

Global Fixed Income Bulletin

E la vita va avanti...

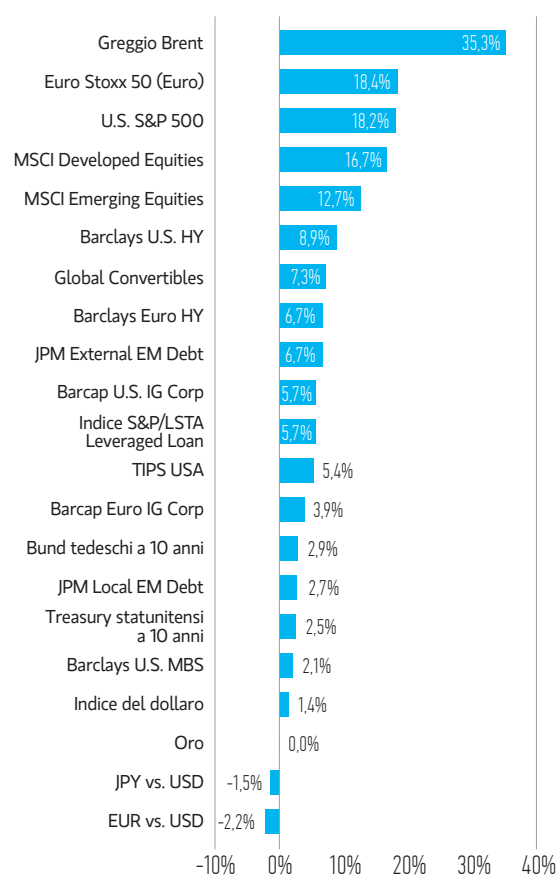
FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | MAGGIO 2019

Nel mese, le obbligazioni hanno esibito andamenti contrastanti. I rendimenti dei titoli di Stato dei Mercati Sviluppati e degli omologhi in valuta locale dei Mercati Emergenti sono aumentati, uno sviluppo tutt'altro che inaspettato dopo il deciso recupero di marzo. Tuttavia, il mese è stato positivo per le obbligazioni orientate al credito (investment grade, high yield, titoli in valuta estera dei Mercati Emergenti) che hanno tratto vantaggio dal calo dei rendimenti e dalla contrazione degli spread. Che cosa si cela dietro queste dinamiche? I dati economici hanno superato le attese, soprattutto grazie al miglioramento congiunturale di Cina e Stati Uniti, segnalando che la fase di rallentamento globale che era così palese nel secondo semestre del 2018 e nel primo trimestre di quest'anno volgeva al termine. Negli Stati Uniti, la crescita del prodotto interno lordo (PIL) del primo trimestre è stata di gran lunga superiore alle attese, anche se ha in parte beneficiato delle dinamiche del secondo trimestre in termini di accumulo delle scorte. Le banche centrali hanno continuato a sostenere l'economia astenendosi da qualsiasi mossa che potesse far pensare a un orientamento poco accomodante della politica monetaria nei prossimi trimestri.

Le prospettive degli attivi rischiosi appaiono ragionevoli considerando che l'economia americana non si trova in una fase di eccessivo vigore o rallentamento e la Federal Reserve (Fed) statunitense è quindi in modalità attendista, mentre le altre banche centrali del G10 perseguono politiche espansive e la crescita cinese sta per raggiungere il punto di svolta. Nella maggior parte dei mercati dei titoli di Stato dei Paesi Sviluppati, le valutazioni appaiono eccessive e i rendimenti presentano un maggiore potenziale di rialzo che non di ribasso, segno che gli investitori si aspettano una politica monetaria più accomodante che potrebbe non concretizzarsi. In ogni caso, visto che la maggior parte delle economie e delle politiche si sforzano di mantenere un certo equilibrio, dovremmo aspettarci che la volatilità si mantenga bassa e che la dinamica degli attivi rischiosi (high yield ed emergenti) sia positiva, salvo fattori idiosincratici specifici a livello aziendale o nazionale. In altri termini, i rischi di un rallentamento congiunturale si sono attenuati, ma non abbastanza da indurre le banche centrali a temere una crescita troppo vigorosa. E la vita va avanti... se solo potessimo liberarci di quei fastidiosi attriti commerciali!

