, riteniamo tutto questo ingiustificato.

Poiché gli investitori retail e istituzionali hanno abbandonato o evitato le azioni europee e sono ora fortemente sottoesposti a questa classe di attivo, investire in Europa può dare l'impressione di nuotare controcorrente. Ma questo crea opportunità per chi è disposto a guardare oltre le dichiarazioni rilasciate ai media o i titoli dei giornali. E il bello delle correnti è che possono cambiare.

## 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 in portafoglio diminuisca. Di conseguenza l'investimento può comportare una perdita. Si fa 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 in Paesi Sviluppati esteri.

I **titoli illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (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.

Gli **investimenti concentrati** in Europa sono più vulnerabili ai rischi cui sono esposti gli emittenti europei di quanto non 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.

**Morgan Stanley Investment Management**,<sup>3</sup> insieme alle consociate specializzate in servizi di consulenza d'investimento, vanta un organico formato da 699 professionisti d'investimento dislocati in tutto il mondo e al 30 settembre 2019 gestiva o vigilava attività per 507 miliardi di dollari. Morgan Stanley Investment Management punta a offrire performance d'investimento di lungo termine superiori, un servizio d'eccellenza e una gamma esaustiva di soluzioni finanziarie pensate per una base di clienti eterogenea, comprendente governi, istituzioni, grandi aziende e privati di tutto il mondo. Per ulteriori informazioni, consultare il sito [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im). Il materiale contenuto in questo articolo è aggiornato alla data indicata, ha solo natura formativa e non pretende di rispondere agli obiettivi finanziari, alla situazione o alle esigenze specifiche dei singoli investitori.

<sup>6</sup> Morgan Stanley Investment Management ("MSIM") è la divisione di asset management di Morgan Stanley. Gli attivi sono gestiti dai team rappresentanti le diverse entità giuridiche di MSIM; i team di gestione di portafoglio lavorano principalmente dagli uffici di New York, Filadelfia, Londra, Amsterdam, Hong Kong, Singapore, Tokyo e Mumbai. Le cifre si riferiscono al patrimonio totale gestito/amministrato da Morgan Stanley Investment Management.

## 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 resesi 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 attendibili. 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 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.

## Le performance passate non sono garanzia 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.**

**Irlanda:** Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublino 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. **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, Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Frankfurt am Main, Deutschland (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 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, 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. Una 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 è da considerarsi un invito alla sottoscrizione o all'acquisto, in via diretta o indiretta, 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 è 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. Il presente materiale non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. **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 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 impedisce 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 2,20% 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, Giappone, 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, Londra E14 4QA.

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 o svizzere applicabili. Pertanto, questa comunicazione di marketing (a) non è stata predisposta in conformità ai 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 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 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 Ireland.

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.



Outlook di mercato 2020:  
Global Emerging Markets

# Il rallentamento della crescita è sempre più diffuso in un mondo 4 D



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

Le nostre prospettive per il 2020 non sono né rialziste né ribassiste: sono solo realiste. Riteniamo che le 4 D, ovvero Depopolamento, Declino della produttività, Deglobalizzazione e Debito di rilevanti proporzioni, comportino un rallentamento della crescita mondiale nel 2020.

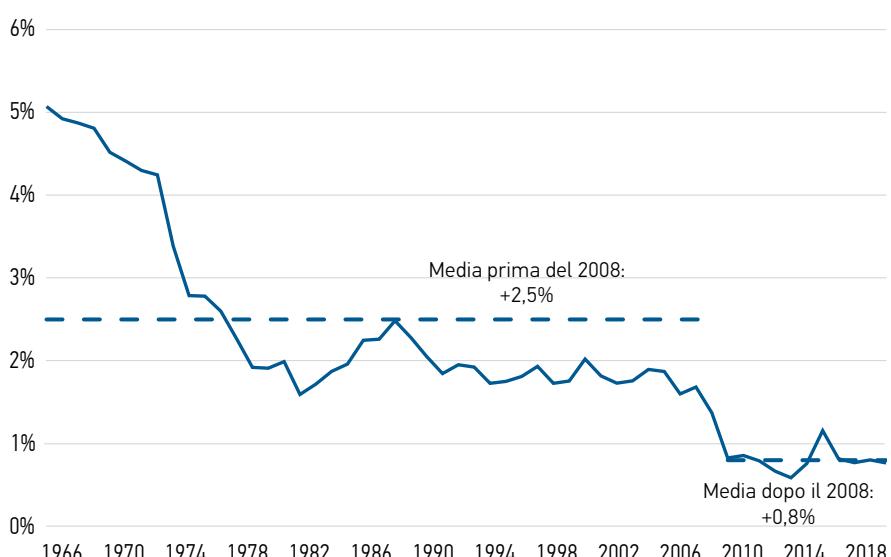
Non riteniamo le nostre prospettive per il 2020 né rialziste né ribassiste, ma semplicemente realistiche. Il nostro giudizio si basa sul riconoscimento del fatto che il miracolo economico del dopoguerra è finito, che le dinamiche su cui si basava si sono esaurite e che ogni paese deve ridimensionare le proprie ambizioni di crescita.

