

# Le banche centrali sono intenzionate a far proseguire l'espansione

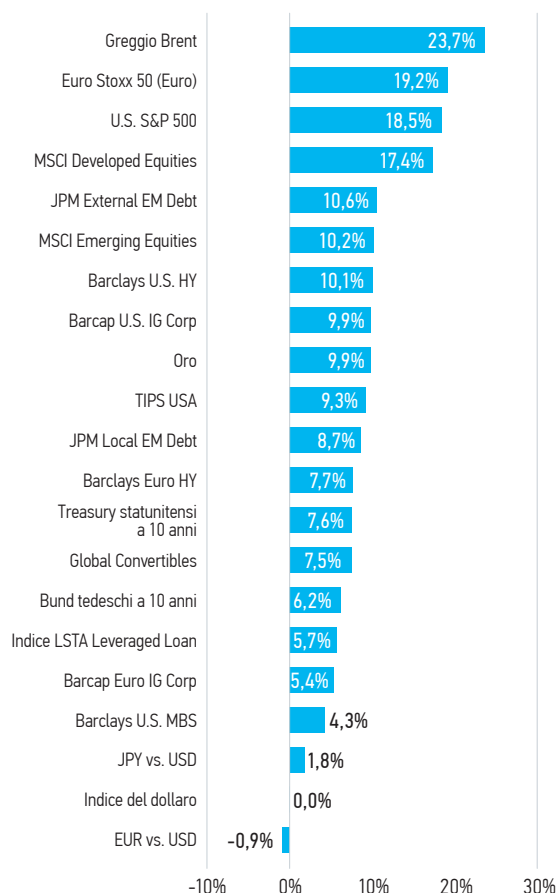
**FIXED INCOME** | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | LUGLIO 2019

Giugno è stato un mese fuori del comune. Praticamente tutti gli attivi finanziari hanno generato rendimenti positivi. Si tratta di un fatto estremamente raro e ancor più insolito considerando che si è verificato in concomitanza di un deterioramento dei dati congiunturali che hanno registrato andamenti deludenti a livello globale. Come si spiega? Con l'intervento delle banche centrali. La Banca Centrale Europea (BCE) e la Federal Reserve statunitense (Fed) hanno comunicato, in maniera indipendente, l'intenzione di fare marcia indietro alla luce dei rischi al ribasso per l'economia, modificando radicalmente la probabile direzione delle rispettive politiche monetarie. Superare in positivo le aspettative dei mercati era difficile, date le circostanze, ma le due banche centrali ci sono riuscite. Non solo. Gli operatori finanziari ne sono stati entusiasti. Nonostante la debolezza dei dati, che avrebbe dovuto penalizzare i titoli obbligazionari e azionari, i mercati hanno registrato un rally. Tutti, quasi indistintamente. Persino il dollaro ha perso terreno con la scomparsa del premio al rischio, così come il premio di rendimento offerto dai tassi USA. Prefigurando un imminente allentamento monetario PRIMA di essere colpiti da una recessione (o che questa si profilasse all'orizzonte), le due banche centrali hanno agito al momento giusto, grazie al loro inatteso orientamento accomodante che ha rassicurato i mercati (del tipo "se la Fed è così preoccupata, forse dovrei esserlo anch'io"). E invece arrivata la cavalleria, in tempo per sistemare le cose.

Non sottolineeremo mai abbastanza l'atipicità di questa performance di mercato. È rappresentativa di un mercato che non si aspettava un intervento del genere e che ha sottoinvestito in tutti i settori. Anche la tregua commerciale che Donald Trump e Xi sono riusciti a negoziare ha aiutato. Ma ora viene il difficile: la Fed e la BCE devono raggiungere i propri obiettivi, ma le loro misure devono anche funzionare! Il fatto che scendano i tassi di riferimento, i rendimenti e gli spread, non significa necessariamente che l'economia debba migliorare. Qui non vigono le regole della fisica. Quel che deve necessariamente verificarsi è un aumento della spesa. Ciò significa che le imprese devono invertire la tendenza al ribasso dei loro piani di investimento e continuare ad assumere, che i consumatori devono continuare a spendere, che non può esservi un'altra escalation della guerra commerciale e che una Brexit senza accordo è impraticabile. L'elenco è lungo. Non è chiaro di quanto dovranno scendere i rendimenti e gli spread per far sì che la fiducia delle imprese e la spesa si stabilizzino e ricomincino a crescere. Ciò di cui siamo certi è che, pur disponendo di un armamentario politico ormai logoro, le banche centrali andranno all'attacco, facendo tutto quanto in loro potere per assicurarsi che questo ciclo espansivo non termini nell'anno in corso o nel 2020. Al momento, visto il loro improvviso cambio di rotta, concordiamo con questa ipotesi.

