

Gli investitori nel debito dei mercati emergenti dovrebbero preoccuparsi di tassi più alti più a lungo?

Autore

Zachary Knope, CFA
Lead Research Analyst
Investment Solutions Group

In breve

- Questo articolo analizza le possibili implicazioni dell'aumento dei tassi d'interesse per gli investitori nel debito sovrano dei mercati emergenti.
- Gli inasprimenti monetari della Federal Reserve sembrano essere terminati e ora il mercato si aspetta tagli dei tassi nel 2024. Tuttavia, alla luce delle persistenti pressioni inflazionistiche, della crescita economica sostenuta e del vigore del mercato del lavoro e della produttività negli Stati Uniti, è aumentata la probabilità che i tassi statunitensi si assestino ben al di sopra dei livelli post-crisi finanziaria globale e pre-Covid.
- Con i suoi fondamentali solidi, le sue opportunità di rendimento e la sua esposizione alla duration, il debito dei mercati emergenti rappresenta un'opportunità interessante per gli investitori obbligazionari con un orizzonte di lungo periodo e un'elevata tolleranza al rischio. Tuttavia, in un contesto caratterizzato da tassi superiori ai minimi dell'ultimo decennio sarà fondamentale un approccio attivo con un'attenta selezione dei paesi e degli emittenti.

Dopo un periodo in cui le banche centrali hanno innalzato i tassi d'interesse portandoli ai massimi pluridecennali, l'inflazione ha invertito la rotta e i mercati del lavoro globali sono rimasti resilienti, aprendo la strada all'auspicato "atterraggio morbido". Ciò ha aumentato la probabilità che i tassi d'interesse statunitensi si assestino su un livello più alto di quello che abbiamo visto per gran parte del periodo post-crisi finanziaria globale, ma ci lascia con la domanda: in che modo tassi d'interesse persistentemente elevati potrebbero influire sul debito dei mercati emergenti?

Data la storia relativamente breve del debito dei mercati emergenti, i precedenti storici sono pochi. Un episodio analogo di atterraggio morbido si è verificato tra la metà e la fine degli anni Novanta, periodo in cui i tassi sono rimasti tra il 4,75% e il 6,50% prima che nel 2001, dopo lo scoppio della bolla tecnologica, iniziasse il successivo ciclo di tagli. Gli anni Novanta sono stati un periodo difficile per il debito dei mercati emergenti, tra default diffusi, crisi valutarie e un'elevata volatilità.

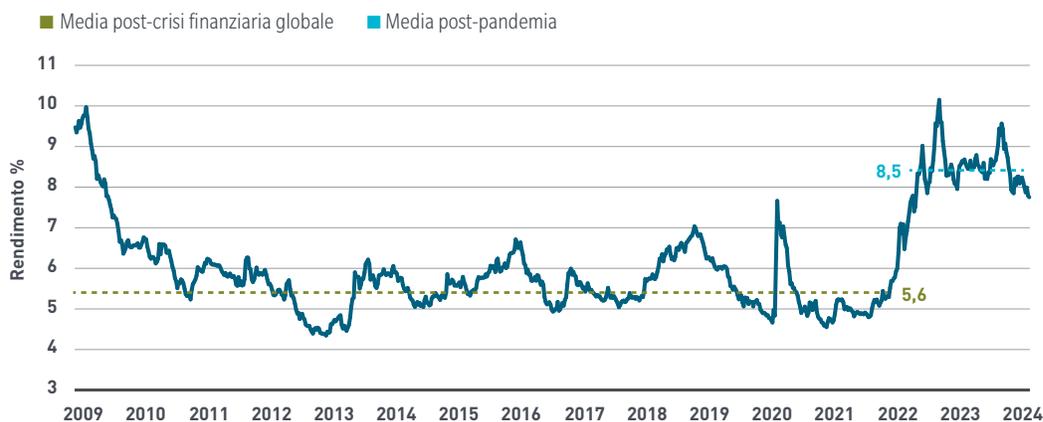
Inoltre, le condizioni macro dei mercati emergenti erano molto diverse. Molti di questi mercati avevano tassi di cambio fissi, che si sono rivelati un'importante vulnerabilità in un mondo in cui i capitali potevano muoversi liberamente tra i paesi. Oggi i paesi emergenti con tassi di cambio fissi sono pochissimi e il panorama dei mercati emergenti è decisamente più maturo, a testimonianza dei progressi compiuti sul fronte delle riforme istituzionali, fiscali e delle politiche economiche che molti paesi hanno intrapreso per sostenere l'accesso ai capitali e consentire la crescita.