FIGURA 1

Andamento degli attivi da inizio anno



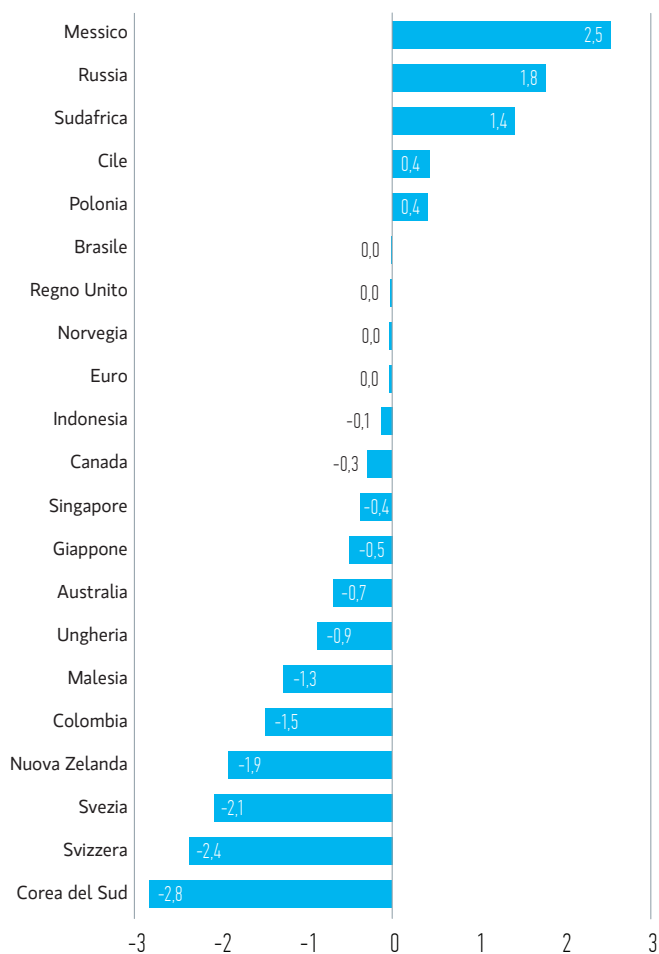
Nota: performance in USD. Fonte: Thomson Reuters Datastream. Dati al 30 aprile 2019. Gli indici riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.** Per le definizioni degli indici si rimanda alle pagg. 6 e 7.

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di Gestione del portafoglio ad Maggio 2019 e possono variare in base alle condizioni economiche, di mercato e di altra natura. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

FIGURA 2

Variazioni valutarie mensili rispetto all'USD

(+ = apprezzamento)



Fonte: Bloomberg. Dati al 30 aprile 2019. Nota: per variazione positiva si intende l'apprezzamento della valuta nei confronti dell'USD.

FIGURA 3

Principali variazioni mensili dei rendimenti e degli spread decennali

PAESE	LIVELLO REND. A 10 ANNI (%)	VARIAZIONE MENSILE (PB)	SPREAD A 10 ANNI(PB)	VARIAZIONE MENSILE (PB)
(Spread sui Treasury)				
Stati Uniti	2,50	+10		
Regno Unito	1,19	+19	-132	+9
Germania	0,01	+8	-249	-1
Giappone	-0,04	+4	-254	-6
Australia	1,79	+1	-71	-8
Canada	1,71	+10	-79	0
Nuova Zelanda	1,90	+10	-60	0
(Spread sui Bund)				
Francia	0,37	+5	36	-3
Grecia	3,37	-37	336	-45
Italia	2,56	+7	254	-2
Portogallo	1,12	-14	110	-22
Spagna	1,00	-10	99	-18
ME	REND. LOCALE INDICE (%)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)	SPREAD IN USD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
Spread debito estero ME			363	-8
Rend. locale ME				
Spread obbl. societarie ME			286	-12
Brasile	8,23	+3	245	-3
Colombia	6,35	+19	176	-8
Ungheria	2,12	+29	100	-16
Indonesia	7,92	+19	180	-16
Malesia	3,83	+4	126	-5
Messico	8,20	+7	292	-16
Perù	5,30	-5	126	-4
Filippine	5,20	-14	79	-11
Polonia	2,42	+14	44	-13
Russia	7,92	-15	199	-28
Sudafrica	9,39	-1	306	-9
Turchia	21,17	+162	502	+7
Venezuela	—	—	5546	+322
CREDITO			SPREAD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
IG USA			111	-8
IG EUR			107	-16
HY USA			358	-33
HY EUR			347	-29
PRODOTTI CARTOLARIZZATI				
MBS di agenzia			84	+7
CMBS BBB USA			255	-13

Positive Neutral Negative

Fonte: Bloomberg, JP Morgan. Dati al 30 aprile 2019.

