

Prospettive per il 2017

Un treno inarrestabile?

SOLUTIONS & MULTI ASSET | TEAM GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | APPROFONDIMENTI MACRO | 2017

Nel corso dell'ultimo anno e mezzo, i mercati globali sono stati colpiti da forti scosse di volatilità. Gli shock sono cominciati nell'agosto 2015, quando il VIX, l'indice della volatilità, ha superato addirittura la soglia dei 40 punti (a fronte di livelli tipicamente compresi tra 15 e 20)¹. Questa impennata della volatilità, in parte innescata dal timore che l'economia cinese si trovasse in serie difficoltà, ha contribuito al tracollo del mercato azionario cinese e alla svalutazione a sorpresa dello yuan. A questo shock iniziale si è aggiunta una rapida successione di importanti scosse di assestamento durante tutto il 2016, tra cui il collasso dei prezzi petroliferi a gennaio/febbraio, la Brexit a giugno e infine le elezioni statunitensi a novembre (Figura 1).

Questi successivi tremori hanno sollevato tanta "polvere" da offuscare il giudizio degli investitori circa l'andamento dell'economia. Fino a poco tempo fa osservatori economici esperti quali i Governatori della Federal Reserve USA ritenevano "i rischi di breve termine per le prospettive economiche alquanto bilanciati" e sostenevano che l'inflazione e "gli sviluppi economici e finanziari globali" dovessero essere "attentamente monitorati."²

I programmi di entrambi i candidati alla presidenza americana contenevano notevoli stimoli fiscali; Hillary Clinton ha promesso il "maggior investimento in posti di lavoro ben retribuiti dalla Seconda guerra mondiale"³. Da candidato, Trump ha ribadito fino allo sfinito che la

AUTORE



ANDREW HARMSTONE
Managing Director

Andrew Harmstone è Lead Portfolio Manager per la strategia Global Balanced Risk Control (GBaR) e fa parte del Global Multi Asset Group, guidato da Cyril Mouillé-Berteaux. È approdato a Morgan Stanley nel 2008 e vanta 35 anni di esperienza nel settore.

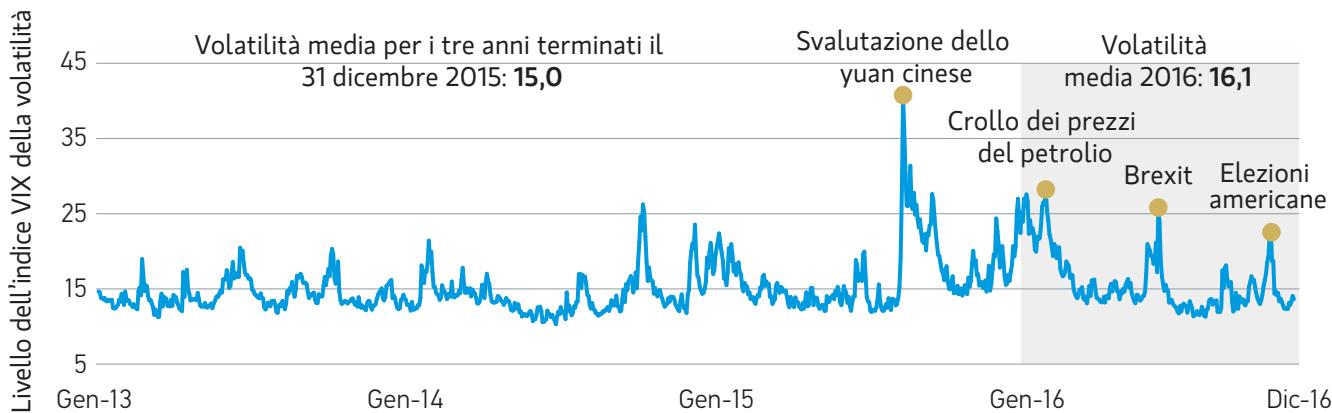
¹ Bloomberg

² Comunicato stampa della Federal Reserve, 2 novembre 2016.