Nei decenni immediatamente successivi alla seconda guerra mondiale, la crescita venne trainata dall'esplosione demografica, il cosiddetto baby boom, e dall'aumento della produttività. Quando intorno al 1980 la crescita della popolazione e della produttività iniziò a rallentare, fecero la loro comparsa due nuovi motori di crescita: l'indebitamento e la globalizzazione. Le banche centrali, tenuta l'inflazione sotto controllo, iniziarono ad abbassare i tassi e il debito globale iniziò a crescere a un ritmo tre volte più veloce rispetto all'economia globale. E quando i paesi iniziarono ad aprire le frontiere ai flussi di merci, denaro e persone, la globalizzazione prese il volo, imprimendo un altro enorme impulso alla crescita.

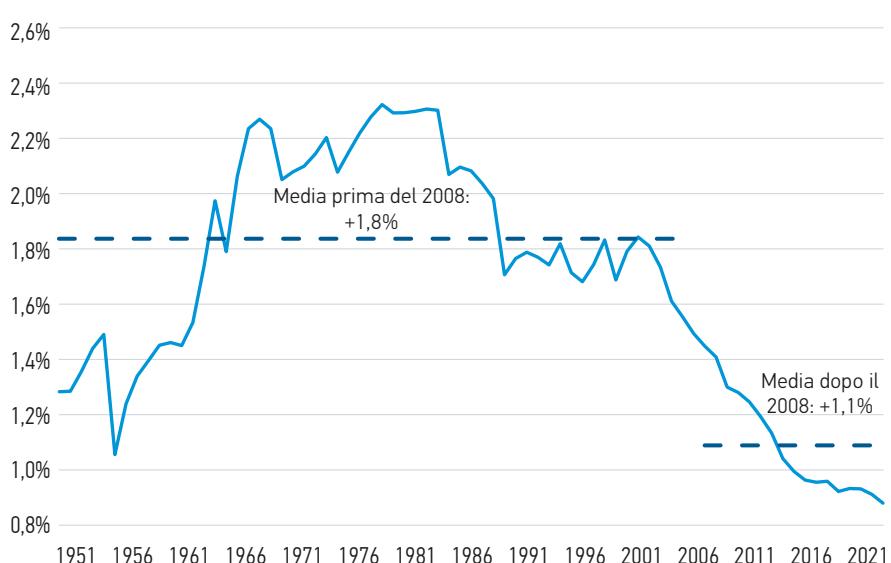
Poi nel 2008 ci fu lo shock della crisi finanziaria globale. I flussi transfrontalieri di persone si arrestarono, i flussi di merci iniziarono a ridursi e i flussi di denaro crollarono, mentre le banche globali si ritiravano all'interno dei propri confini. Il rallentamento della globalizzazione, e il conseguente calo della concorrenza, nonché il fatto che gran parte dell'indebitamento mondiale (che aveva superato il 300% del PIL globale<sup>1</sup>) fosse finito su investimenti improduttivi, hanno determinato un forte rallentamento della crescita della produttività della forza lavoro globale che è passata dal 2,5% annuo del periodo compreso tra il 1965 circa e il 2008 a meno dell'1% negli anni successivi (cfr. Figura 1).<sup>2</sup>