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di Gestione del portafoglio ad Maggio 2019 e possono variare in base alle condizioni economiche, di mercato e di altra natura. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

Prospettive per il mercato obbligazionario

I dati pubblicati, gli adeguamenti delle politiche e gli annunci ufficiali indicano un'evoluzione nel senso della continuità: ripresa economica, inflazione stabile/bassa, politica monetaria stabile-accomodante. Riteniamo che le valutazioni rappresentino la sfida principale per la persistenza di buone performance dei titoli societari e cartolarizzati nonché del debito dei Mercati Emergenti. I mercati non possono continuare l'andamento a rialzo allo stesso ritmo registrato da inizio anno a oggi. La nostra strategia ha puntato sulla ricerca di opportunità per ridurre le esposizioni dove pensiamo che gli attivi abbiano raggiunto i massimi di valutazione e sulla conversione degli investimenti in mercati/settori/società in cui è ancora presente un margine di rialzo. Ad esempio, in Paesi come l'Australia e la Nuova Zelanda, vi è ancora una ragionevole probabilità che le banche centrali taglino i tassi quest'anno. Al contrario, negli Stati Uniti, in Canada e nell'Eurozona le probabilità di tagli ai tassi di interesse sono notevolmente inferiori. Di conseguenza, riteniamo che esporsi maggiormente al rischio di tasso d'interesse dei Paesi degli antipodi sia più interessante di un investimento in quello degli USA. A nostro avviso, le opportunità relative come queste costituiscono un modo migliore per posizionare i portafogli rispetto all'assunzione di un eccessivo vero e proprio rischio di tasso d'interesse.

Ciò detto, la nostra tesi non riguarda il fatto di essere ribassisti sui tassi. Si tratta di una visione più articolata del fatto che i mercati sono troppo ottimisti (pessimisti?) riguardo alla disponibilità delle banche centrali di intervenire allentando le politiche monetarie. Se la nostra previsione riguardo al raggiungimento della giusta temperatura delle condizioni economiche globali si rivelerà corretta, la pressione per un'intensificazione delle misure di allentamento si ridurrà, spingendo al rialzo i rendimenti dei titoli di Stato. Tuttavia, specialmente alla luce della possibilità che tra gli investitori permangano timori circa futuri eventi rischiosi, non prevediamo un aumento significativo dei rendimenti e non riteniamo che la gestione del rischio d'interesse sia essenziale per il successo degli investimenti nei mesi a venire.

Ciò che probabilmente sarà determinante per la performance è la gestione dell'esposizione al credito e ad altri settori non governativi. In queste aree il contesto macroeconomico dovrebbe continuare a essere positivo e se le valutazioni fossero più interessanti saremmo molto più ottimisti e avremmo portafogli con molto più rischio. Tuttavia, le valutazioni sembrano essere da mediamente a moderatamente costose in numerosi settori. Pertanto, abbiamo adeguato i portafogli in modo da beneficiare del conseguimento di un premio di rendimento senza assumere troppo rischio sistematico. In altri termini, il nostro profilo di rischio è lievemente aggressivo e focalizzato su contesti, come quelli australiano e neozelandese indicati prima, laddove specifici fattori idiosincratici possono giustificare una significativa posizione di sovrappeso. Le nostre posizioni nei titoli cartolarizzati, nei Mercati Emergenti, nelle emissioni BBB e nelle esposizioni high yield sono gestite in modo analogo. Il carry è un alleato in tale contesto, ma è importante non confonderlo con le plusvalenze, gran parte delle quali probabilmente è ormai già alle spalle.