Per gli investitori nel debito dei mercati emergenti l'attuale contesto di tassi più elevati avrà implicazioni che renderanno necessario un approccio attivo con un'attenta selezione dei paesi e degli emittenti. Di seguito, esaminiamo alcuni dei fattori importanti che chi investe nel debito dei mercati emergenti dovrebbe considerare in questo contesto mutevole.

Enfasi sui fondamentali

La conseguenza principale dell'aumento dei tassi d'interesse per gli emittenti dei mercati emergenti è l'aumento dei costi di servizio del debito, che rende più difficile prendere in prestito denaro e onorare i debiti. Ciò può limitare la capacità delle economie emergenti di impiegare il capitale in modo produttivo, gravare sulla crescita e aumentare l'incertezza economica. Come mostra la Figura 1, il rendimento medio del debito dei mercati emergenti è passato da una media pre-pandemia del 5,6% a una media post-pandemia dell'8,5%.

Figura 1: Rendimento del debito sovrano dei mercati emergenti

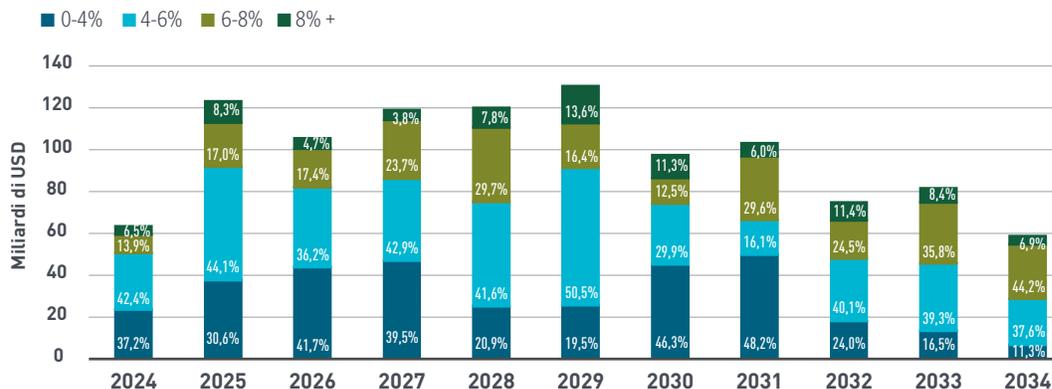


Fonte: Bloomberg. Dati settimanali dal 1° luglio 2009 al 29 marzo 2024. Media post-crisi finanziaria globale calcolata utilizzando i dati giornalieri dal 1° luglio 2009 al 28 febbraio 2022. Media post-pandemia calcolata utilizzando i dati giornalieri dal 1° maggio 2022 al 2 aprile 2024. Debito sovrano dei mercati emergenti = J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index.

Tuttavia, nonostante il rapido incremento dei rendimenti, è improbabile che l'aumento della spesa per interessi renda problematica la posizione fiscale di molte economie emergenti, grazie alla composizione, al miglioramento e alla solidità di diversi indicatori di bilancio, tra cui il profilo di ammortamento del muro delle scadenze dell'asset class, il debito estero, le riserve e i saldi di bilancio.

Il profilo di ammortamento delle prossime scadenze obbligazionarie dell'asset class permette di farsi un'idea dell'impatto dell'aumento dei tassi, che non dovrebbe farsi sentire immediatamente. Infatti, ci vorrà del tempo prima che le obbligazioni a cedola più bassa escano dai portafogli per essere sostituite da emissioni a cedola più alta con i rendimenti odierni, facendo salire gradualmente il costo complessivo del capitale. La Figura 2 mostra che gran parte dell'attuale debito in essere è stata finanziata con i rendimenti favorevoli dello scorso decennio, contribuendo a evitare l'impatto dei tassi più elevati di oggi.

