

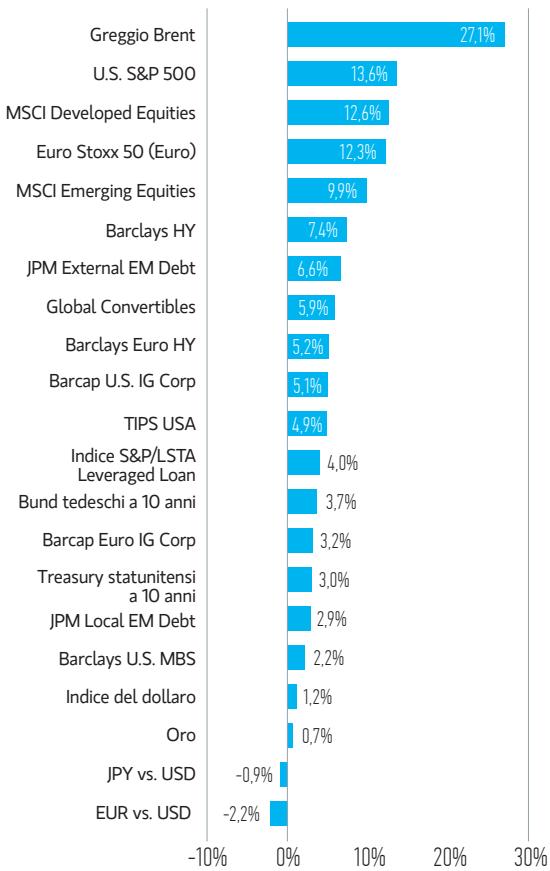
Global Fixed Income Bulletin

“Riccioli d’Oro” rediviva?

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

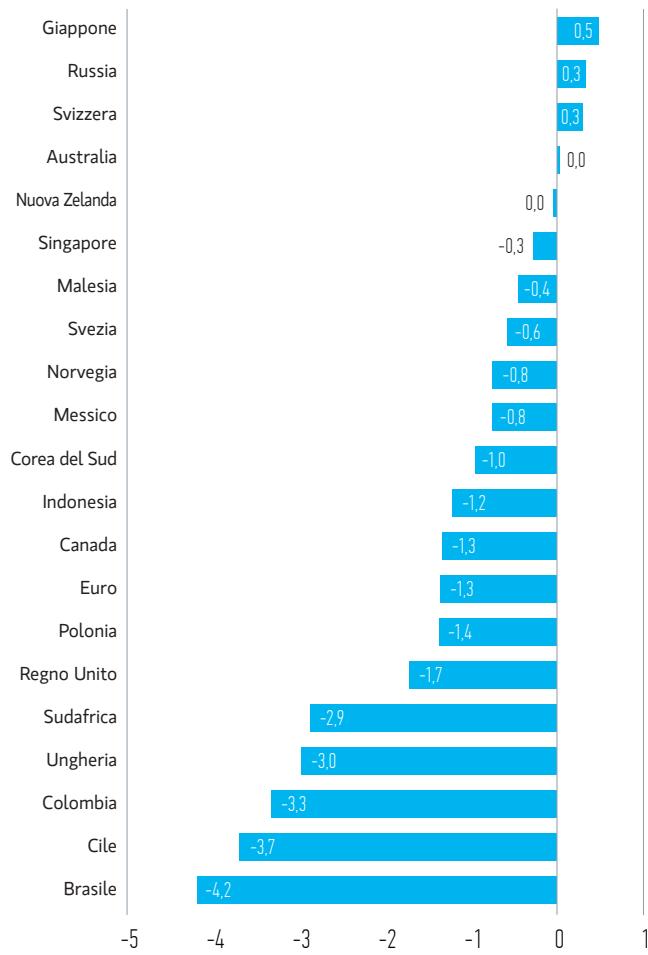
I nostri timori riguardo al rialzo degli attivi in assenza di supporto fornito da miglioramenti concreti nei fondamentali economici si è dimostrato parzialmente fondato. La svolta accomodante delle banche centrali e i dati economici non entusiasmanti hanno determinato un considerevole rialzo dei titoli di Stato. Tuttavia, nonostante il calo dei rendimenti di questa classe di attivo, segnale implicito di timori per il futuro dell'economia, gli attivi rischiosi hanno dimostrato una buona tenuta: gli spread delle obbligazioni investment grade si sono ridotti, mentre il segmento high yield ha sottoperfornato solo leggermente. Nonostante i dati continuino ad essere generalmente deludenti, si respira un clima di ottimismo diffuso, secondo cui una traiettoria più moderata/più bassa delle politiche monetarie nel 2019 e un calo dei rendimenti reali nel breve e nel lungo termine daranno sostegno alle economie e prolungheranno il ciclo. A nostro avviso, non è un ottimismo ingiustificato!