Non possiamo esimerci dal parlare dei numerosi rischi che continuano ad aleggiare, malgrado una loro parziale attenuazione. L'elenco è lungo: negoziati commerciali USA/Cina ancora in corso, imminenti negoziati commerciali USA/Unione Europea (UE)/Giappone, Brexit, petrolio, una serie di elezioni europee e, ovviamente, la prevista ripresa dell'economia nel secondo semestre, che ad oggi rimane un'aspettativa più che un dato di fatto. L'indice dei direttori degli acquisti (PMI) globale continua a perdere quota, una dinamica avviata ormai da diversi trimestri. È possibile che gli indici Economic Surprise siano in una fase di recupero, ma in media i dati economici registrano risultati più modesti rispetto alle stime di consenso. Una stabilizzazione non è equiparabile a un fattore di traino e ciò significa che vogliamo poter sfruttare eventuali inversioni della propensione al rischio e sottoperformance degli attivi rischiosi.

ANALISI MENSILE

PROSPETTIVE

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Sviluppati

In aprile, la fiducia degli investitori è ulteriormente migliorata a fronte dei continui rialzi del mercato e della diminuzione della volatilità. I rendimenti dei Treasury USA sono saliti lungo tutti i segmenti della curva e gli investitori hanno incrementato il rischio, soprattutto alla luce dei dati del primo trimestre sul PIL americano superiori alle attese. A livello internazionale, i dati economici sono stati soddisfacenti e persiste una situazione "ideale" di crescita moderata. I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati anche in altri Mercati Sviluppati, mentre il dollaro USA (USD) si è leggermente apprezzato nei confronti delle valute delle principali economie sviluppate.

Dopo la sorprendente solidità delle performance del primo trimestre, è probabile che di qui a fine 2019 la crescita statunitense rallenti per via del graduale esaurimento dell'impulso fiscale e dell'effetto ritardato del rialzo dei tassi, senza tuttavia portare a un vero e proprio tracollo. Le banche centrali sono diventate più accomodanti e prevediamo che l'assenza di pressioni inflazionistiche possa convincerle a restare su questa strada, sebbene al momento sembra improbabile che decidano in un senso o nell'altro, ossia per i rialzi o i tagli dei tassi. Le ultime dichiarazioni rilasciate dai funzionari della Fed confermano l'impegno assunto dal Federal Open Market Committee a essere "paziente e flessibile" circa i futuri rialzi dei tassi. A questo punto riteniamo improbabile che la Fed operi rialzi o tagli dei tassi di interesse nel 2019. La Banca Centrale Europea (BCE) ha inoltre preso le distanze dalle voci su una eventuale introduzione di un sistema di deposito a più livelli, che aprirebbe le porte a ulteriori tagli dei tassi, ma ha anche indicato molto chiaramente al mercato che i rialzi sono improbabili fino a 2020 inoltrato. Analogamente, il Monetary Policy Committee del Regno Unito dovrebbe restare in modalità attendista finché resta irrisolta la Brexit, anche se i dati sul mercato del lavoro sosterrrebbero i rialzi dei tassi.

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Emergenti

Nel mese, le obbligazioni dei Mercati Emergenti hanno ancora una volta registrato andamenti contrastanti. Con poche eccezioni, le valute emergenti hanno continuato a indebolirsi nei confronti del dollaro statunitense (USD) e le obbligazioni in valuta locale e in valuta estera hanno ottenuto risultati positivi. Nell'ambito del segmento in valuta forte, i titoli investment grade hanno battuto quelli high yield, sulla scia dell'aumento dei rendimenti dei Treasury USA, e le obbligazioni societarie hanno sovraperformato i titoli di Stato. I prezzi delle materie prime hanno fatto segnare a loro volta andamenti divergenti nel periodo: le quotazioni dell'energia sono aumentate, mentre quelle dei metalli preziosi e dei prodotti agricoli si sono mosse al ribasso. Secondo le stime dell'Istituto della finanza internazionale (IIF), nel mese i flussi di portafoglio verso i mercati emergenti hanno totalizzato USD 38 miliardi, di cui USD 14 miliardi sono confluiti nel comparto azionario e USD 24 miliardi in quello obbligazionario.