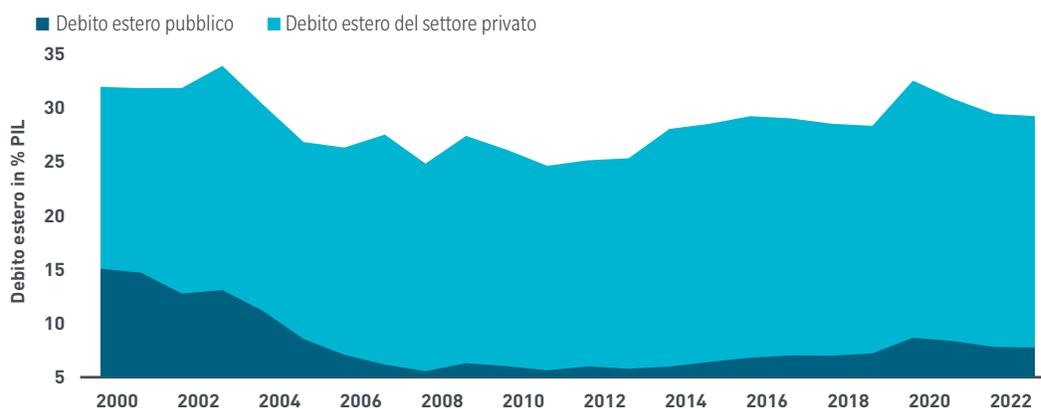
Figura 2: Muro delle scadenze del debito sovrano dei mercati emergenti per tasso cedolare



Fonte: Bloomberg. Dati al 2 aprile 2024. Profilo delle scadenze generato per tutti i titoli di Stato dei mercati emergenti classificati come emissioni sovrane, di agenzie governative, regionali, sovranazionali e locali denominate in USD. Include cedole a tasso fisso e variabile. La percentuale visualizzata rappresenta la percentuale di ciascuna fascia di cedole rispetto alla scadenza totale.

Anche la composizione dei saldi del debito estero dei mercati emergenti fa presagire che i costi di finanziamento più elevati rimarranno gestibili per l'asset class. Come suggerisce il nome, il debito estero indica l'ammontare del debito in essere verso soggetti non residenti di un'economia, e vi sono due tendenze importanti da considerare. Innanzitutto, la crescita del debito estero dei mercati emergenti ha riguardato soprattutto il settore privato, mentre i saldi del debito estero dei governi sono rimasti su livelli sostenibili. In secondo luogo, il rapporto debito estero/PIL è migliorato dopo la pandemia di Covid. L'inflazione sotto forma di aumento dei prezzi delle esportazioni ha sostenuto la crescita del PIL nominale in relazione allo stock del debito esistente, in particolare per i paesi esportatori di energia¹, e ha favorito il recente miglioramento del rapporto debito estero/PIL.

Figura 3: Composizione del debito estero dei mercati emergenti in percentuale del PIL



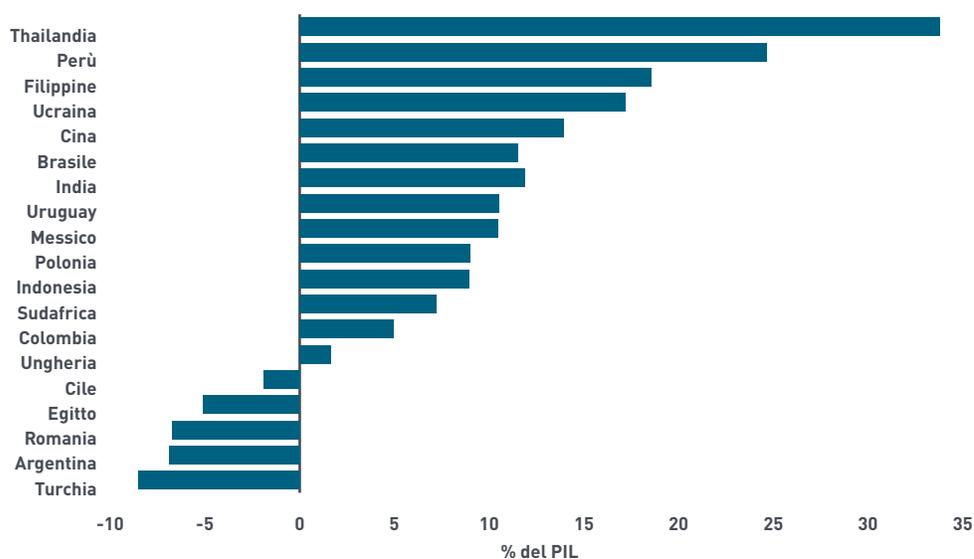
Fonte: J.P. Morgan. Dati annuali dal 2000 al 2022. I valori del 2023 rappresentano le previsioni di JPM. Dati per singoli paesi e regioni compilati da fonti governative ufficiali.

