

Strategia d'investimento nel reddito fisso per il 2017

REDDITO FISSO | TEAM GLOBAL FIXED INCOME | APPROFONDIMENTI D'INVESTIMENTO | 2016

Il motore della crescita economica è pronto ad accendersi. I propulsori sono gli stimoli fiscali e le riforme normative. La reazione a catena per azionare i cilindri del motore parte dalle aspettative di un aumento della spesa per investimenti delle imprese, a cui fanno seguito i miglioramenti della produttività che dovrebbero infine generare crescita. L'economia ha fortemente risentito della carenza di investimenti aziendali e di produttività, che negli ultimi anni hanno penalizzato la crescita statunitense. Naturalmente sussistono vari rischi, in prevalenza di carattere geopolitico, commerciale e legati alle politiche protezioniste. I mercati sembrano scontare prospettive di miglioramento, ma tengono ancora conto di questi elementi di incertezza. Ciò significa che vi è spazio per un ulteriore rally degli attivi di rischio e un aumento dei rendimenti obbligazionari qualora tali rischi diminuiscano. Bisogna tuttavia tenere presente che la situazione potrebbe evolvere anche in senso opposto, e per tale motivo nel 2017 sarà di fondamentale importanza affidarsi a un portafoglio bilanciato.

AUTORI



JIM CARON
Managing Director
Team Global Fixed Income

I PUNTI SALIENTI

L'economia sembra destinata a seguire una traiettoria di crescita, trainata dalle aspettative di misure di stimolo fiscale e di una riforma del quadro regolamentare.

Sebbene vi sia spazio per un ulteriore apprezzamento degli attivi di rischio e un aumento dei rendimenti obbligazionari, il mercato sconta ancora alcuni rischi (soprattutto geopolitici, commerciali e protezionistici). Riteniamo che la presenza di questi rischi renda cruciale mantenere un portafoglio bilanciato nel 2017.

Tra le caratteristiche vincenti degli investimenti obbligazionari nel 2017 vi saranno probabilmente le seguenti: carry, fattori idiosincratici, miglioramento dei fondamentali e maggiore esposizione al credito a fronte di una minor sensibilità ai tassi d'interesse.

In base alle nostre idee d'investimento tematiche per il 2017, intravediamo opportunità nei mercati emergenti, nei titoli garantiti da ipoteche residenziali e nelle emissioni high yield.

È tuttavia importante contestualizzare. Le stime di consenso indicano attualmente una crescita del prodotto interno lordo statunitense del 2,2% per il 2017, rispetto a un output potenziale dell'1,5% in base alle stime pubblicate da Consensus Economics il 19 dicembre 2016. Se queste previsioni si rivelassero corrette, la crescita risulterebbe superiore al potenziale dello 0,70% nel 2017. In uno scenario ottimistico, l'espansione del PIL potrebbe essere del 3,0%, ovvero il doppio del potenziale. In entrambi i casi, nel secondo in misura maggiore che nel primo, la capacità inutilizzata si ridurrebbe e l'economia viaggerebbe a una velocità ben al disopra dei tassi di crescita potenziale. L'inflazione e i salari potrebbero quindi salire.

Qualora i dati economici mostrassero qualche tentennamento, vi sarebbe comunque un certo margine, in quanto la crescita dovrebbe scendere sotto l'1,5% prima che la capacità produttiva in eccesso inizi ad aumentare. Per concretizzarsi, questo scenario pessimistico richiederebbe la presenza di condizioni tali da neutralizzare propulsori di crescita quali gli stimoli fiscali e le riforme normative.