L'ottimismo che nutriamo nei confronti degli attivi dei Mercati Emergenti è basato sui seguenti fattori. Primo, i dati del PIL reale del primo trimestre sia negli Stati Uniti che in Cina indicano una stabilizzazione della crescita globale, che potrebbe trasmettersi ad altri Paesi e favorire quindi gli attivi rischiosi in generale. Peraltro, questa ripresa in atto della crescita globale si sta verificando in presenza di pressioni inflazionistiche contenute, il che significa che le principali banche centrali non ravvisano l'urgenza di moderare il loro orientamento accomodante, rendendo così i rendimenti dei Mercati Emergenti più allettanti di quelli dei Mercati Sviluppati. Inoltre, a maggio – sempre che i negoziati commerciali in corso tra Stati Uniti e Cina si concludano positivamente – potrebbe ridursi sensibilmente l'incertezza sul fronte degli scambi internazionali, malgrado restino aperte alcune questioni (in particolare, la possibile applicazione di dazi statunitensi su automobili e aerei prodotti nell'UE e gli ostacoli che si frappongono alla ratifica dell'accordo commerciale tra Stati Uniti, Messico e Canada (USMCA) da parte dei parlamenti nazionali). Inoltre, la nostra tesi di un indebolimento del dollaro, che quest'anno non si è ancora materializzata, potrebbe infine rivelarsi corretta alla luce dell'orientamento accomodante della Fed e a condizione che la timida ripresa della crescita cinese si trasmetta all'Europa e alle economie emergenti. Infine, la stabilizzazione e la successiva accelerazione della crescita dovrebbero favorire le obbligazioni emergenti, in particolare i titoli governativi high yield, che hanno sottoperformato quelli investment grade su base annua.

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di Gestione del portafoglio ad Maggio 2019 e possono variare in base alle condizioni economiche, di mercato e di altra natura. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

ANALISI MENSILE

PROSPETTIVE

Credito

I dati economici favorevoli, la solidità degli utili societari e il quadro tecnico positivo hanno contribuito alla compressione dei differenziali nel corso di aprile. Nel mese, il differenziale dell'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate si è ristretto di 8 punti base, chiudendo a 110 punti base sulle obbligazioni governative, sospinto dai titoli finanziari e dalle emissioni BBB non finanziarie.¹ Nel corso del mese i titoli investment grade europei hanno nuovamente sovraperformato il mercato statunitense con una compressione di 14 punti base a quota 107 punti base, secondo quanto misurato dall'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate.² Ad aprile, le quotazioni delle emissioni high yield hanno continuato a tendere al rialzo di pari passo con quelle azionarie, in un contesto caratterizzato da annunci di utile superiori alle attese e dall'atteggiamento accomodante della Fed. Gli spread si sono contratti di 34 punti base chiudendo il mese a 380 punti base, mentre i rendimenti sono diminuiti di 31 punti base al 6,12%.³

Le politiche monetarie accomodanti, una crescita economica né troppo vigorosa né troppo lenta, gli utili societari discreti e la robusta domanda di credito sono tutti fattori positivi per i mercati. Tuttavia, sebbene il contesto sia sostanzialmente favorevole, le valutazioni non sono più tanto convenienti in quanto gli spread si collocano ora al di sotto delle medie di lungo periodo. Pertanto, continuiamo a ridimensionare il rischio nella maggior parte dei portafogli, riducendo le posizioni a beta più elevato quali le emissioni BBB, i titoli high yield e le obbligazioni convertibili. Dato il clima macroeconomico favorevole, continuiamo a ritenere il credito interessante, ma siamo dell'avviso che per quest'anno il grosso delle plusvalenze sia già stato generato.

Prodotti
cartolarizzati

Ad aprile i titoli cartolarizzati orientati al credito hanno evidenziato un andamento positivo, mentre i titoli garantiti da ipoteche (MBS) di agenzia hanno lievemente sottoperformato. L'indice Bloomberg Barclays U.S. MBS ha terminato aprile in discesa dello 0,06%, ma ha comunque sovraperformato di 22 punti base il Bloomberg Barclays U.S. Treasury.⁴ Ad aprile, la duration dell'indice Bloomberg Barclays U.S. MBS si è allungata di 0,33 anni a 4,36 anni.⁵ Nel mese in esame il portafoglio MBS della Fed si è compresso di USD 10 miliardi a quota USD 1.583 miliardi ed è ora inferiore di USD 54 miliardi da inizio anno a oggi.⁶ Nel corso del mese gli spread dei titoli garantiti da ipoteche residenziali (RMBS) non emessi da agenzie, degli MBS europei e dei titoli garantiti da collaterale (ABS) statunitensi si sono nuovamente compressi.