FIGURA 1
Andamento degli attivi da inizio anno



Nota: performance in USD. Fonte: Thomson Reuters Datastream. Dati al 31 marzo 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.

FIGURA 2
Variazioni valutarie mensili rispetto all'USD
(+ = apprezzamento)



Fonte: Bloomberg. Dati al 31 marzo 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)	CHANGE (BPS) MONTH
(Spread over USTs)				
United States	2,41	-31		
Regno Unito	1,00	-30	-141	+1
Germania	-0,07	-25	-248	+6
Giappone	-0,08	-6	-249	+25
Australia	1,78	-33	-63	-2
Canada	1,62	-33	-79	-2
Nuova Zelanda	1,81	-36	-60	-5
(Spread over Bunds)				
Francia	0,32	-25	39	0
Grecia	3,74	+7	381	+32
Italia	2,49	-26	256	-1
Portogallo	1,25	-22	132	+3
Spagna	1,10	-8	117	+18
ME	REND. LOCALE INDICE (%)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)	SPREAD IN USD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
Spread debito estero ME			371	+12
Rend. locale ME	6,15	-9		
Spread obbl. societarie ME			298	+12
Brasile	8,20	+4	248	+18
Colombia	6,16	-25	184	-2
Ungheria	1,82	-28	116	+9
Indonesia	7,74	-18	196	+3
Malesia	3,80	-18	131	+5
Messico	8,13	-20	308	-8
Perù	5,36	-24	130	-1
Filippine	5,34	-23	90	+4
Polonia	2,28	-9	57	+8
Russia	8,07	-2	227	+19
Sudafrica	9,40	-9	315	+31
Turchia	19,55	+404	495	+95
Venezuela	—	—	5224	-79
CREDIT			SPREAD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
IG USA			119	-2
IG EUR			123	-5
HY USA			391	+12
HY EUR			376	+1
SECURITIZED				
MBS di agenzia			77	-9
CMBS BBB USA			268	+2

Positive Neutral Negative

Fonte: Bloomberg, JP Morgan. Dati al 31 marzo 2019.

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di Gestione del portafoglio a marzo 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

Stando al consenso attuale, una stretta troppo aggressiva da parte della Federal Reserve (Fed) statunitense e la sospensione degli stimoli da parte di altre banche centrali non sono più scenari da temere. A onor del vero, solo la Fed ha dichiarato inequivocabilmente di non avere in programma alcuna mossa di allentamento: la banca centrale si considera effettivamente in posizione attendista. Per noi, il rompicapo è proprio questo. I mercati scontano un ottimismo (o un pessimismo, se si considera l'economia) forse eccessivo nei confronti della Fed, ritenendo troppo alte le probabilità che l'istituto possa effettivamente abbassare i tassi. Questo ci induce a una certa cautela sull'andamento dei rendimenti e ci fa temere che una correzione al rialzo sia nell'aria. D'altro canto, le inequivocabili preoccupazioni delle banche centrali globali per la debolezza dell'economia e per l'andamento erratico dell'inflazione inducono a prevedere, con ottimismo, che i tassi resteranno bassi a tempo indeterminato, con rendimenti inferiori nel lungo termine. Ciò che non è per nulla ambiguo è il fatto che la concomitanza di questi fattori favorisce gli attivi rischiosi. Giudichiamo positivamente il credito societario, i Mercati Emergenti e il debito cartolarizzato, ma non siamo così ottimisti come all'inizio dell'anno.

Viceversa, crediamo che le prospettive per le obbligazioni governative dei Mercati Sviluppati siano più complesse, pertanto sottopesiamo leggermente la duration nonostante il dietrofront accomodante delle banche centrali. Tali paradossi possono essere in parte spiegati dal fatto che i mercati hanno già inglobato nei prezzi alcuni sviluppi e in parte dalle nostre aspettative per l'evoluzione futura dell'economia mondiale.

Non vi è alcun dubbio che le banche centrali, preoccupate dal rallentamento dell'economia e vista l'assenza di pressioni inflazionistiche tali da richiedere un inasprimento monetario, sono diventate più espansive, tuttavia ciò è ormai stato inglobato nelle quotazioni, talvolta in misura persino eccessiva. Anche noi riteniamo probabile che la Fed non alzi i tassi per tutto il 2019, ma il mercato sta scontando addirittura una riduzione del costo del denaro. Nell'Eurozona, la Banca centrale europea (BCE) ha spostato in avanti al 2020 l'asticella

temporiale del prossimo rialzo dei tassi, ma il mercato prevede il primo intervento restrittivo solamente nel 2021. Con le valutazioni già su livelli elevati e il carry in discesa a causa dell'appiattimento delle curve dei rendimenti, le prospettive di rendimento per i titoli di Stato di alta qualità sono diventate poco promettenti, tranne se si ritiene che siano imminenti dei tagli ai tassi di interesse.