Le riserve valutarie sono un altro fattore importante che suggerisce che molti paesi emergenti sono in grado di sostenere costi di servizio del debito più elevati. Le riserve fungono da cuscinetto e permettono di valutare la flessibilità di un paese nel reagire a eventi avversi inattesi che in passato hanno limitato i flussi di capitali verso i mercati emergenti. Ciò è particolarmente importante per chi investe in debito in valuta forte, poiché il debito in valuta locale non è vincolato dallo stock di riserve valutarie per far fronte agli oneri debitori a breve termine.

Determinare il livello adeguato di riserve valutarie per qualsiasi paese è un compito difficile: occorre bilanciare fattori quali i livelli di debito a breve termine, il rischio di fuga di capitali, la sostenibilità delle importazioni e l'offerta di moneta in senso ampio, oltre a soppesare il costo-opportunità legato alla detenzione di liquidità rispetto all'investimento produttivo del capitale altrove.²

Una misura dell'adeguatezza delle riserve consiste nel considerare le riserve valutarie di un paese al netto del debito totale a breve termine denominato in valuta estera (pubblico e privato), meno il disavanzo del conto corrente.³ La Figura 4 conferma che le riserve di molti paesi emergenti sono solide. Tuttavia, vi sono eccezioni e la gestione attiva con un solido processo di selezione dei paesi è essenziale in quest'area del mercato.

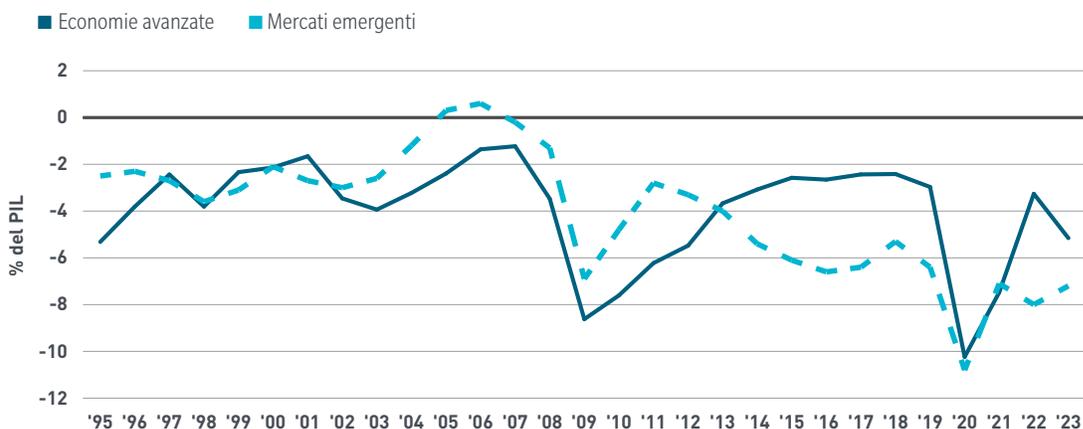
Figura 4: Livelli di adeguatezza delle riserve



Fonte: Dallas Federal Reserve e FMI. Dati al 31 dicembre 2022. L'adeguatezza delle riserve, misurata in base alla regola di Guidotti-Greenspan, equivale alle riserve valutarie della banca centrale meno il debito a breve termine denominato in valuta estera più la media mobile di quattro trimestri delle partite correnti, il tutto in percentuale del PIL. Dall'articolo intitolato "Emerging-market Countries Insulate Themselves from Fed Rate Hikes" di Davis e Sagnanert, dell'8 agosto 2023.

I saldi di bilancio sono fondamentali nel contesto dell'aumento del costo del capitale e aiutano a misurare in che misura la spesa pubblica dipende dal finanziamento del debito. I saldi di bilancio si sono fortemente deteriorati durante la pandemia, quando i paesi di tutto il mondo hanno fornito un sostegno senza precedenti alle loro economie, ma si sono stabilizzati e da allora si sono ripresi.

Figura 5: Saldi di bilancio dei mercati emergenti e delle economie avanzate



Fonte: FMI, OCSE, J.P. Morgan. Dati annuali dal 1995 al 2022. I valori del 2023 rappresentano previsioni. Dati sui mercati emergenti di J.P. Morgan. Dati sulle economie avanzate dell'FMI e dell'OCSE.