I mercati dei titoli ipotecari e cartolarizzati hanno avuto un buon inizio anno, beneficiando della discesa dei tassi d'interesse e della compressione dei differenziali. In prospettiva, ci aspettiamo che la principale fonte di rendimento sarà il carry dei flussi di cassa piuttosto che le oscillazioni dei tassi o degli spread, in quanto prevediamo tassi d'interesse sostanzialmente confinati in una fascia di oscillazione ristretta di qui a fine anno e differenziali in via di stabilizzazione sui livelli correnti. In un'ottica fondamentale, l'economia statunitense appare solida, alla luce del buon andamento dei consumi e del mercato immobiliare. Rimaniamo pertanto sovraesposti agli investimenti cartolarizzati orientati al credito e sottopesiamo gli MBS di agenzia. Nel complesso, gli MBS di agenzia dovrebbero continuare a sovraperformare i Treasury ma a sottoperformare gli strumenti cartolarizzati orientati al credito.

¹ Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 30 aprile 2019.² Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 30 aprile 2019.³ Fonte: Bloomberg, dati al 30 aprile 2019.⁴ Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 30 aprile 2019.⁵ Fonte: Bloomberg, dati al 30 aprile 2019.⁶ Fonte: Federal Reserve Bank di New York, dati al 30 aprile 2019.

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).

Nell'attuale contesto di tassi d'interesse in rialzo, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. I **titoli a più lungo termine** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di calo dei tassi d'interesse, il Portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. Determinati **titoli di Stato americani** acquistati dalla Strategia, come quelli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac, non sono garantiti dal "full faith and credit" (piena fiducia e credito) degli Stati Uniti. È possibile che in futuro questi emittenti non dispongano dei

fondi per onorare i propri obblighi di pagamento. I **prestiti bancari quotati** sono soggetti al rischio di liquidità e ai rischi di credito tipici dei titoli con rating inferiori. Le **obbligazioni high yield (dette anche "junk bonds")** sono titoli con rating inferiori che possono comportare livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità. I **titoli di debito sovrani** sono soggetti al rischio di insolvenza. 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 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). A causa della possibilità che i rimborsi anticipati alterino i flussi di cassa sulle **collateralized mortgage obligation (CMO)**, non è possibile determinare in anticipo la relativa data di scadenza finale o la vita media. Inoltre, il portafoglio potrebbe subire perdite qualora le garanzie collaterali sulle CMO o eventuali garanzie di terzi fossero insufficienti per onorare i pagamenti.

DEFINIZIONI

R* è il tasso d'interesse reale a breve termine che si dovrebbe verificare quando l'economia si trova in un punto di equilibrio, segno che la disoccupazione ha raggiunto un tasso neutrale e che l'inflazione si trova al tasso di riferimento.

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 Euro Aggregate Corporate (Bloomberg Barclays Euro IG Corporate)** è costruito per replicare l'andamento del mercato delle obbligazioni societarie investment grade denominate in euro.

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

L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Corporate (Bloomberg Barclays U.S. IG Corp)** è un benchmark generale che misura l'andamento delle obbligazioni societarie investment grade a tasso fisso soggette a imposizione fiscale.

L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Mortgage Backed Securities (MBS)** riproduce l'andamento dei titoli pass-through di agenzia garantiti da ipoteche (sia ARM a tasso fisso che ibridi), garantiti da Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) e Freddie Mac (FHLMC). L'indice è costruito aggregando vari gruppi di titoli MBS con regolamento futuro in data da definirsi all'interno di portafogli generali sulla base delle condizioni di rimborso, cedole e anno di emissione. Introdotti nel 1985, gli indici a tasso fisso GNMA, FHLMC e FNMA per i titoli a 30 e 15 anni sono stati rispettivamente retrodatati a gennaio 1976, maggio 1977 e novembre 1982. Nell'aprile del 2007 sono entrati a far parte dell'indice anche i titoli ipotecari pass-through ibridi di agenzia a tasso variabile (ARM).

L'indice **dei prezzi al consumo (CPI)** è una misura che esamina la media ponderata dei prezzi di un paniere di beni e servizi di consumo, come trasporti, alimenti e assistenza medica.

L'indice **Dow Jones Commodity Gold (Gold)** è costruito per seguire l'andamento del mercato dell'oro tramite contratti future.

Euro vs. USD – rendimento totale dell'euro rispetto al dollaro USA.