³ 22 giugno 2016, sito internet della campagna presidenziale 2016 di Hillary Clinton: www.hillaryclinton.com/issues/jobs



FIGURA 1
Volatilità elevata nel 2016



crescita economica statunitense era debole, parlando dell'attuale ripresa come della "più debole presunta ripresa economica dalla Grande depressione."⁴ In un discorso tenuto a settembre 2016 presso l'Economic Club di New York, Trump ha promesso di rilanciare la crescita economica annua al 3,5% e di creare 25 milioni di posti di lavoro. Il suo piano si basa su ingenti stimoli fiscali sotto forma di drastici tagli delle imposte.

Dopo le elezioni di novembre, il Presidente eletto deve aver appreso non senza sorpresa che i recenti tremori economici non hanno affatto messo in panne il motore dell'economia americana. Tutt'altro: il treno è sfrecciato fuori dalla polvere a tutta velocità, avendo già viaggiato a un ritmo del 3,2% nel terzo trimestre (crescita annualizzata calcolata dal Bureau of Economic Analysis statunitense, BEA). Inoltre, a novembre il tasso di disoccupazione è sceso al 4,6%⁵, inducendo a domandarsi se l'economia USA sia davvero in grado di assorbire molti altri posti di lavoro – figurarsi 25 milioni.

La forza inattesa dell'economia americana potrebbe essere il frutto di due temi su cui abbiamo puntato nel corso del 2016. Il primo riguarda la probabile stabilizzazione della crescita sia in Cina che a livello mondiale. Il secondo attiene alla possibilità che il settore petrolifero si trasformi da fattore di freno per l'economia (a causa dei tagli agli

investimenti) a contributo positivo, dato che i soldi risparmiati in benzina hanno permesso ai consumatori di spendere di più per altri beni discrezionali.

Cosa ancor più importante, l'attuale vigore dell'economia ha spiazzato gli obbligazionisti, che si affannano ora a vendere titoli sovrani con rendimenti insolitamente bassi, uno spostamento che avevamo previsto e che si sta ora materializzando. Persino l'apprezzamento del dollaro USA, dovuto all'aumento dei tassi d'interesse sul debito sovrano causato dalle vendite di cui sopra, è a nostro avviso in grado di accelerare questa ripresa globale, in quanto per gli americani diventa più economico importare beni e servizi dall'estero. Sono tutti stimoli che avvantaggiano l'economia mondiale nel suo insieme.

Il mercato delle opzioni pondera il nuovo scenario

Anche il mercato delle opzioni ha segnalato una variazione significativa delle percezioni degli investitori, che sono passati dall'essere preoccupati per la prossima fase ribassista al temere di lasciarsi scappare quella rialzista. Il grafico degli skew di volatilità (Figura 2) mette a confronto la volatilità implicita di un'opzione call a un mese sull'S&P 500 venduta oggi con una venduta un mese fa.

Esso mostra che oggi la volatilità implicita tende ad essere inferiore. A fare eccezione sono le opzioni call out of the

money, dove sembra esserci una forte domanda di partecipazione ai rialzi e una minore attenzione al rischio di ribasso, anche se l'indice ha già guadagnato più del 5%. Per dirla con Myron Scholes, *«Nelle ultime settimane il rischio per gli investitori ha subito uno spostamento radicale, passando dalla protezione contro l'“orso” alla possibilità di perdersi l'avanzata del “toro”»*.⁶

Questo cambiamento nel mercato delle opzioni potrebbe segnalare il fatto che gli investitori più esperti ritengono che i rischi al ribasso si sono fortemente ridotti. Analogamente, nelle ultime settimane la volatilità è nettamente diminuita, e sia l'Euro Stoxx 50 sia il Nikkei 225 fanno da eco al VIX mostrando livelli correnti di volatilità inferiori alle rispettive medie quinquennali. Benché ciò possa talvolta indicare un eccesso di ottimismo, oggi pare trattarsi più che altro di un cambio di prospettiva degli investitori, che sono diventati più fiduciosi, perlomeno nel breve termine.