È questa, oggi, l'opinione prevalente sui mercati. Ma molte cose possono cambiare nel corso del tempo. Il reddito fisso costituirà ancora una componente importante dell'asset allocation nell'ambito di un portafoglio bilanciato. Alla luce della nostra tesi di apertura per il 2017, ci orientiamo verso le strategie che cercano di limitare il rischio di tasso d'interesse e mettere a frutto il rischio di credito e di spread per generare rendimenti. A nostro avviso, la gestione del rischio di tasso sarà fondamentale, ed in presenza di rialzi eccessivi dei prezzi degli attivi di rischio e dei rendimenti obbligazionari è probabile che nel corso dell'anno arrivi il momento di acquistare duration. Individuiamo opportunità in queste aree:

- Minore affidamento sulla duration per generare rendimenti (beta). Puntare a ottimizzare il rendimento per ogni unità di rischio di duration. Minore sensibilità ai tassi a fronte di maggiori esposizioni creditizie, idiosincratiche e tematiche.
- I rendimenti generati dagli attivi finanziari dipendono in larga misura dal regime economico. Riteniamo che il mercato stia attraversando una fase di transizione, con il passaggio da un'eccessiva dipendenza dalle politiche delle banche centrali quali propulsori di performance a valutazioni basate sui fondamentali economici. Questo cambiamento richiederà del tempo, ma indica un ritorno a condizioni di mercato più normali.

OPPORTUNITÀ D'INVESTIMENTO

Nel 2017 intendiamo seguire un approccio tematico. Tra le caratteristiche vincenti degli investimenti obbligazionari vi saranno probabilmente le seguenti: carry, fattori idiosincratici, miglioramento dei fondamentali e maggiore esposizione al credito a fronte di una minor sensibilità ai tassi d'interesse.

Alcuni esempi di settori del mercato del reddito fisso che soddisfano i nostri criteri tematici sono:

1 Mercati emergenti. Questa classe di attivo fa affidamento principalmente su tre fattori: i) la crescita globale, che nel 2017 dovrebbe accelerare dello 0,5% al 3,5% secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale (FMI), ii) il rialzo dei prezzi delle materie prime, alimentato dalla stabilizzazione della Cina e dei mercati globali e, da ultimo, iii) le ragioni di scambio. Quest'ultimo fattore rappresenta la maggiore incognita del 2017 poiché non siamo sicuri di quali saranno le politiche commerciali e protezionistiche statunitensi e quali ripercussioni avranno sul mondo emergente. Tuttavia, qualora il loro impatto si riveli meno pesante di quanto temuto, i mercati emergenti appaiono destinati a conseguire ottime performance nel 2017, specialmente se si considera che i fondamentali hanno già iniziato a migliorare.

- È probabile che un miglioramento delle ragioni di scambio avvantaggerà i Paesi esportatori di materie prime, come Perù, Sudafrica, Colombia, Cile e Russia.
- Tra le obbligazioni in valuta locale dei mercati emergenti, quelle delle nazioni esportatrici di commodity con tassi d'interessi elevati, ma anche con valute sottovalutate, dovrebbero offrire le maggiori opportunità di carry. Indonesia, Russia, Brasile e Colombia si segnalano quali potenziali opportunità d'investimento.

2 Titoli garantiti da ipoteche residenziali (RMBS). Questa classe di attivo ha beneficiato di un miglioramento dei fondamentali ma ha sottoperformato durante il rally degli attivi esposti al credito, ed offre pertanto un maggiore potenziale di rialzo nel 2017. Sia i fattori fondamentali che quelli tecnici sono favorevoli in quest'area. L'offerta è diminuita, e ciò ha fornito sostegno ai prezzi. I fondamentali creditizi sono migliorati, grazie al calo dei tassi di morosità dovuto al rafforzamento del mercato del lavoro e all'aumento dei redditi. In termini storici, gli indicatori dell'accessibilità dei prezzi degli immobili residenziali sono favorevoli per gli acquirenti di abitazioni di nuova costruzione. Le caratteristiche vincenti del nostro tema d'investimento 2017 sono ben rispecchiate dai titoli garantiti da ipoteche residenziali (RMBS). Gli investitori hanno l'opportunità di acquistare obbligazioni a tasso fisso a prezzi scontati, con un buon carry e margini positivi ("excess spread") stabili. In questo segmento si possono individuare attivi di elevata qualità creditizia e potenziali beneficiari di cambiamenti normativi in grado di sostenerne i prezzi.