Contemporaneamente, per motivi totalmente slegati dalla crisi del 2008, una flessione di lungo termine del tasso di natalità ha iniziato a incidere sulla forza lavoro dei diversi Paesi. Tra il 1950 e il 2008 la crescita annuale della popolazione mondiale in età lavorativa ha sfiorato in media il 2%, mentre in seguito è scesa a una media dell'1% soltanto (cfr. Figura 2).<sup>3</sup> Una contrazione del numero di lavoratori si traduce direttamente in un calo della crescita economica. Dal 1985 a oggi, il numero di Paesi in cui la popolazione in età lavorativa sta calando ha subito un'impennata, passando da 2 a 46<sup>4</sup> e includendo potenze come la Germania, il Giappone, la Cina e la Russia. Di questo passo, nei decenni a venire quel numero raddoppierà toccando quota 90.<sup>3</sup>

Entrando dunque nel 2020, i leader globali devono prendere atto del fatto che l'economia mondiale sta subendo un forte rallentamento a causa delle quattro D: **Depopolamento, Declino della produttività, Deglobalizzazione e Debito** di rilevanti dimensioni. Il tasso di crescita medio globale nei decenni del miracolo del dopoguerra era del 4%. Ora ha un potenziale inferiore al 3%.<sup>5</sup>

**FIGURA 1****La crescita della produttività ha ulteriormente rallentato dopo il 2008***Crescita della produttività della forza lavoro (% a/a)*

Fonte: OCSE, crescita della produttività della forza lavoro nei Paesi OCSE.

**FIGURA 2****La crescita della popolazione in età lavorativa è crollata intorno al 2008***Tasso di crescita della popolazione mondiale in età lavorativa (%)*

Fonte: Nazioni Unite, dati al 31 dicembre 2018. Con la definizione "popolazione in età lavorativa" si intendono le persone di età compresa tra 15 e 64 anni. Le previsioni sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi.

<sup>1</sup> Michael Roscoe, Federal Reserve, BIS, Economist, ultima rilevazione Q2 2018; fonte: IIF.<sup>2</sup> OCSE, crescita della produttività della forza lavoro nei Paesi OCSE.<sup>3</sup> Nazioni Unite, dati al 31 dicembre 2018. Con la definizione "popolazione in età lavorativa" si intendono le persone di età compresa tra 15 e 64 anni. Le previsioni sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi.<sup>4</sup> Dati demografici delle Nazioni Unite, ricerca MSIM sui mercati emergenti al 31 dicembre 2017 (i dati dell'ONU includono le proiezioni). Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.<sup>5</sup> Banca Mondiale, Nazioni Unite. Dati aggiornati al 2018.

Alcuni paesi che presentano tuttora un certo mix di crescita demografica, aumento della produttività, espansione degli scambi commerciali o un mercato interno solido e un indebitamento contenuto se la caveranno relativamente bene nell'era delle quattro D. Siamo propensi a includere nel novero dei probabili vincitori per il 2020 paesi come l'Indonesia, le Filippine, il Messico e il Brasile, che per vari motivi sono relativamente immuni al depopolamento, alla deglobalizzazione e all'onere del debito globale. Nel mondo sviluppato, Germania e Paesi Bassi appaiono relativamente in buona salute.

Ma nessun paese, ricco o povero che sia, può reggere i tassi di crescita del miracolo postbellico quando tutto il resto dell'economia mondiale è in fase di rallentamento. La netta flessione del potenziale di crescita mondiale impone a paesi di qualunque categoria di ricondurre le proprie ambizioni a livelli più realistici. Paesi poveri come l'India si affannano tuttora per crescere a un tasso del 7%, ma farebbero bene a ridimensionare l'obiettivo al 5%. Paesi con un reddito medio come la Cina puntano ancora a crescere più del 5%, quando un 3-4% sarebbe più realistico. Paesi ricchi come gli Stati Uniti devono

capire che l'1-2% costituisce la nuova normalità.

Il rischio è che molti politici stiano ancora lottando per ripristinare i tassi di crescita dell'era del miracolo, aumentando la spesa e il debito. Non possono costringere le economie a crescere troppo a lungo al di sopra del rispettivo potenziale e sono quindi condannati a fallire. Nel 2020 sarà bene accettare la realtà del mondo delle quattro D.

## 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 in portafoglio diminuisca. Di conseguenza l'investimento può comportare una perdita. Si fa 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 in Paesi Sviluppati esteri. I titoli delle **società a bassa capitalizzazione** comportano rischi particolari, come l'esiguità delle linee di prodotto, dei mercati e delle risorse finanziarie, e possono registrare una maggiore volatilità di mercato rispetto a quelli di società più consolidate di dimensioni maggiori.