Molti fattori incidono sul saldo di bilancio di un paese. Le entrate sono influenzate dalle politiche fiscali e dalle sovvenzioni, nonché dall'impatto differito della spesa pubblica passata. In un contesto di tassi più elevati, la gestione della spesa è fondamentale per garantire il servizio e il rimborso del debito, evitando che i livelli di indebitamento diventino ingovernabili. Per gli investitori nel debito dei mercati emergenti la buona notizia è che, nel complesso, i saldi di bilancio dei paesi emergenti sono paragonabili a quelli degli omologhi sviluppati, il che suggerisce che il premio di rendimento del debito dei mercati emergenti rispetto al debito dei mercati sviluppati può offrire un valore reale, ma gli attuali saldi di bilancio sono sostenibili in un contesto di tassi più alti?

Una possibile risposta può giungere dalla domanda di credit default swap, che fungono da assicurazione contro le insolvenze degli emittenti sovrani. Attualmente, gli spread dei credit default swap del debito dei mercati emergenti sono nettamente inferiori alla media del decennio precedente, a indicare che il mercato non teme default diffusi per quanto riguarda il debito emergente.

Figura 6: La domanda di assicurazione contro le insolvenze sul debito dei mercati emergenti è inferiore alla media

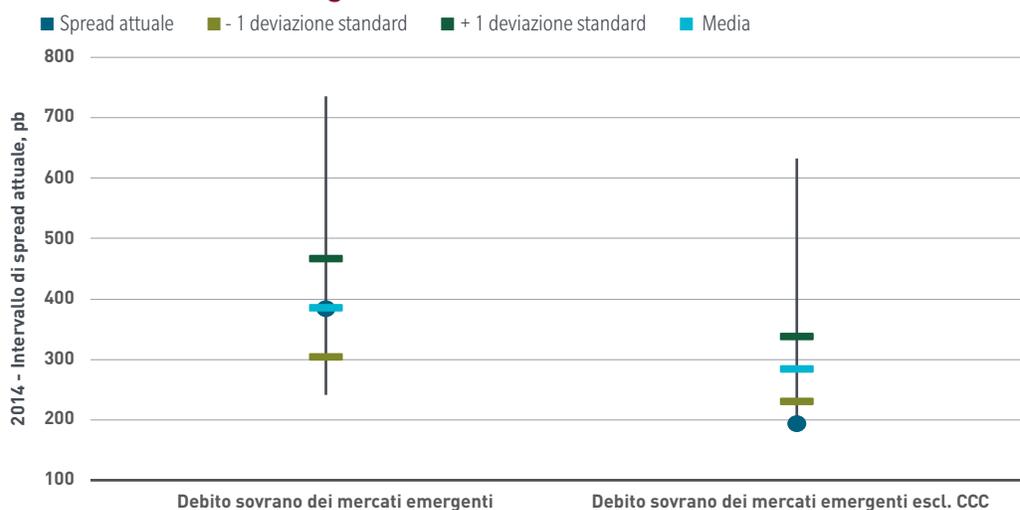


Fonte: Bloomberg, IHS Markit. IBOXUMSE Generic Emerging Market Credit Default Swap Index. Dati settimanali dal 3 gennaio 2014 al 22 marzo 2024.

Se i fondamentali sono solidi, che effetto potranno avere i tassi più elevati sui rendimenti futuri?

In un contesto di tassi più alti le valutazioni dei mercati emergenti, che si basano su spread e rendimenti, meritano un'attenta analisi. Nei contesti di "atterraggio duro", l'aumento dei tassi è spesso seguito da una recessione in cui di norma gli spread si ampliano, riflettendo un maggiore rischio di credito. Tuttavia, spesso questa dinamica offre un punto d'ingresso interessante agli investitori che possono permettersi di aspettare che gli spread si riducano. Nell'attuale contesto in cui il sentiment propende per un atterraggio morbido, all'apparenza gli spread sovrani dei mercati emergenti sono equi rispetto alla storia recente, ma un esame più attento rivela che nei segmenti di rating più elevati dell'indice sono eccessivi. Ciò non significa che queste tranche non offrano valore. Sottolinea l'importanza di affidarsi a gestori che hanno la capacità e la competenza per individuare e sfruttare selettivamente le opportunità.