**FIGURA 1**

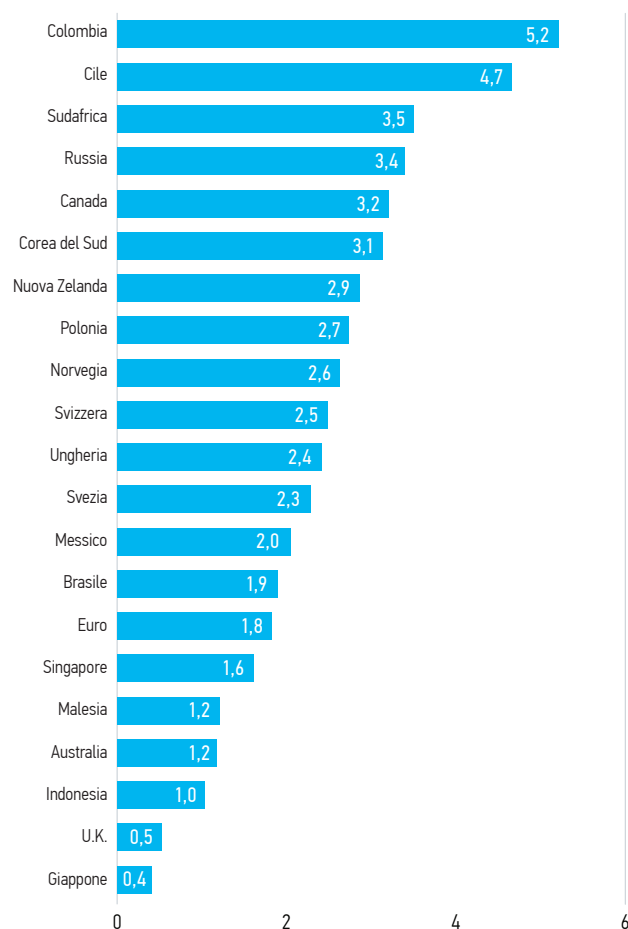
**Andamento degli attivi da inizio anno**



Nota: performance in USD. Fonte: Thomson Reuters Datastream. Dati al 30 giugno 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. 14 e 15.

I pareri e le opinioni sono quelli espressi dal team di Gestione del portafoglio nel 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 giugno 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 (%)	VARIAZ -IONE MENSILE (PB)	SPREAD A 10 ANNI (PB)	VARIAZ -IONE MENSILE (PB)
(Spread sui Treasury)				
Stati Uniti	2,01	-12		
Regno Unito	0,83	-5	-117	+7
Germania	-0,33	-13	-233	-1
Giappone	-0,16	-6	-216	+6
Australia	1,32	-14	-68	-2
Canada	1,47	-2	-54	+10
Nuova Zelanda	1,57	-14	-44	-2
(Spread sui Bund)				
Francia	-0,01	-22	32	-9
Grecia	2,45	-46	278	-34
Italia	2,10	-57	243	-44
Portogallo	0,48	-33	80	-21
Spagna	0,40	-32	72	-20
<b>ME</b>				
	REND. LOCALE INDICE (%)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)	SPREAD IN USD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
Spread debito estero ME			364	-27
Rend. locale ME			5,71	-35
Spread obbl. societarie ME			292	-27
Brasile	6,88	-78	232	-35
Colombia	5,77	-40	181	-31
Ungheria	1,63	-19	90	-30
Indonesia	7,46	-62	187	-25
Malesia	3,63	-16	128	-6
Messico	7,59	-55	329	0
Perù	4,85	-35	124	-24
Filippine	4,87	-21	79	-19
Polonia	2,07	-13	39	-27
Russia	7,28	-41	206	-21
Sudafrica	9,21	-18	283	-43
Turchia	16,92	-318	478	-69
Venezuela	-	-	8867	+3289
<b>CREDITO</b>			SPREAD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
IG USA			115	-13
IG EUR			112	-16
HY USA			377	-56
HY EUR			307	-98
<b>PRODOTTI CARTOLARIZZATI</b>				
MBS di agenzia			79	-6
CMBS BBB USA			253	+5