Gli **strumenti derivati** possono essere illiquidi, amplificare le perdite in misura più che proporzionale e avere un impatto negativo potenzialmente consistente sulla performance del Portafoglio.

I **titoli illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità).

I portafogli **non diversificati** spesso investono in un numero più ristretto di emittenti.

Pertanto, le variazioni della situazione finanziaria o del valore di mercato di un singolo emittente possono causare una maggiore volatilità.

**Morgan Stanley Investment Management**,<sup>6</sup> insieme alle consociate specializzate in servizi di consulenza d'investimento, vanta un organico formato da 699 professionisti d'investimento dislocati in tutto il mondo e al 30 settembre 2019 gestiva o vigilava attività per 507 miliardi di dollari. Morgan Stanley Investment Management punta a offrire performance d'investimento di lungo termine superiori, un servizio d'eccellenza e una gamma esaustiva di soluzioni finanziarie pensate per una base di clienti eterogenea, comprendente governi, istituzioni, grandi aziende e privati di tutto il mondo. Per ulteriori informazioni, consultare il sito [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im). Il materiale contenuto in questo articolo è aggiornato alla data indicata, ha solo natura formativa e non pretende di rispondere agli obiettivi finanziari, alla situazione o alle esigenze specifiche dei singoli investitori.

<sup>6</sup> Morgan Stanley Investment Management ("MSIM") è la divisione di asset management di Morgan Stanley. Gli attivi sono gestiti dai team rappresentanti le diverse entità giuridiche di MSIM; i team di gestione di portafoglio lavorano principalmente dagli uffici di New York, Filadelfia, Londra, Amsterdam, Hong Kong, Singapore, Tokyo e Mumbai. Le cifre si riferiscono al patrimonio totale gestito/amministrato da Morgan Stanley Investment Management.

## 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 resesi 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 attendibili. 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 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.

## Le performance passate non sono garanzia 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.**

**Irlanda:** Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublino 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. **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, Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Frankfurt am Main, Deutschland (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 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, 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. Una 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 è da considerarsi un invito alla sottoscrizione o all'acquisto, in via diretta o indiretta, 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 è 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. Il presente materiale non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. **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 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 impedisce 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 2,20% 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, Giappone, 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, Londra E14 4QA.

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 o svizzere applicabili. Pertanto, questa comunicazione di marketing (a) non è stata predisposta in conformità ai 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 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 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 Ireland.

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.



Outlook di mercato 2020: Global Credit

# Un anno a due facce: i fattori tecnici sono temporanei, la qualità è permanente

Nel 2019 il rischio di recessione si è allontanato (Godot non si è fatto vedere), la domanda per il credito è aumentata (solido fattore tecnico) e il valore si è manifestato nella selezione dei titoli (non si compra un'obbligazione solo perché è incluso nell'indice).



**RICHARD FORD**  
Head of Credit  
Global Fixed Income



**WARREN MAR**  
Global Fixed Income



**MIKE FEENEY**  
Global Fixed Income



**JOE MEHLMAN**  
Global Fixed Income



**RICH LINDQUIST**  
Global Fixed Income



**TOM WILLS**  
Global Fixed Income

Guardando al 2020, notiamo un contesto favorevole al credito che può sostenere la performance di questa classe di attivo:

- Le condizioni finanziarie globali sono espansive
- I dati macroeconomici sembrano aver toccato i minimi
- I rischi politici, benché sensibili a un accordo commerciale USA/Cina, sembrano stabilizzarsi
- Le società non hanno registrato alcun tracollo degli utili
- La domanda per il credito è robusta
- Nel credito le valutazioni non sono basse, ma non tutto il margine è esaurito