Un sistema di frenata non collaudato

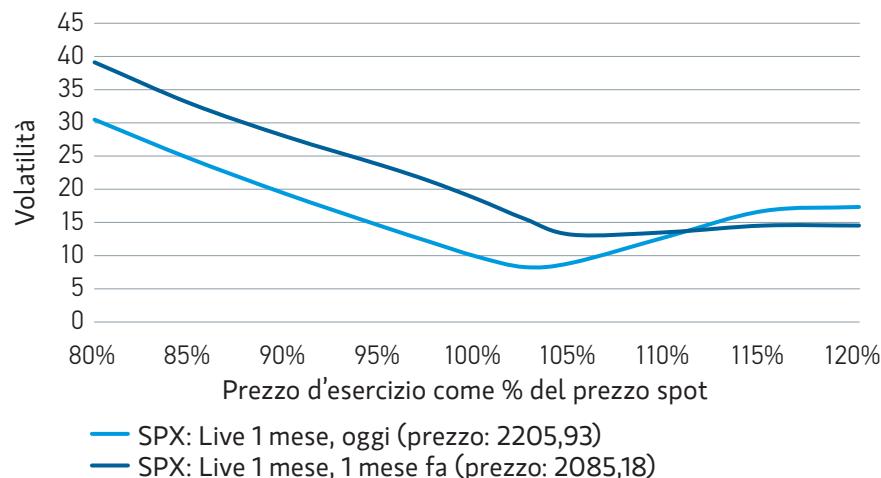
Il giudizio positivo che gli investitori sembrano adottare sulle prospettive economiche è, a nostro avviso, fortemente influenzato dall'aspettativa che Trump da Presidente implementi la promessa di un corposo piano di stimolo fiscale ("mille miliardi di dollari")? costituito da tagli delle imposte e

⁴ Factsheet del 15 settembre 2016: Donald J. Trump's Pro-Growth Economic Policy will Create 25 million jobs ("La politica economica pro-crescita di Donald J. Trump creerà 25 milioni di posti di lavoro").

⁵ 29 novembre 2016, National Income and Product Accounts, Prodotto interno lordo: Terzo trimestre 2016 (seconda stima) Utili societari: Terzo trimestre 2016 (stima preliminare)

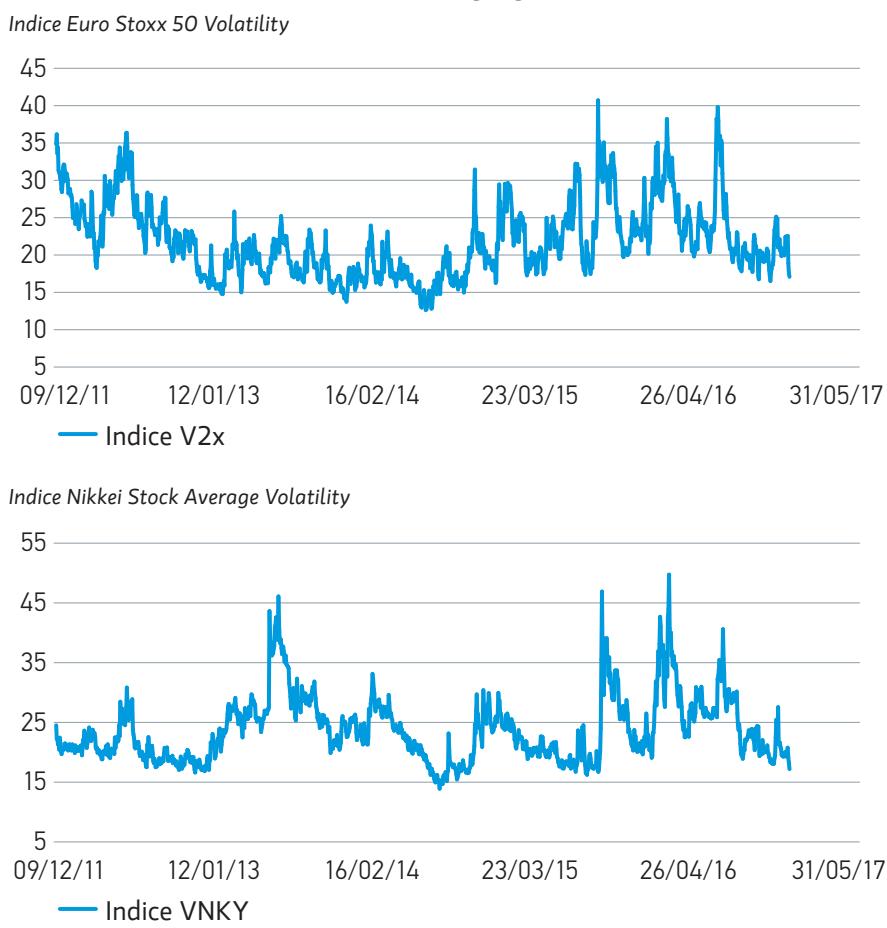
⁶ Myron Scholes e Ash Alankar, 28 novembre 2016.