Positive Neutral Negative

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

I pareri e le opinioni sono quelli espressi dal team di Gestione del portafoglio nel 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

La nostra speranza che le banche centrali di tutto il mondo si accorgessero della situazione precaria in cui versa l'economia è stata premiata. Dopo le dichiarazioni accomodanti della BCE e della Fed e i tagli dei tassi operati dalla Reserve Bank of Australia, riteniamo che le quotazioni delle obbligazioni societarie e dei titoli di Stato siano coerenti, non solo nei Mercati Sviluppati ma anche in quelli Emergenti. Stiamo sicuramente anticipando sviluppi positivi, ma le probabilità che simili sviluppi si concretizzino sono ora molto maggiori rispetto a maggio.

Però... c'è un però. Le banche centrali devono passare dalle parole ai fatti. E non con il contagocce. Devono stupire. Sono in grado di farlo? Certo che sì. Lo faranno? Resta tutto da vedere. Noi nutriamo un cauto ottimismo. Da quattordici mesi consecutivi le indagini sulla fiducia delle imprese del settore manifatturiero globale segnano un calo. Questa tendenza deve finire. Accadrà? Non siamo sicuri. Le controversie commerciali globali hanno oscurato problematiche più "banali", come le misure adottate dalla Cina per ribilanciare la propria economia, e il tentativo di ridurre l'indebitamento trasforma la cosa in una sfida. I tagli dei tassi e l'adozione di ulteriori misure di allentamento quantitativo contribuiranno in modo positivo (almeno così crediamo), ma non si possono costringere aziende e consumatori a prendere denaro in prestito. A tal fine è necessario rivitalizzare la fiducia nel futuro. Se le controversie commerciali si trascineranno all'infinito, le imprese non saranno spinte a liberare i propri "animal spirits". Quali sono i segnali a cui dobbiamo prestare attenzione? Per chi si trova sul fronte rialzista, la fiducia delle imprese deve migliorare. Per chi invece si trova sul fronte ribassista... deve accadere l'opposto. Durante il rallentamento del 2015, il settore dei servizi dimostrò una buona tenuta, sostenuto dall'ottimo andamento dei consumi. Non vi fu alcun contagio dal settore manifatturiero a quello non manifatturiero. Lo stesso deve accadere ora. Se il settore dei servizi dovesse rallentare, potremmo assistere a un calo dell'occupazione che minerebbe la fiducia delle famiglie, avviando una spirale negativa di rallentamento della crescita, calo delle assunzioni e via discorrendo.

Strano a dirsi, almeno per noi, non abbiamo cambiato opinione sui diversi mercati mondiali né sul posizionamento settoriale. Ciò è dovuto principalmente al fatto che siamo più convinti della possibilità

che le banche centrali mondiali implementeranno politiche più accomodanti. I sovrappesi diversificati in Australia, Nuova Zelanda, Spagna e Grecia appaiono tuttora positivi. Se si considera che le banche centrali probabilmente riusciranno a tenere a bada la recessione, hanno senso anche i leggeri sovrappesi nell'investment grade e nell'high yield. C'è stata un'innegabile compressione degli spread e i titoli di Stato di tutto il mondo stanno rapidamente cessando di generare rendimenti, ma i mercati del credito sono abbastanza grandi da prenderne il posto. I titoli cartolarizzati continuano a sembrare un porto relativamente sicuro in un contesto globale fragile, volatile e incerto; di qui il nostro ampio sovrappeso.

Il cambio di direzione delle politiche monetarie dei Paesi Sviluppati avvantaggia anche i Mercati Emergenti. Se da un lato il rallentamento dell'economia e la contrazione dei volumi commerciali a livello globale non sono segnali positivi, dall'altro la presenza di condizioni finanziarie molto più accomodanti e l'indebolimento del dollaro creano un contesto decisamente favorevole. Va da sé che i fondamentali a livello locale restano importanti. Come sempre, preferiamo Paesi con curve dei rendimenti ripide e fondamentali discreti. Questo costituisce un elemento di differenziazione naturale tra paesi. Ancora una volta ripetiamo il nostro mantra: "I fondamentali giusti al prezzo giusto". I tassi messicani e brasiliani, nonché quelli indonesiani, sono tra i nostri preferiti, al momento. In un mondo sempre più a caccia di redditività, di qualunque genere, i Mercati Emergenti si distinguono perché offrono ancora rendimenti nominali e reali. Ciò dovrebbe consentire il protrarsi di una performance positiva.