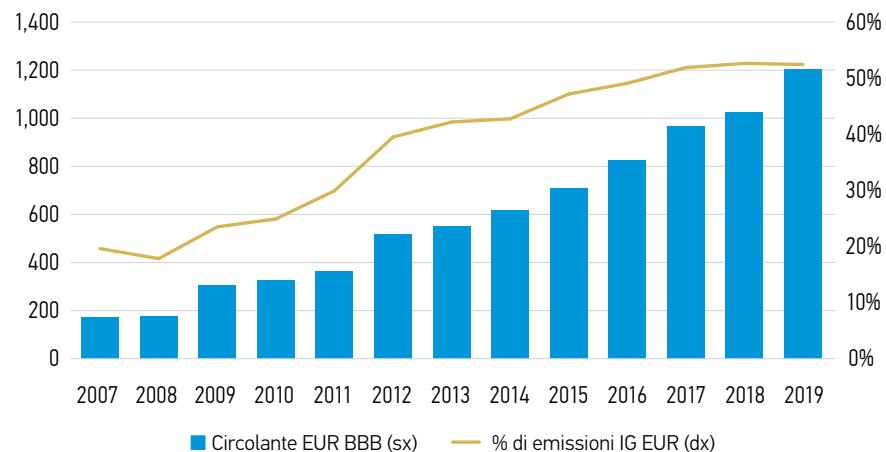
**Spostandosi verso la seconda parte del 2020, ci aspettiamo una replica delle incertezze degli ultimi anni, con ripercussioni negative sulla fiducia nella ripresa dell'economia. Che la causa sia il timore di una recessione, la volatilità politica o la liquidazione delle posizioni creditizie, con conseguente indebolimento del quadro tecnico, riteniamo che il risultato sarà un anno a due facce. Saranno quindi necessarie una gestione attiva del credito e una riduzione del rischio dopo un lungo periodo di compressione degli spread, attraverso una rotazione verso il credito di maggiore qualità e scadenza più breve.**

Il 2019 è stato un anno alla "Riccioli d'Oro" per il credito, che ha beneficiato sia di rendimenti minori ma privi di rischio, sia di una riduzione degli spread creditizi. Il mercato si aspettava una recessione, che non è arrivata, un calo degli utili, che non è stato significativo, e un indebolimento dei dati tecnici dovuto a liquidazioni forzate. L'anno si chiude con i mercati che, a fronte dei rendimenti negativi dei titoli di Stato, indicano il credito investment grade europeo come la nuova classe di attivo "priva di rischio". L'opinione prevalente, secondo cui i dati economici mondiali avrebbero "toccato i minimi", lascia presagire che probabilmente assisteremo a una ripresa dopo il rallentamento di metà ciclo e questo genererà domanda per tutte le forme di credito.

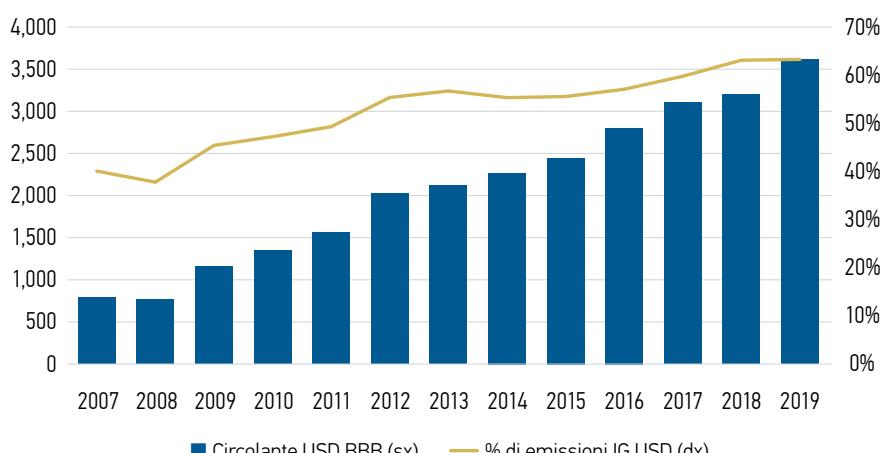
**FIGURA 1**

### La crescita del debito BBB è stata marcata Crescita del segmento BBB dal 2007

Nominale circolante EUR BBB (mld di EUR)



Nominale circolante USD BBB (mld di USD)