FIGURA 2
Forte domanda di partecipazione ai rialzi



Al 6 dicembre 2016; Bloomberg

FIGURA 3
La volatilità è diminuita in tutte le aree geografiche



Al 7 dicembre 2016; Bloomberg

progetti infrastrutturali. Da un articolo Reuters si apprende che un membro del team di transizione di Trump ha dichiarato la promulgazione della "legge per i finanziamenti infrastrutturali" una delle massime priorità per i primi 100 giorni di governo.⁷

La spesa infrastrutturale può essere utile per creare posti di lavoro destinati alle persone senza laurea universitaria, un bacino elettorale chiave per Trump. Ma questi posti di lavoro aggiuntivi servono davvero? Il Presidente della Fed Janet Yellen, nella sua conferenza stampa del 15 dicembre, ha affermato che "malgrado il possibile eccesso di offerta residuo nel mercato del lavoro... a questo punto... non è detto che ci sia bisogno della politica fiscale per fornire stimoli che ci aiutino a tornare alla piena occupazione".⁸

Inoltre, sebbene la laurea non sia richiesta, chi lavora in opere infrastrutturali deve comunque essere in possesso di competenze specialistiche. Secondo Reuters, il numero di lavoratori con le giuste abilità professionali potrebbe essere inferiore alla domanda. Se verranno introdotti nuovi e significativi stimoli fiscali e la penuria di lavoratori qualificati si rivelasse un ostacolo, si potrebbe facilmente creare inflazione salariale invece di crescita reale. Tra un anno, potremmo cominciare a dover fare i conti con le conseguenze inflazionistiche dello stimolare un'economia che è già prossima alla piena capacità.

A fare da contrappeso cruciale in un'economia iperstimolata e inflazionistica è l'atteggiamento vigile della banca centrale, pronta a inasprire la politica monetaria per mettere freno a una crescita eccessiva. Uno dei problemi cui vanno incontro le banche centrali, tuttavia, è che il momento migliore per alzare i tassi è quando nessuno crede che lo sia, ovvero agire prima che sia evidente l'esigenza di intervenire. Come Paul Volcker ebbe a dire, *"Il lungo termine arriva all'improvviso"*.⁹ Resta

⁷ 19 dicembre 2016, Trump's infrastructure splurge would collide with U.S. skilled labor crunch ("La corsa alle infrastrutture di Trump destinata a scontrarsi con la penuria di manodopera qualificata negli Usa")

⁸ 14 dicembre 2016, The Guardian, Janet Yellen: US interest rate rise 'vote of confidence' in economy ("Janet Yellen: l'aumento dei tassi d'interesse USA è un 'voto di fiducia' nei confronti dell'economia").

⁹ Paul A. Volcker e Peter G. Peterson, 22 ottobre 2016.

da vedere se la Fed dovrà e sarà pronta ad alzare i tassi in maniera aggressiva quando “nessuno riterrà che sia giunto il momento”.