Figura 7: La selettività è essenziale con gli spread ridotti del debito sovrano dei mercati emergenti

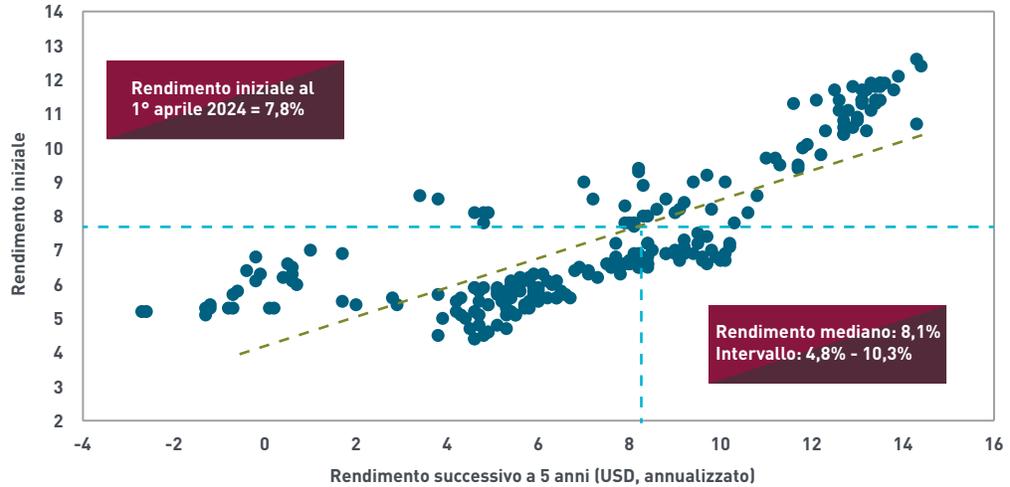


Fonte: J.P. Morgan. Intervalli di spread, media, +/- deviazioni standard calcolate sulla base dei dati giornalieri dal 2 gennaio 2014 al 1° aprile 2024. Debito sovrano dei mercati emergenti = J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index. Attuale = 1° aprile 2024. Gli spread sono z-spread to worst.

Sebbene gli spread richiedano una certa selettività, i rendimenti nell'universo emergente sono interessanti e offrono agli investitori l'opportunità di assicurarsi i tassi cedolari elevati che storicamente hanno sostenuto i rendimenti a lungo termine.

La Figura 8 mostra la stretta relazione tra i rendimenti iniziali e i rendimenti storici annualizzati. Per i rendimenti iniziali nella fascia di 30 punti base al di sopra e al di sotto del rendimento iniziale del 7,8% al 1° aprile 2024, la mediana storica del rendimento annualizzato a 5 anni è dell'8,1% e i rendimenti hanno oscillato tra il 4,8% e il 10,3%.

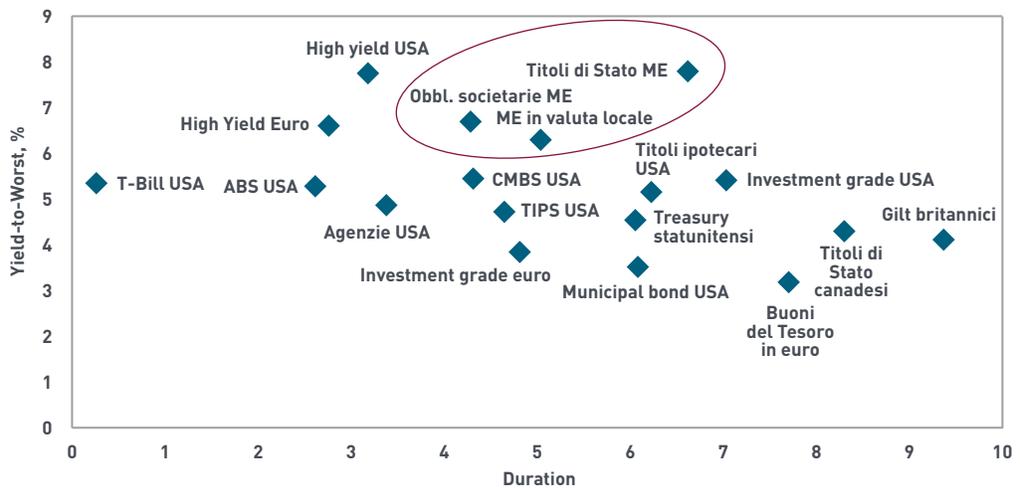
Figura 8: Rendimenti iniziali del debito sovrano dei mercati emergenti e successivi rendimenti totali a 5 anni



Fonte: Bloomberg. Debito sovrano dei mercati emergenti = J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index. Dati mensili dal 31 gennaio 2000 al 31 marzo 2024. I successivi rendimenti a 5 anni sono in USD e annualizzati. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Il debito dei mercati emergenti è associato a un rischio più elevato, ma l'asset class offre alcuni tra i rendimenti più elevati nell'universo obbligazionario globale. Inoltre, tutte e tre le asset class del debito dei mercati emergenti (debito sovrano emergente, debito societario emergente e debito emergente in valuta locale) offrono un'esposizione interessante alla duration in relazione al rendimento e potrebbero trarre vantaggio da futuri tagli dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali globali, visto che l'inflazione continua a normalizzarsi.