L'andamento delle **obbligazioni governative decennali tedesche** è seguito dall'indice ufficiale Datastream per la Germania, quello delle **obbligazioni governative decennali nipponiche** dall'indice ufficiale Datastream per il Giappone e quello delle **obbligazioni governative decennali statunitensi (Treasury)** dall'indice ufficiale Datastream per gli Stati Uniti.

L'indice **Hang Seng** comprende le azioni delle società più grandi e più liquide quotate sul Main Board dell'Hong Kong Stock Exchange (HKEX).

Il contratto future **ICE Brent Crude (greggio Brent)** è un contratto EFP ("exchange of futures for physical") con regolamento futuro e opzione di regolamento per contanti.

L'indice **ICE BofAML European Currency High-Yield Constrained Index (ICE BofAML Euro HY constrained)** è costruito per seguire la performance delle obbligazioni societarie in euro e sterline di qualità inferiore a investment grade emesse da emittenti internazionali nei mercati eurobond o in sterline ed euro locali.

L'indice **ICE BofAML U.S. Mortgage-Backed Securities (ICE BofAML U.S. Mortgage Master)** segue la performance dei titoli pass-through garantiti da ipoteche residenziali a tasso fisso e ibridi denominati in dollari, emessi da agenzie statunitensi nel mercato interno USA.

L'indice **ICE BofAML U.S. High Yield Master II Constrained (ICE BofAML U.S. High Yield)** è un indice ponderato per il valore di mercato di tutte le obbligazioni domestiche e i bond "Yankee" di grado high yield, comprese le obbligazioni a interesse posticipato e i titoli con pagamento "in natura". I titoli che lo compongono hanno scadenze di almeno un anno e un rating di credito inferiore a BBB-/Baa3, ma non sono insolventi.

L'indice **ISM del settore manifatturiero** è basato su indagini condotte presso oltre 300 aziende manifatturiere dall'Institute of Supply Management. L'indice ISM del settore manifatturiero monitora i livelli di occupazione, le scorte di produzione, i nuovi ordini e le consegne dei fornitori. L'indice di diffusione composito è stato creato al fine di monitorare le condizioni del settore manifatturiero nazionale sulla base dei dati risultanti da tali indagini.

L'andamento delle **obbligazioni governative decennali italiane** è seguito dall'indice ufficiale Datastream per l'Italia.

L'indice **JP Morgan CEMBI Broad Diversified** è un benchmark globale del

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di Gestione del portafoglio ad Maggio 2019 e possono variare in base alle condizioni economiche, di mercato e di altra natura. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

debito societario liquido dei Mercati Emergenti che replica l'andamento delle obbligazioni societarie denominate in USD emesse da società dei Mercati Emergenti.

L'indice **JPMorgan Government Bond Index—Emerging Markets (JPM local EM debt)** replica l'andamento delle obbligazioni in valuta locale emesse dai governi dei Paesi Emergenti. L'indice è posizionato come benchmark investibile che comprende soltanto quei Paesi accessibili da gran parte del parterre di investitori internazionali (escluse Cina e India dal settembre 2013).

L'indice **JPMorgan Government Bond Index Emerging Markets (JPM External EM Debt)** replica l'andamento delle obbligazioni in valuta locale emesse dai governi dei Paesi Emergenti. L'indice è posizionato come benchmark investibile che comprende soltanto quei Paesi accessibili da gran parte del parterre di investitori internazionali (escluse Cina e India dal settembre 2013).

L'indice **JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global)** replica i rendimenti totali di strumenti di debito in valuta estera negoziati nei Mercati Emergenti ed è una versione ampliata del JPMorgan EMBI+. Come per l'EMBI+, l'indice EMBI Global include obbligazioni Brady denominate in dollari statunitensi, prestiti ed eurobond con valore nominale in circolazione minimo di USD 500 milioni.

L'indice **JP Morgan GBI-EM Global Diversified** è un benchmark globale liquido, ponderato per la capitalizzazione di mercato, delle obbligazioni societarie dei Mercati Emergenti denominate in dollari USA, rappresentativo delle regioni Asia, America Latina, Europa e Medio Oriente/Africa.

JPY vs. USD – rendimento totale dello yen giapponese rispetto al dollaro USA.

L'indice di accessibilità delle abitazioni compilato dalla **National Association of Realtors** confronta il reddito medio con il costo medio delle abitazioni.