Volgendo lo sguardo al futuro, sarà necessario dare prova di grande agilità per muoversi in mercati che diventano sempre più complessi. Alla luce di politiche monetarie in costante evoluzione, di previsioni (giuste o sbagliate) di grandi cambiamenti sul fronte delle politiche, di controversie commerciali onnipresenti e di imminenti tornate elettorali, gli investitori dovranno prendere importanti decisioni sulle scelte di compromesso delle banche centrali: prevenire le pressioni recessive adottando misure proattive (i cosiddetti "tagli preventivi") o procedere con prudenza, ma non troppa onde impedire alle dinamiche di crisi di rafforzarsi al punto da diventare inarrestabili.

## ANALISI MENSILE

## PROSPETTIVE

### Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Sviluppati

A giugno, l'attenzione degli investitori si è focalizzata principalmente sulle riunioni delle banche centrali globali e sui negoziati commerciali, in concomitanza con il vertice del Federal Open Market Committee (FOMC) e il summit del G20, due eventi particolarmente attesi. Nel mese, la volatilità è rimasta contenuta, ma il rendimento dei Treasury a 10 anni è sceso sotto al 2% per la prima volta dal 2016 a questa parte. I mercati obbligazionari di altri Mercati Sviluppati hanno seguito le orme del titolo americano, come evidenza il calo globale dei rendimenti, specialmente in Paesi come Spagna e Italia. Nel periodo, le banche centrali dei Mercati Sviluppati hanno accentuato il proprio orientamento accomodante, promosso principalmente dal FOMC e dalla BCE.

Da qui a fine anno, la crescita degli Stati Uniti probabilmente rallenterà, ma si stabilizzerà grazie a una politica monetaria meno restrittiva. Le banche centrali sono diventate più accomodanti, specie negli Stati Uniti e nell'Eurozona, tendenza che a nostro avviso proseguirà considerato il quadro di prevalente incertezza a livello geopolitico ed economico. Al momento, le prospettive sono soggette a tre rischi principali: la Brexit, le dispute commerciali tra Washington e Pechino e le elezioni presidenziali americane. Le ultime dichiarazioni rilasciate dai funzionari della Fed confermano l'impegno assunto dalla banca centrale a essere "flessibile" circa le future politiche monetarie. Detto questo, siamo del parere che a questo punto una serie di tagli "preventivi" dei tassi possa essere giustificata nei prossimi dodici mesi per contribuire a prolungare il ciclo economico ed evitare una recessione. Considerato che l'inflazione viaggia al di sotto del livello obiettivo fissato dalla Fed, questa ha tutto l'interesse a procedere in tale direzione. Più a breve termine, riteniamo che nei prossimi mesi il rendimento dei Treasury USA decennali trascorrerà gran parte del tempo a cavallo tra l'1,75% e il 2,25%.

### Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Emergenti

L'orientamento accomodante assunto dalla Fed e la tregua nell'escalation delle tensioni commerciali hanno consentito alle obbligazioni dei Mercati Emergenti di generare ottime performance nel corso del mese. Le robuste performance mensili hanno spinto i rendimenti totali nella fascia compresa tra il 9 e il 13%. Tra gli attivi in valuta forte, il segmento high yield ha superato quello investment grade e i titoli sovrani hanno battuto quelli societari, in quanto la discesa dei rendimenti dei Treasury statunitensi ha sostenuto gli attivi a più lunga scadenza. Il debito domestico dei ME ha guidato la classifica mensile, sospinto sia dagli apprezzamenti delle divise sia dalle performance delle obbligazioni in valuta locale che hanno contribuito a colmare il ritardo accumulato da inizio anno con il debito denominato in dollari. Nel periodo in esame, i prezzi delle materie prime hanno registrato un andamento generalmente migliore. In particolare, i prezzi petroliferi hanno guadagnato quasi il 10% a fronte di un calo delle riserve e dell'annuncio di una proroga dei tagli alla produzione da parte dell'OPEC. I prezzi dei metalli hanno confermato la congiuntura favorevole dovuta alle interruzioni delle forniture che hanno sostenuto il prezzo del minerale ferroso e aumentato l'interesse degli investitori per l'oro, anche quale alternativa ai rendimenti negativi dei titoli di Stato. Anche i prezzi di alcune merci agricole, come caffè, zucchero, frumento e semi di soia, sono aumentati, mentre quelli di cotone e bestiame hanno continuato a calare.