Anche se la Fed è pronta a intervenire in maniera decisiva in presenza di un’economia iperstimolata, è importante sapere che il sistema di frenata a sua disposizione è nuovo e non è ancora stato testato. Nel dopoguerra, per rallentare l’economia la Fed ricorreva a operazioni sul mercato monetario che riassorbivano le “riserve in eccesso” dal sistema bancario. Queste riserve sono i finanziamenti erogati dalle banche alle imprese, che a loro volta vanno a finanziare gli investimenti aziendali. Una volta prelevati questi surplus, i tassi d’interesse sui capitali residui aumentavano bruscamente e la crescita trainata dagli investimenti doveva rallentare. Dopo la crisi del 2008, tuttavia, i programmi di allentamento quantitativo (Quantitative Easing, QE) della Fed hanno creato immense riserve in eccesso, pari a circa USD 2.000 miliardi a novembre 2016 (circa l’11% del PIL nominale).¹⁰ Prima del 2008, il livello delle riserve eccedenti era irrisorio, ossia pari a USD 1,5 miliardi.¹¹

Viste le dimensioni esorbitanti delle riserve in eccesso, è irrealistico aspettarsi che la Fed possa assorbire tutte dal sistema bancario come faceva prima del 2008. Un metodo alternativo per impedire alle banche di concedere in prestito le riserve eccedenti quando l’economia è iperstimolata è di pagare un tasso d’interesse sufficientemente elevato su tali riserve da far sì che il sistema bancario le mantenga presso la Fed. Se questo tasso, chiamato Interest Rate on Excess Reserves (IOER), è sufficientemente al di sopra del tasso che le banche possono guadagnare prestando i soldi alle imprese, le riserve in eccesso rimarranno presso la Fed invece di essere concesse in prestito all’esterno. Le imprese andranno verosimilmente incontro a una carenza di fondi d’investimento e l’economia potrebbe rallentare esattamente come in passato.

Il problema di questo approccio è che la Fed potrebbe dover pagare un tasso d’interesse davvero molto alto alle banche

per impedire la concessione in prestito delle riserve in eccesso qualora il motore economico risultasse surriscaldato. Anche se in teoria non c’è un limite al tasso pagabile dalla Fed, vi sarebbero degli ostacoli politici. Anzitutto, a meno di essere economisti monetari, l’idea di pagare le banche per non prestare i loro soldi può apparire alquanto bizzarra. È come pagare qualcuno perché non svolga il proprio lavoro. Questo punto verrà probabilmente sollevato in Congresso in caso di discussione del tasso IOER. Inoltre, l’innalzamento del tasso IOER a livelli elevati farebbe quasi certamente scattare un’indagine del Congresso, in quanto al momento la Fed realizza un “profitto” sull’interesse che percepisce per i Treasury USA detenuti. Questo profitto viene restituito al Tesoro statunitense e va a ridurre il disavanzo pubblico degli Stati Uniti, dunque si tratta di una posta altamente visibile e di grande valenza politica. Se la Fed dovesse pagare un tasso IOER alto, l’interesse pagato potrebbe superare il reddito percepito sulle obbligazioni detenute. In questo modo, un tasso IOER elevato può “far aumentare” il disavanzo pubblico statunitense, il che farebbe quasi certamente scattare un riesame al Congresso.

E se i freni non funzionassero?

Se la Fed non intervenisse tempestivamente, tuttavia, o se il fermento politico dovuto all’aumento del tasso IOER fino a un livello veramente capace di frenare l’economia impedisce alla Fed di evitare il surriscaldamento della macchina economica, potrebbe esserci un altro modo per raffreddare un’economia americana iperstimolata. Si tratta dell’aumento dei tassi d’interesse nella porzione a più lunga scadenza del mercato dei Treasury USA, controllata più dalle forze di mercato che dalla Fed. Di fatto, recentemente abbiamo assistito a un netto rialzo di questi tassi d’interesse a più lungo termine. Tuttavia, è importante ricordare che i tassi d’interesse sono globali, e che esiste l’arbitraggio tra i diversi mercati al fine di generare rendimenti. Se le economie estere che portano ancora avanti piani di QE, in primis Europa e Giappone, sono ancora indietro agli Stati Uniti in quanto a crescita economica, le loro banche centrali potrebbero tentare

di compensare un aumento dei tassi in tali regioni.