Figura 9: Yield-to-worst rispetto alla duration nell'obbligazionario



Fonte: Bloomberg. Dati al 1° aprile 2024. Duration misurata in base alla duration corretta per le opzioni rispetto ai Treasury. T-Bill USA = Bloomberg US T-Bills 2-5 Mths Index. ABS USA = Bloomberg US Agg ABS Index. High Yield USA = Bloomberg US Corporate High Yield Index. CMBS USA = Bloomberg US Agg CMBS Index. Agenzie USA = Bloomberg US Agencies Index. Treasury USA = Bloomberg US Treasury Index. Municipal Bond USA = Bloomberg Municipal Bond Index. Mutui USA = Bloomberg US MBS Index. TIPS USA = Bloomberg US Treasury Inflation-Linked Bond Index. Investment grade USA = Bloomberg US Corporate Index. Investment grade euro = Bloomberg Pan European Aggregate Index. High Yield Euro = Bloomberg Pan European High Yield Index. Buoni del Tesoro in euro = Bloomberg Pan European Agg Treasury Index. Gilt britannici = Bloomberg Sterling Gilts Index. Credito ME = J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Index. ME in valuta locale = J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite Index. Titoli di Stato canadesi = Bloomberg Canada Aggregate Government-Related Index.

Conclusioni

In un contesto post-pandemia con tassi più elevati, i mutuatari di tutto il mondo devono affrontare difficoltà per quanto riguarda il servizio del debito. I paesi emergenti hanno compiuto notevoli progressi in termini di metriche fiscali, istituzioni e politiche economiche che fanno sì che l'asset class goda di una posizione più solida per quanto riguarda i fondamentali e sia meglio preparata a superare le sfide poste da tassi più elevati, rendendola un'opportunità d'investimento interessante alla luce degli alti rendimenti e dell'esposizione alla duration. Tuttavia, la natura idiosincratICA dell'asset class e il suo ampio universo investibile richiedono un approccio attivo, sostenuto da validi processi di ricerca e di gestione del rischio, con particolare enfasi sulla selezione dei paesi e degli emittenti, per permettere di gestire il rischio al ribasso e di sfruttare le opportunità presentate da anomalie temporanee del mercato. ▲

Note

¹ Marney, Szentivanyi, Poojary e Lalaguna. "Emerging Markets Debt & Fiscal Indicators – 2022", novembre 2022. J.P. Morgan Research.

² Arslan e Cantu. "The Size of Foreign Exchange Reserves", 31 ottobre 2019. Banca dei regolamenti internazionali.

³ Davis e Saganert. "Emerging-Market Countries Insulate Themselves from Fed Rate Hikes" 8 agosto 2023. Federal Reserve Bank of Dallas.

Rispetto ai mercati sviluppati, i mercati emergenti possono presentare una minore strutturazione e profondità e livelli inferiori di regolamentazione e vigilanza operativa o di custodia, nonché una maggiore instabilità politica, sociale, geopolitica ed economica.

Le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma J.P. Morgan non ne garantisce la completezza o l'accuratezza. L'Indice è utilizzato dietro autorizzazione. L'Indice non può essere copiato, utilizzato o distribuito senza la previa approvazione scritta di J.P. Morgan. Copyright 2019, J.P. Morgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). Bloomberg o i licenziati di Bloomberg detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg. Bloomberg non approva né avalla il presente materiale, né garantisce la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilascia alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potrà essere ritenuta responsabile di danni derivanti in relazione alle stesse.

Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle di MFS Investment Solutions Group, un'entità interna alla divisione distribuzione di MFS, e possono differire da quelle dei gestori di portafoglio e degli analisti di ricerca di MFS. Queste opinioni sono soggette a variazioni in qualsiasi momento e non vanno considerate alla stregua di una consulenza di investimento fornita dal Consulente, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading per conto di MFS.