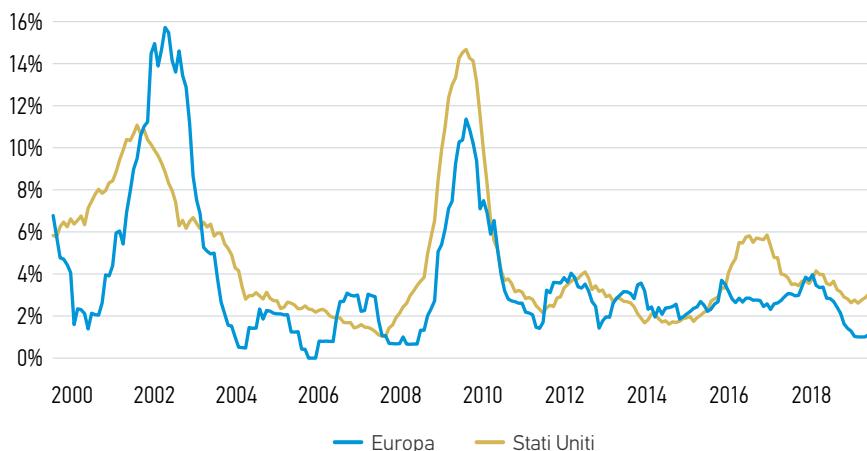
Fonte: Bloomberg, novembre 2019. Indici usati: Bloomberg Barclays U.S. Corporate Index, ICE BofAML U.S. Corp BBB Index, Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Index, Bloomberg Barclays Euro Aggregate Baa Index. I dati relativi agli indici vengono forniti a soli scopi illustrativi. Si rimanda alla sezione Informazioni importanti per le definizioni degli indici.

Giudichiamo ragionevole il parere del mercato di un miglioramento della crescita mondiale a partire dagli attuali livelli bassi. Se da un lato la fiducia rimane fragile, dall'altro i dati macroeconomici sembrano aver toccato i minimi, mentre le politiche monetarie accomodanti delle banche centrali dovrebbero sostenere il miglioramento delle prospettive di crescita nel 2020. Sul fronte della redditività aziendale ci si attende un assestamento grazie alla riduzione dei costi ottenuta attraverso l'ammodernamento tecnologico, l'aumento dell'efficienza e i bassi tassi di interesse. Allo stesso tempo,

l'indebitamento dovrebbe restare sui livelli attuali poiché i vertici societari considerano un aumento del debito un rischio per le valutazioni degli azionisti. La domanda di cui il credito gode è solida poiché, davanti all'eccesso di liquidità nel sistema, la caccia al rendimento è viva più che mai. Siamo ottimisti nei confronti degli attivi rischiosi nel breve termine e in generale degli spread creditizi.

Nel secondo semestre del 2020 prevediamo che il contesto d'investimento presenterà dei rischi. Che il rischio si manifesti come un

**FIGURA 2**  
I tassi di insolvenza resteranno contenuti nel 2020?



Fonte: Moody's, agosto 2019

ribaltamento della fiducia nell'economia (indebolimento del mercato del lavoro/dei consumi) o un aumento dell'incertezza politica (elezioni americane nel quarto trimestre, commercio globale, movimenti populisti), ci aspettiamo una certa volatilità che giustificherebbe la vendita del credito in caso di rally, tenendo conto che le valutazioni si collocano attualmente sotto la media di lungo termine.

I principali temi che incidono sui mercati del credito possono essere riassunti nella preferenza per i titoli dei settori dei consumi rispetto a quelli industriali. I consumi sono sostenuti da una disoccupazione contenuta, costi energetici ridotti e tassi di interesse bassi che favoriscono il potere d'acquisto. Propendiamo a investire nel settore finanziario, come facciamo da anni, per adeguarci ai requisiti regolamentari per la riduzione dei rischi. Vediamo in modo sfavorevole gli attivi non finanziari in quanto l'orientamento a favore degli azionisti rimane un rischio negativo. Inoltre, gran parte degli emittenti sono "industrie storiche", maggiormente esposte agli sviluppi tecnologici e sociali e, conseguentemente, vulnerabili ai cambiamenti dirompenti.

Nell'investment grade, la gestione attiva all'interno del segmento A/BBB offre diverse opportunità. Considerato

che i vertici societari puntano a massimizzare i rendimenti per gli azionisti, ci aspettiamo che le emissioni BBB confermino la tendenza, in atto da tempo, a conquistare quote di mercato sempre più ampie (*Figura 1*) (da evitare, le emissioni A declassate a BBB). Il tipo di emissioni che vogliamo in portafoglio sono quelle di società BBB che danno prova di flessibilità aziendale attraverso riduzione dei dividendi, cessioni patrimoniali e taglio dei costi a tutela del proprio rating. Questo è stato un tema del 2019.