Se i tassi d’interesse giapponesi cominciano a salire al di sopra dei target a causa del rialzo dei tassi statunitensi, ad esempio, è probabile che la Banca del Giappone cerchi di spingerli nuovamente al ribasso. Qualora invece i tassi giapponesi non aumentino, gli investitori giapponesi continueranno verosimilmente ad andare in cerca di obbligazioni statunitensi, il che potrebbe far ridiscendere i rendimenti USA. Analogamente, vista la crescita europea inferiore a quella statunitense, è ragionevole supporre un proseguimento del QE in Europa al fine di continuare a sopprimere i rendimenti obbligazionari europei e dunque anche quelli americani. In altre parole, gli acquisti attivi di obbligazioni nell’ambito dei piani di QE delle banche centrali con capacità di spesa illimitate in Europa e Giappone, con l’obiettivo di mantenere bassi i rendimenti, metteranno probabilmente un freno all’entità dei potenziali rialzi dei tassi negli Stati Uniti. Ciò fa emergere il rischio che i tassi USA non riusciranno a raffreddare sufficientemente un’economia iperstimolata.

Pertanto, se la nuova amministrazione si insedia e comincia a stimolare seriamente l’economia con molta più spesa infrastrutturale, tagli alle tasse, spesa militare e così via, potremmo accorgerci che i tassi d’interesse statunitensi non potranno mai salire abbastanza da fermare la crescita in eccesso. Se a ciò si unisce il traino esercitato anche da Europa e Giappone, i freni del treno in corsa potrebbero non essere più all’altezza della situazione.

Mercato azionario: aspettative molto alte

Sebbene non sia dato conoscere con esattezza la natura delle nuove politiche dell’amministrazione Trump, il mercato ha già messo in conto effetti altamente stimolatori: le operazioni in obbligazioni sono in aumento, il dollaro USA è in rialzo e yen ed euro sono in ribasso. Ma se i rendimenti obbligazionari non salgono abbastanza da compensare gli stimoli – perché viene permesso al motore di surriscaldarsi o perché le banche

¹⁰ Novembre 2016, Riserve aggregate delle istituzioni depositarie e base monetaria - H.3

¹¹ *Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves?* (“Perché le banche detengono così tante riserve in eccesso?”) Todd Keister e James McAndrews, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n. 380, luglio 2009, classificazione JEL: E58, G21, E51

FIGURA 4**I mercati emergenti sembrano aver toccato il punto minimo d'inversione**

Fonte: Al 1° dicembre 2016; Bloomberg

centrali europea e giapponese sopprimono attivamente la crescita dei rendimenti USA – il contesto potrebbe diventare propizio per il mercato azionario.

Giappone: una scommessa aperta

Ora che i suoi mercati, tanto negli Stati Uniti quanto in Cina, si sono stabilizzati, il Giappone sembra destinato a beneficiare di un deprezzamento dello yen. E con il tasso di cambio su livelli anomali e sfavorevoli, molti investitori hanno deciso di fare il salto e assumersi il rischio valutario. Visto che il dollaro USA sta salendo, sembra, questa, una scommessa ragionevole. I prezzi petroliferi sono sempre un fattore da tenere in conto quando si parla del Giappone, ma anch'essi paiono essersi stabilizzati. Malgrado la proposta di tagliare la produzione emersa all'ultima riunione dell'OPEC, riteniamo che i produttori di scisto statunitensi potrebbero entrare in gioco non appena le quotazioni supereranno la soglia dei 50 dollari.