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** - MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc. membro del SIPC; **America Latina** - MFS International Ltd.; **Canada** - MFS Investment Management Canada Limited. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** - MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento; **Bahrein** - Il presente documento non è stato approvato dalla Banca centrale del Bahrein, che non si assume alcuna responsabilità per i relativi contenuti. Non verrà effettuata alcuna offerta al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento deve essere letto esclusivamente dal relativo destinatario e non deve essere trasmesso, rilasciato o mostrato al pubblico in generale. La Banca centrale del Bahrein non si assume alcuna responsabilità in merito all'accuratezza e alla completezza delle dichiarazioni e delle informazioni contenute nel presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante dall'affidamento sulla totalità o su una parte del contenuto del presente documento. Il Consiglio di amministrazione e la direzione dell'emittente si assumono la responsabilità delle informazioni contenute nel presente documento. Per quanto a conoscenza del consiglio di amministrazione e della direzione, che hanno esercitato ogni ragionevole precauzione necessaria, le informazioni contenute nel presente documento sono corrispondenti ai fatti e non omettono alcun elemento suscettibile di influire sull'affidabilità di tali informazioni; **Kuwait** - Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le informazioni non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da altre agenzie governative kuwaitiane competenti. Nessuna offerta privata o pubblica delle informazioni viene fatta in Kuwait e nessun accordo relativo alle informazioni verrà concluso in Kuwait. Per offrire o commercializzare le informazioni in Kuwait non viene fatto ricorso ad attività di marketing, sollecitazione o incitamento.; **Oman** - Per i residenti del Sultanato dell'Oman: le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono un'offerta pubblica di titoli nel Sultanato dell'Oman, come previsto dalla Legge sulle società commerciali dell'Oman (Decreto reale 4/74) o dalla Legge sul mercato dei capitali dell'Oman (Decreto reale 80/98). La diffusione di queste informazioni è limitata alle persone giuridiche che rientrano nella categoria degli investitori sofisticati (articolo 139 del Regolamento esecutivo della Legge sul mercato dei capitali). Il destinatario riconosce di essere un investitore sofisticato con esperienza in materia commerciale e finanziaria e di essere in grado di valutare i meriti e i rischi di un investimento.; **Sudafrica** - Il presente documento non è stato approvato dal Financial Services Board e né MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.; **Emirati arabi uniti** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non costituiscono né intendono costituire un'offerta pubblica di titoli negli Emirati arabi uniti e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Le informazioni vengono offerte solo a un numero limitato di investitori esenti negli Emirati arabi uniti che rientrano in una delle seguenti categorie di investitori qualificati non naturali: (1) un investitore in grado di gestire autonomamente i propri investimenti, vale a dire: (a) il governo federale, i governi locali, le autorità e gli enti governativi o le società interamente controllate da tali organismi; (b) gli enti e le organizzazioni internazionali; o (c) un soggetto autorizzato a svolgere un'attività commerciale negli Emirati arabi uniti, a condizione che l'investimento sia uno degli obiettivi di tale soggetto; o (2) un investitore rappresentato da un gestore di investimenti autorizzato dalla Securities and Commodities Authority (SCA), (ciascuno un "Investitore qualificato non naturale"). Le informazioni e i dati non sono stati approvati dalla Banca centrale degli Emirati arabi uniti, dalla Securities and Commodities Authority, dalla Dubai Financial Services Authority, dalla Financial Services Regulatory Authority o da altre autorità di autorizzazione o agenzie governative competenti degli Emirati arabi uniti (le "Autorità"). Le Autorità non si assumono alcuna responsabilità per eventuali investimenti che il destinatario specificato effettua in qualità di Investitore qualificato non naturale sulla base dell'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato.; **Arabia Saudita** - Il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita ad eccezione dei soggetti autorizzati ai sensi dei Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'accuratezza o alla completezza del presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante da o sostenuta facendo affidamento su qualsiasi parte del presente documento. I potenziali acquirenti dei titoli offerti con il presente documento sono tenuti a effettuare le dovute verifiche in relazione all'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato.; **Qatar** - Questo materiale/fondo viene offerto solo a un numero limitato di investitori che sono disposti e in grado di svolgere un'indagine indipendente sui rischi connessi a un investimento in tale materiale/fondo. Il materiale non costituisce un'offerta al pubblico ed è destinato all'uso esclusivo del destinatario specificato e non deve essere consegnato o mostrato ad altri soggetti (ad eccezione di dipendenti, agenti o consulenti autorizzati dal destinatario). Il fondo non è stato e non sarà registrato presso la Banca centrale del Qatar o ai sensi del diritto dello Stato del Qatar. Nessuna operazione sarà conclusa nella vostra giurisdizione e qualsiasi richiesta relativa al materiale/fondo dovrà essere effettuata al vostro contatto al di fuori del Qatar.