Nonostante l'aumento delle revisioni al ribasso della crescita, in particolare in Asia e in alcune importanti economie dell'America Latina (Brasile e Messico), l'orientamento accomodante delle banche centrali nelle economie sviluppate e la diffusa presenza di un'inflazione interna contenuta dovrebbero consentire alle banche centrali dei Mercati Emergenti di mantenere in essere gli stimoli monetari. Inoltre, alcuni Paesi con regimi fiscali prudenziali potrebbero imprimere slancio alla crescita attuando politiche fiscali più espansive. Rimaniamo ottimisti anche sulle riforme strutturali in atto in diverse economie emergenti. In Brasile, ad esempio, nutriamo fiducia nella riforma della previdenza sociale che, pur in una versione meno radicale, potrebbe generare risparmi notevoli nei prossimi 10 anni e migliorare l'andamento del debito del Paese. Anche la continuità politica in Paesi come l'India e l'Indonesia (nonché le Filippine, dove le elezioni locali hanno evidenziato il consenso di cui gode il presidente in carica Duterte) dovrebbe favorire la crescita economica e le riforme. Sul fronte negativo, la mancata accelerazione dei commerci globali e/o un rallentamento più pronunciato dell'attività in Cina potrebbero penalizzare le economie emergenti più dipendenti dagli scambi commerciali. Infine, le elezioni presidenziali in Argentina potrebbero alimentare la volatilità, sebbene i più recenti sviluppi sul fronte politico e la stabilità valutaria abbiano contribuito a migliorare le probabilità di rielezione alla presidenza di Mauricio Macri, le cui posizioni sono favorevoli ai mercati.

I pareri e le opinioni sono quelli espressi dal team di Gestione del portafoglio nel 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 rendimenti delle obbligazioni societarie hanno registrato un andamento positivo grazie a un incremento della propensione al rischio, sostenuta dalla speranza di una svolta favorevole nei negoziati tra Stati Uniti e Cina. L'orientamento nuovamente accomodante della Fed e della BCE e l'ottimismo generato dai negoziati commerciali tra Washington e Pechino hanno determinato una compressione degli spread nel mese di giugno, repentina tanto quanto lo era stato l'allargamento osservato in maggio. A giugno, il differenziale dell'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate si è ristretto di 14 punti base (pb), chiudendo a 114 pb sulle obbligazioni governative, trascinato al rialzo dalla sovraperformance dei titoli a più lunga scadenza e dalle emissioni finanziarie LT2.<sup>1</sup> Lo spread dei titoli high yield è calato di 56 pb, chiudendo il mese a quota 377, mentre i rendimenti hanno perso 70 pb, scendendo al 5,87%.<sup>2</sup> A giugno, l'indice statunitense dei titoli investment grade ha generato una sovraperformance del 2,45% con un rendimento del 3,91% da inizio anno, mentre il rendimento dell'high yield è stato del 2,28%, per un 9,94% complessivo da inizio anno.<sup>3</sup>

A fronte del calo degli spread sotto alla media di lungo termine, la nostra strategia è stata di operare prese di profitto durante il mese sulle posizioni di lungo corso. Tuttavia, manteniamo una posizione lunga netta negli attivi rischiosi, contando di muoverci in chiave tattica nel trimestre a venire. Sebbene nel primo semestre del 2019 le valutazioni siano migliorate grazie al robusto andamento dei rendimenti, i rischi di recessione permangono. Le incertezze generate dalla situazione del commercio globale e dall'indebolimento della crescita concorrono a offuscare le prospettive di breve termine per gli utili societari. Nel nostro scenario di base non prevediamo una recessione, bensì una continuazione del contesto caratterizzato da crescita e inflazione contenute, supportato dai bassi tassi reali e da condizioni finanziarie espansive. Stiamo monitorando molto attentamente i dati economici in arrivo (concentrandoci maggiormente sull'andamento dell'occupazione) nonché le dichiarazioni delle banche centrali per appurare se rispolvereranno le loro munizioni (ad esempio, un nuovo programma di Quantitative Easing nel caso dell'Europa), che con tutta probabilità riuscirebbero a rafforzare velocemente il clima di fiducia.