Mercati emergenti: sottoperformance ingiustificate

Subito dopo l'elezione di Donald Trump, i mercati emergenti hanno registrato una forte sottoperformance. Da fine maggio fino alle presidenziali americane avevano fatto meglio delle piazze sviluppate, ma dopo l'esito elettorale hanno subito una marcata correzione, soprattutto in America Latina. Da inizio trimestre ad oggi, l'S&P 500 è in rialzo dell'1,46%¹² e l'MSCI All Country World è in calo dell'1,18%¹², per uno scarto del 2,64%.¹² E dato che metà dell'MSCI

è costituita da società dei mercati sviluppati comprese nell'indice S&P 500, la differenza di performance supera il 5%.¹²

I mercati **latinoamericani** hanno subito il colpo più duro, ma anche quelli **asiatici** hanno perso quota. Persino l'**India**, che non sembra essere un bersaglio diretto delle politiche di Trump, ha corretto. Qui, tuttavia, la situazione è aggravata dal cambiamento improvviso e drastico apportato da Modi alla struttura monetaria del paese. L'effetto netto è stato notevole e probabilmente ingiustificato, in particolare in un contesto in cui la forte espansione dell'economia americana, il rafforzamento del dollaro e l'ascesa delle materie prime trascinano al rialzo il resto del mondo, facendo crescere le esportazioni indiane verso gli USA. Di fatto, le prospettive sottostanti per l'economia in molti di questi paesi sono a nostro avviso alquanto positive, malgrado la possibilità di introduzione di nuovi dazi ad opera del neo segretario al Tesoro, Steven Mnuchin.

Come mostra il grafico, la correzione dei mercati emergenti sembra aver raggiunto il minimo, il che avalla la nostra tesi circa il fatto che la sua origine non è da rintracciarsi in un deterioramento dei fondamentali. Di contro, riteniamo che i ribassi siano stati eccessivi e che potrebbe essere il caso di mantenere se non addirittura di incrementare l'esposizione ai mercati emergenti in questo momento.

Altrove nel mondo emergente, l'area **EMEA** e in particolare la **Russia** si prefigurano come possibili beneficiarie

della volontà del Presidente eletto Trump di rinegoziare le sanzioni con Mosca. La regione potrebbe dunque sovrapreformare, ma tale eventualità è stata probabilmente già scontata dai mercati. Il mercato russo, ad esempio, ha contenuto le perdite rispetto al Messico, che viene percepito sotto il tiro diretto delle politiche di Trump.

Reddito fisso: sapere dove si annidano i rischi

Anche se il contesto potrebbe essere favorevole per il mercato azionario, l'aumento dei tassi d'interesse appare estremamente negativo per il debito sovrano. All'interno del segmento a reddito fisso, i titoli high yield tendono a essere meno esposti al rialzo dei tassi. Viste le attuali condizioni economiche positive, il settore high yield potrebbe beneficiare della diminuzione dei tassi d'insolvenza e di una possibile contrazione dei differenziali creditizi. Ma anche nei migliori scenari, i titoli ad alto rendimento non sono del tutto immuni a un'ascesa sostenuta dei tassi d'interesse.

Su tali premesse, raccomandiamo uno spostamento sugli strumenti con un maggiore rischio di credito e un'esposizione inferiore al rischio di tasso. Per quanto riguarda le categorie di maggiore qualità, tendiamo a prediligere i titoli con scadenze più brevi.

Prospettive per il 2017: l'auspicio è di restare in carreggiata

Le nostre previsioni per il 2017 sono ottimistiche nel breve termine. Al momento gli investitori hanno molto di cui rallegrarsi: un'economia americana in forma smagliante, stabilità in Cina e i tanto attesi benefici dei bassi prezzi petroliferi sui consumi discrezionali.

Nel lungo termine, tuttavia – soprattutto a 2017 inoltrato e oltre – bisogna capire se il nuovo "capo pompiere" dell'economia statunitense (e per molti versi del mondo intero), il Presidente eletto Trump, alimenterà il motore economico con più stimoli di quanti ne possa assorbire. Il pericolo del "treno inarrestabile" aumenta se le pressioni inflazionistiche cominciano ad accumularsi a causa della penuria di manodopera qualificata o di altri problemi sul fronte della capacità produttiva. Il nuovo sistema di frenata della Fed potrebbe venire testato prima del previsto.