Tuttavia, l'inversione in chiave accomodante della politica monetaria fornirà un contesto favorevole ai Mercati Emergenti e al credito societario. Unitamente alla politica monetaria, gli stimoli fiscali ed economici varati da Pechino dovrebbero contribuire a rilanciare l'economia mondiale vista l'importanza della Cina quale fonte di domanda estera per molte economie europee e in via di sviluppo. In una prospettiva tecnica, la continua assenza di volatilità sui mercati rende allettanti le posizioni incentrate sul carry. Un ulteriore slancio potrebbe giungere dalla risoluzione della disputa commerciale USA-Cina. Sebbene gli attuali dati congiunturali non siano solidi, la traiettoria è positiva.

Rimaniamo ottimisti anche nei confronti dei prodotti cartolarizzati visto il buono stato di salute dei bilanci delle famiglie nelle economie sviluppate e le politiche monetarie accomodanti. Benché la temporanea inversione della curva dei rendimenti statunitensi abbia riacceso il dibattito su un'imminente recessione negli Stati Uniti, la pendenza è nuovamente aumentata. Inoltre, è stato chiarito che in passato il tempo intercorso tra l'inversione della curva e l'arrivo della recessione è stato lungo e variabile.

Permangono dei rischi significativi, legati principalmente al commercio mondiale e alla Brexit, e molti dei rischi idiosincratici che interessavano l'anno scorso i Mercati Emergenti non sono ancora svaniti. Tuttavia, il motivo principale per cui siamo diventati meno ottimisti sugli attivi rischiosi rispetto a qualche mese fa è il fatto che le valutazioni hanno perso attrattiva dopo le solide performance del primo trimestre dell'anno. Abbiamo pertanto ridotto il rischio all'interno dei portafogli approfittando delle condizioni favorevoli e compatibili con un posizionamento nel mercato creditizio.

ANALISI MENSILE

PROSPETTIVE

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Sviluppati

A marzo gli attivi rischiosi hanno perso slancio a fronte dell'apprezzamento dei titoli di Stato, ma riteniamo che abbiano comunque fatto meglio del previsto grazie alla fiducia infusa negli investitori dal dietrofront espansivo delle banche centrali. I rendimenti dei titoli sovrani dei Mercati Sviluppati si sono notevolmente ridotti su base mensile, toccando i minimi pluriennali. Le banche centrali sono divenute complessivamente meno restrittive, in risposta alla perdurante debolezza dell'economia globale e alla debolezza delle pressioni inflazionistiche. La Fed ha invertito rotta adottando un orientamento decisamente più accomodante ed escludendo la possibilità di nuovi rialzi dei tassi fino a fine anno. L'USD si è lievemente indebolito a marzo, soprattutto contro EUR, JPY e GBP. A inizio mese, la BCE ha annunciato nuovi stimoli sotto forma di un programma di finanziamento a lungo termine per le banche, eliminando in tal modo il rischio di finanziamento una volta giunti a scadenza i piani attualmente in corso.

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Emergenti

I rendimenti dell'obbligazionario emergente sono stati disomogenei nel mese in rassegna in quanto le divise dei Mercati Emergenti si sono indebolite nei confronti dell'USD, mentre le performance delle obbligazioni in valuta locale ed estera sono state positive. Nel segmento in valuta forte, i titoli investment grade hanno sovraperformato quelli high yield a fronte del calo dei rendimenti dei Treasury USA e le obbligazioni sovrane hanno fatto meglio di quelle societarie.¹ I prezzi delle materie prime hanno fatto segnare andamenti contrastanti nel periodo: le quotazioni petrolifere hanno continuato a rafforzarsi, mentre quelle dei metalli preziosi e delle merci agricole si sono mosse al ribasso.² I flussi finanziari hanno continuato a evidenziare dinamiche positive con afflussi per USD 16 miliardi nei fondi obbligazionari emergenti (dati JP Morgan). I capitali sono provenuti in misura pressoché equivalente da investitori istituzionali e retail e hanno privilegiato le strategie in valuta forte, seguite da quelle in valuta locale e dai fondi misti.