## Analisi mensile

L'indice Bloomberg Barclays U.S. Mortgage-Backed Securities (MBS) ha terminato giugno in rialzo dello 0,72% pur sottoperformando il Bloomberg Barclays U.S. Treasury Index (+0,92%), in quanto la duration degli MBS si è accorciata contestualmente alla discesa dei tassi d'interesse.<sup>4</sup> Nel mese in rassegna, gli spread nominali degli MBS di agenzia a cedola corrente si sono allargati di 2 pb, a 87 pb sopra quelli interpolati dei Treasury USA.<sup>5</sup> Sempre a giugno, la duration dell'indice Bloomberg Barclays U.S. MBS si è ridotta di quasi un trimestre a 3,15 anni, in quanto i tassi ipotecari più bassi lasciano intravedere un'accelerazione dei rimborsi anticipati dei mutui.<sup>6</sup> A giugno, i tassi ipotecari nazionali sono diminuiti di 23 pb a quota 3,80% (-103 pb rispetto a novembre)<sup>7</sup> Gli MBS di agenzia con cedole inferiori hanno sovraperformato quelli con cedole più elevate dato che il rischio di rimborso anticipato incide maggiormente su quest'ultima categoria di MBS. A giugno, il valore del portafoglio MBS della Fed si è ridotto di USD 23 miliardi a quota USD 1.533 miliardi ed è ora inferiore di USD 104 miliardi rispetto a inizio anno.<sup>8</sup>

Sebbene stiamo assumendo un orientamento più cauto nei confronti del rischio di tasso d'interesse e del rischio di credito ai livelli attuali, riteniamo tuttora che i fondamentali creditizi delle cartolarizzazioni rimarranno favorevoli e che i titoli ipotecari e cartolarizzati esposti all'andamento del credito continueranno a conseguire buone performance. Abbiamo ridotto il sottopeso negli MBS di agenzia in quanto la loro sottoperformance da inizio anno li rende più appetibili su base corretta per il rischio, anche se continuano a preoccuparci l'accelerazione dei rimborsi anticipati e le pressioni sull'offerta da parte della Fed. Restiamo moderatamente ottimisti sui titoli garantiti da ipoteche residenziali (RMBS), convinti della solidità del mercato immobiliare statunitense e dei fondamentali creditizi dei titoli ipotecari residenziali. Abbiamo ridotto il nostro posizionamento nei titoli garantiti da ipoteche commerciali (CMBS), ma riteniamo che questo mercato resti molto idiosincratico in termini di opportunità e di profilo di rischio. Quanto ai titoli statunitensi garantiti da collaterale (ABS), continuiamo a giudicare positivamente i settori del credito al consumo in quanto i bilanci delle famiglie sono solidi grazie alla bassa disoccupazione, all'aumento dei salari e ai maggiori tassi di risparmio; inoltre la fiducia dei consumatori è ancora elevata in termini storici. L'indebitamento privato complessivo rimane su un livello accettabile, i tassi d'interesse restano bassi rispetto al passato e i tassi di utilizzo delle carte di credito si aggirano sui minimi degli ultimi 20 anni. Nel mercato RMBS europeo, giudichiamo positivamente le condizioni creditizie degli immobili residenziali malgrado l'instabilità degli sviluppi politici.

<sup>1</sup> Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 30 giugno 2019<sup>2</sup> Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 30 giugno 2019<sup>3</sup> Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 30 giugno 2019<sup>4</sup> Fonte: Bloomberg, dati al 30 giugno 2019<sup>5</sup> Fonte: JP Morgan, dati al 30 giugno 2019<sup>6</sup> Fonte: Bloomberg, dati al 30 giugno 2019<sup>7</sup> Fonte: Bloomberg, dati al 30 giugno 2019<sup>8</sup> Fonte: Federal Reserve Bank di New York, dati al 30 giugno 2019

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



## 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 (IPC)** 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.

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

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 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, Dublino 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 è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. 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

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

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, MSIM non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), 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. Una copia del prospetto può essere scaricata dal sito [morganstanley.com/im](http://morganstanley.com/im) o richiesta telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.**

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

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

**Hong Kong** – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non 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: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

#### 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 licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

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

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

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

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

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

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