L'indice **Nikkei 225 (Japan Nikkei 225)** è un indice ponderato per il prezzo che segue l'andamento delle 225 maggiori società nipponiche quotate alla Borsa di Tokyo.

L'indice **MSCI AC Asia ex-Japan Index (MSCI Asia ex-Japan)** replica l'andamento delle società large e mid cap di due dei tre Mercati Sviluppati asiatici (Giappone escluso) e di otto Mercati Emergenti della regione.

L'indice **MSCI All Country World (ACWI, MSCI global equities)** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei listini azionari dei Mercati 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 quotati. La performance dell'indice è espressa in dollari USA e prevede il reinvestimento dei dividendi netti.

L'indice **MSCI Emerging Markets (MSCI emerging equities)** raggruppa titoli rappresentativi di società a media e alta capitalizzazione di 23 Mercati Emergenti.

L'indice **MSCI World (MSCI developed equities)** raggruppa titoli rappresentativi di società a media e alta capitalizzazione di 23 Mercati Sviluppati.

L'indice **dei direttori degli acquisti (PMI)** è un indicatore dello stato di salute economica del settore manifatturiero.

L'indice **S&P 500® (U.S. S&P 500)** misura la performance del segmento delle large cap nel 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 **S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100 (S&P/LSTA Leveraged Loan Index)** è costruito per replicare l'andamento dei prestiti di maggiore entità del mercato dei prestiti con leva.

L'indice **S&P GSCI Copper (Copper)** è un sottoindice dell'S&P GSCI che costituisce un benchmark affidabile e pubblicamente disponibile della performance del mercato del rame.

L'indice **S&P GSCI Softs (GSCI soft commodities)** è un sottoindice dell'S&P GSCI che misura la performance delle soft commodity ponderata per la produzione mondiale. Nel 2012 l'indice S&P GSCI Softs comprendeva le seguenti commodity: caffè, zucchero, cacao e cotone.

L'andamento delle **obbligazioni governative decennali spagnole** è seguito dall'indice ufficiale Datastream per la Spagna.

Il **Thomson Reuters Convertible Global Focus USD Hedged Index** è un indice di mercato ponderato con una dimensione minima di inclusione di USD 500 milioni (USA), EUR 200 milioni (Europa), YEN 22 miliardi e USD 275 milioni (altri paesi) di obbligazioni convertibili equity-linked.

L'andamento delle **obbligazioni governative decennali britanniche** è seguito

dall'indice ufficiale Datastream per il Regno Unito. Gli indici di riferimento Datastream per i seguenti titoli di Stato si basano su singole emissioni. L'emissione scelta per ciascuna serie è la più rappresentativa disponibile per una data scadenza in ciascun momento. I titoli di riferimento sono selezionati sulla base delle convenzioni prevalenti all'interno di ciascun mercato. In generale il titolo di riferimento è sempre l'ultima emissione di una data fascia di scadenze, tuttavia vengono considerati anche i rendimenti, la liquidità, le dimensioni dell'emissione e le cedole.

L'indice **U.S. Dollar (DXY)** è un indice che misura il valore del dollaro statunitense rispetto a un paniere di valute estere, generalmente quelle dei maggiori partner commerciali degli Stati Uniti.

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 Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Irlanda** – Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. **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), con sede legale a 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, è registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management Limited, una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-1154-15.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Facsimile Fax: +41(0)44 588 1074.

Giappone – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni 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 discrezionali di gestione o di consulenza di investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di Gestione del portafoglio ad Maggio 2019 e possono variare in base alle condizioni economiche, di mercato e di altra natura. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscrivere uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIM), n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), membro di: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Giappone, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

Stati Uniti –

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

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

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

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

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. 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: 12204-0037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

NOTA INFORMATIVA

EMEA: La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Autorizzata e regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. ("MSIM Ireland").

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 rese disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le tesi espresse non riflettono i giudizi di tutti i team di investimento di Morgan Stanley Investment Management (MSIM), né le opinioni dell'azienda nel suo complesso e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

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

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Ciò nonostante, non abbiamo verificato tali informazioni e non rilasciamo dichiarazione alcuna circa la loro correttezza o completezza.

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

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale, redatta esclusivamente a scopi informativi ed educativi e che non costituisce un'offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una specifica strategia d'investimento. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenziati. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di costoro. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

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

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

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

Explore our site at www.morganstanley.com/im