Per quanto riguarda l'high yield, il 2019 si è distinto per una dispersione/biforazione nel mercato. Le società di buona qualità vengono scambiate a prezzi elevati, rispecchiando il contesto positivo caratterizzato da bassi tassi di insolvenza e dalla domanda di rendimento, ma basta una cattiva notizia a causare un netto e repentino calo dei prezzi. Può darsi che questo diventi la norma e di sicuro giustifica un'attività di selezione attiva, ma allo stesso tempo ci aspettiamo che i bassi tassi di insolvenza continuino a rendere l'high yield una classe di attivo interessante (*Figura 2*). A livello geografico l'economia statunitense, sostenuta dalla buona performance delle società nazionali, continua a sovrapassare quella europea, mentre l'Europa è supportata dall'assenza di attivi con rendimenti positivi.

Nel 2019 i prestiti hanno registrato una sottoperformance, in quanto i deflussi degli investitori al dettaglio, la debolezza della crescita economica e il mancato incremento dei prezzi rispetto alla duration priva di rischio hanno influito sui rendimenti. Nel 2020, ravvisiamo opportunità nel segmento dei prestiti, perché l'accelerazione della crescita e il miglioramento dei fattori tecnici (supportati dalla domanda di CLO) traineranno la performance. Poiché le società statunitensi sembrano attraversare una fase positiva, non osserviamo alcun catalizzatore imminente suscettibile di accelerare eventi di insolvenza nel primo semestre del 2020.

Il credito dei mercati emergenti continua a offrire valore, alla luce delle strategie prudenziali adottate dalle società, sostenute dalla disciplina fiscale, dati i rischi idiosincratici associati al contesto dei titoli sovrani. Nel primo semestre del 2020 prevediamo una prosecuzione della forte domanda per le emissioni di società dei mercati emergenti con rendimenti superiori e inoltre valutiamo positivamente le emissioni infrastrutturali di alta qualità e di breve termine in un contesto di avversione al rischio. A livello geografico, giudichiamo che vi siano buone opportunità in Asia. In Cina, nonostante l'abbondanza dell'offerta, riteniamo che l'immobiliare offra valore, mentre l'Indonesia dovrebbe trarre vantaggio dagli stimoli monetari in atto a livello globale. In Medio Oriente, riteniamo che il settore ibrido bancario, attualmente in crescita, offra delle opportunità, mentre per quanto riguarda l'America Latina, vediamo con favore il Messico e (in misura inferiore) il Brasile.

Nel 2020, i titoli convertibili rappresentano un'altra fonte di opportunità in un contesto di fine ciclo dove le azioni registrano un rialzo e la volatilità viene scontata a livelli ridotti. In chiave geografica, prediligiamo i titoli convertibili statunitensi, poiché le aspettative di crescita sono superiori negli Stati Uniti e le valutazioni a livello di emittente si presentano più interessanti agli investitori obbligazionari.

## Conclusioni

Il 2020 è iniziato all'insegna della fiducia nelle banche centrali e nella loro capacità di far proseguire il ciclo economico, dell'assenza di interferenze da parte dei politici, della conferma di una forte domanda per il credito e della speranza che la liquidità continui ad essere abbondante. Con il passare dei mesi, prevediamo periodi di volatilità dei mercati e

calo della domanda per il credito, dovuti al logoramento delle politiche monetarie e all'instabilità politica. Per proteggere capitale e performance, consigliamo di ridurre il rischio dopo i periodi di compressione degli spread, operando una rotazione verso crediti di maggiore qualità e con scadenza più breve.

### Considerazioni sui rischi

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). In un 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. In un contesto di tassi d'interesse al ribasso, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore.

I **titoli con scadenze più lunghe** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi 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. 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 bond")** 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 d'insolvenza. Il **mercato valutario** è altamente volatilee 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. 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.

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 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 U.S. Corporate** è un benchmark ad ampia rappresentatività che misura l'andamento delle obbligazioni societarie investment grade a tasso fisso fiscalmente imponibili.

**L'indice ICE BofAML U.S. Corp BBB** è rappresentativo del segmento del mercato societario investment grade statunitense con rating BBB.

**L'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate** è la componente societaria del Bloomberg Barclays Global Aggregate, un indice ad ampia base rappresentativo dei mercati obbligazionari investment grade globali.

**L'indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Baa** è un indice rappresentativo dei mercati obbligazionari globali investment grade a tasso fisso denominati in euro, comprendente unicamente i titoli con rating Baa.

## 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, Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Frankfurt am Main, Deutschland (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 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, 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. Una 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 è da considerarsi un invito alla sottoscrizione o all'acquisto, in via diretta o indiretta, 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 è 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. Il presente materiale non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. **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 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; 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 2,20% 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, Giappone, 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, Londra 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, 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.









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