3 Obbligazioni high yield. Questa classe di attivo tende a essere meno sensibile ai tassi d'interesse e si affida maggiormente a fattori più idiosincratici e alle condizioni creditizie quali propulsori di performance. Nel 2017 ci aspettiamo un calo dei tassi d'insolvenza e un miglioramento dei fondamentali economici. Siamo propensi a credere che le fasce singola B e CCC del mercato siano le più appetibili, principalmente perché tendono a essere meno sensibili ai tassi. Industrie di base, settore manifatturiero e alimentari e bevande sono aree che giudichiamo positivamente.

Questi sono solo alcuni esempi specifici delle opportunità d'investimento offerte dal reddito fisso nel 2017. Riteniamo che gli investitori dovranno affidarsi a un portafoglio diversificato, all'interno del quale il reddito fisso rappresenti ancora una componente importante. Consigliamo inoltre di integrare l'allocazione nel reddito fisso con posizioni in comparti obbligazionari a gestione attiva e privi di vincoli. Questi fondi possono avere il vantaggio di ridurre i rischi di correlazione e generare rendimenti potenzialmente superiori.¹

¹ La diversificazione non elimina il rischio di perdite.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

L'uso del presente materiale è consentito ai soli clienti professionali, ad eccezione degli Stati Uniti, dove ne sono consentite la redistribuzione e l'utilizzo presso il pubblico.

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

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

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 accuratezza o completezza.

Tutte le informazioni contenute in questo documento vengono fornite a fini informativi ed educativi e non vanno intese come raccomandazioni. Le informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. Inoltre, il presente materiale non costituisce un'offerta o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di alcun titolo o strumento né alla partecipazione a strategie di trading.

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero la possibilità che i valori di mercato dei titoli detenuti dal portafoglio diminuiscano. Di conseguenza, l'investimento in un portafoglio a reddito fisso può comportare una perdita di capitale per l'investitore. Inoltre, un portafoglio a reddito fisso può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi. I **titoli a reddito fisso** sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse crescenti, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. I titoli a più lungo termine possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di discesa dei tassi d'interesse, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. Determinati **titoli di Stato Usa** 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. 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. Il **mercato valutario** è altamente volatile e i suoi prezzi sono influenzati da diversi fattori, tra cui la dinamica della domanda e dell'offerta di una determinata valuta; il commercio; i programmi e le politiche fiscali, monetarie e di controllo della valuta nazionale o estera;

e le variazioni dei tassi d'interesse nazionali o esteri. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. Investire nei **paesi emergenti** comporta rischi maggiori che investire nei mercati esteri in generale. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere materialmente 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).

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

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non siano vietate 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 è chiamato a 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.

EMEA

La presente comunicazione è stata pubblicata e autorizzata nel Regno Unito da Morgan Stanley Investment Management Limited, 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA, una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority, per la distribuzione esclusiva a soggetti che si qualificano come "professional clients" (clienti professionali), ed è fatto divieto ai "retail clients" (clienti privati) di farvi affidamento o di prendere decisioni in base alla stessa (ai sensi delle definizioni contenute nei regolamenti della Financial Conduct Authority britannica).

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 tali soggetti. 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. I soggetti che vogliono valutare un investimento devono sempre assicurarsi di aver ricevuto raccomandazioni esaurienti dall'intermediario finanziario circa l'opportunità dell'investimento.

STATI UNITI

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

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

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

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

Hong Kong

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

Singapore

Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'Sfa, fermo restando che anche

in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA; o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. In particolare, le quote dei fondi d'investimento che non hanno ricevuto l'autorizzazione o il riconoscimento della Monetary Authority of Singapore (MAS) non possono essere offerte agli investitori retail; qualunque documentazione scritta distribuita ai soggetti di cui sopra in relazione a un'offerta non costituisce un prospetto ai sensi della definizione dell'SFA e, di conseguenza, la responsabilità prevista dall'SFA riguardo il contenuto dei prospetti non è applicabile, e gli investitori dovrebbero considerare con attenzione se l'investimento è adatto o meno alle proprie esigenze.

Australia

La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, Afsl n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale clients" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

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

Esplorate il nostro nuovo sito all'indirizzo
www.morganstanley.com/im