¹² Al 1° dicembre 2016; Bloomberg

INFORMAZIONI IMPORTANTI

L'uso del presente commento 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 espresse sono quelle dell'autore alla data di pubblicazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti del mercato o delle condizioni economiche 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 Morgan Stanley Investment Management.

Tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non sono da intendersi quale raccomandazione od offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. Le informazioni di cui al presente non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno 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.

Gli investimenti comportano dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. Le valutazioni dei titoli azionari tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. 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. Gli investimenti nei mercati esteri comportano rischi speciali, tra cui 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 esteri sviluppati. I Real Estate Investment Trust sono soggetti a rischi simili a quelli legati alla proprietà diretta di immobili e dipendono da fattori quali le capacità di gestione dei dirigenti e le modifiche della normativa fiscale.

Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo. **La performance passata non è garanzia di risultati futuri.**

L'indice **Market Volatility (VIX) del Chicago Board Options Exchange (CBOE)** mostra le aspettative del mercato per la volatilità a 30 giorni. L'indice **S&P 500®** misura la performance del segmento a grande capitalizzazione del mercato azionario statunitense e copre all'incirca il 75% di tale mercato. L'indice comprende 500 tra le principali società che operano nei settori di punta dell'economia statunitense. L'indice **MSCI All Country World (ACWI)** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato e corretto per il flottante che misura la performance dei mercati azionari sviluppati ed emergenti. Il termine "flottante" è riferito alla quota di azioni in circolazione considerate disponibili per l'acquisto da parte degli investitori sui mercati azionari pubblici. La performance dell'indice è espressa in dollari Usa e prevede il reinvestimento dei dividendi netti. L'indice **Nikkei 225** è un indice ponderato per i prezzi che segue l'andamento delle 225 maggiori società nipponiche quotate alla Borsa di Tokyo. L'indice **Euro Stoxx 50** è un indice azionario ponderato per la capitalizzazione di mercato delle 50 maggiori società europee quotate in borsa operanti nei paesi dell'area euro. Le società vengono selezionate dai 18 superindici settoriali Dow Jones Euro Stoxx, i cui costituenti vengono classificati per dimensioni e inseriti in una lista di potenziali candidati. Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni o oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutti gli indici

ci 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.

La **Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC)** è un cartello costituito da nazioni produttrici di petrolio che regolano il quantitativo di petrolio che ogni paese può produrre. Sono membri dell'Opec paesi quali l'Arabia Saudita, l'Iran e l'Iraq. **Out of the money (OTM)** è un termine utilizzato per riferirsi a un'opzione call il cui prezzo d'esercizio è superiore al prezzo di mercato dell'attivo sottostante, ovvero a un'opzione put il cui prezzo d'esercizio è inferiore al prezzo di mercato dell'attivo sottostante. Per **corso azionario** s'intende il prezzo pagato per acquistare un titolo in borsa. Il **prezzo spot** è il prezzo di mercato corrente al quale un'attività viene comprata o venduta dietro pagamento e consegna immediati. Per **Quantitative Easing (QE)** s'intende l'immissione di nuova moneta all'interno della base monetaria da parte di una banca centrale. Un'**opzione call** è un'opzione ad acquistare un'attività a un prezzo concordato a oppure entro una data prefissata. Il **corso di cambio** (noto anche come Fx - foreign exchange, tasso forex o aggio) tra due valute è il tasso al quale una valuta può essere scambiata per l'altra. Indica anche il valore della moneta di un paese rispetto a quella di un altro paese.

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 commento 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.

EMEA

Il presente documento è stato pubblicato e autorizzato 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 allo stesso (ai sensi delle definizioni contenute nei regolamenti della Financial Conduct Authority britannica).

STATI UNITI

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 potrà circolare né essere distribuito, direttamente o indirettamente, a soggetti di Singapore che non siano (i) un "accredited investor" (ii) un "expert investor" o (iii) un "institutional investor" ai sensi della Section 4A del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"); o (iv) altro soggetto, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla SFA.

AUSTRALIA

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

Tutte le informazioni di cui al presente sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

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