Le ultime dichiarazioni rilasciate dai funzionari della Fed confermano l'impegno assunto dalla banca centrale ad essere "paziente e flessibile" circa i futuri rialzi dei tassi. Al momento, difficilmente la Fed aumenterà ancora i tassi nel 2019, ma è altresì improbabile che li abbassi tanto quanto il mercato sta attualmente scontando. Ci aspettiamo che la politica della Banca del Giappone rimanga accomodante al pari di quella delle altre principali banche centrali, anche se l'Istituto nipponico potrebbe non vedere di buon occhio una discesa dei rendimenti governativi decennali al disotto del -0,10%. Sul versante valutario, ci aspettiamo che l'USD registri un lieve indebolimento nel 2019.

Malgrado la recente debolezza della crescita globale e la possibilità di eventi destabilizzanti (Brexit in primis nell'immediato), le nostre prospettive per il debito emergente rimangono favorevoli in virtù di diversi fattori. Innanzitutto, la politica monetaria globale è diventata decisamente accomodante, come testimoniano il recente dietrofront espansivo della Fed e l'orientamento accomodante della BCE. In secondo luogo, la Cina continua a fornire notevoli stimoli mediante allentamento monetario (tagliando i coefficienti di riserva obbligatori e iniettando maggiore liquidità) ed espansione fiscale (tagli delle imposte e aumento della spesa per infrastrutture degli enti locali). Infine, il conflitto commerciale USA-Cina, che è stato un'importante fonte di volatilità lo scorso anno, sembra incamminarsi verso un'intesa provvisoria nei prossimi mesi, facendo potenzialmente aumentare la propensione al rischio nel breve termine.

¹ JP Morgan, dati al 31 marzo 2019.

² JP Morgan, Bloomberg, dati al 31 marzo 2019.

ANALISI MENSILE

PROSPETTIVE

Credito

Malgrado il brusco calo dei rendimenti governativi e i dati economici contrastanti, la corsa al rialzo delle obbligazioni societarie è proseguita pressoché ininterrotta, consolidando l'apprezzamento da inizio anno a oggi. Nel mese, il differenziale dell'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate si è ridotto di 1 punto base, chiudendo a 119 pb sulle obbligazioni governative. I titoli europei investment grade hanno fatto addirittura meglio, colmando il divario accumulato da inizio anno rispetto agli spread statunitensi, con il differenziale dell'indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate in calo di 6 pb per chiudere il mese a 121 pb sui governativi. Il mercato high yield statunitense ha continuato a guadagnare quota a marzo, e l'indice Bloomberg Barclays U.S. High Yield ha generato un rendimento totale dello 0,94%.³ Gli spread si sono ampliati di 14 pb chiudendo il mese a 414 pb, mentre i rendimenti sono diminuiti di 11 pb al 6,43%.⁴

Prodotti cartolarizzati

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. Riteniamo che le condizioni creditizie fondamentali rimarranno favorevoli e che i titoli ipotecari e cartolarizzati esposti all'andamento del credito continueranno a conseguire buone performance. 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. Sottopesiamo i titoli garantiti da ipoteche (MBS) di agenzia in virtù di possibili problematiche sul fronte dell'offerta ora che la Fed ha concluso i suoi acquisti di MBS e visto che le banche americane potrebbero ridurre le loro esposizioni al settore in caso di allentamento dei requisiti patrimoniali basati sul rischio.

I mercati creditizi hanno dovuto metabolizzare numerosi sviluppi a marzo. I dati economici sono rimasti contrastanti, soprattutto al di fuori degli Stati Uniti, ma sembrerebbero indicare che la fase di maggior rallentamento è ormai alle spalle. La decisione di sovrapponderare il rischio nei nostri portafogli all'inizio del 2019 è stata premiante e dovrebbe continuare ad esserlo.

Continuiamo a prevedere un contesto propizio in termini di volatilità dei tassi per il resto del 2019. Ciò dovrebbe favorire gli MBS di agenzia nel corso dell'anno, anche se parte di tale rialzo potrebbe essere compensato da pressioni sul versante dell'offerta dovute al ridimensionamento del bilancio della Fed. Nel complesso, gli MBS di agenzia dovrebbero continuare a sovraperformare i Treasury ma a sottoperformare gli strumenti cartolarizzati orientati al credito. Come già menzionato il mese scorso, alla luce di questa solida performance continuiamo a ridimensionare il rischio nella maggioranza dei portafogli, attraverso una leggera modifica del mix di obbligazioni finanziarie subordinate, non finanziarie con rating BBB, high yield e convertibili. Continuiamo a ritenere il credito interessante ai livelli attuali, ma siamo dell'avviso che per quest'anno il grosso delle plusvalenze sia già stato generato.

³ Bloomberg Barclays, dati al 31 marzo 2019.

⁴ Bloomberg Barclays, dati al 31 marzo 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 quote 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

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

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 (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 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.

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 701and 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 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 impedisce 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 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

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

sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comandi. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comandi. 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: 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 altriamenti riviste per riflettere informazioni resesi 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