

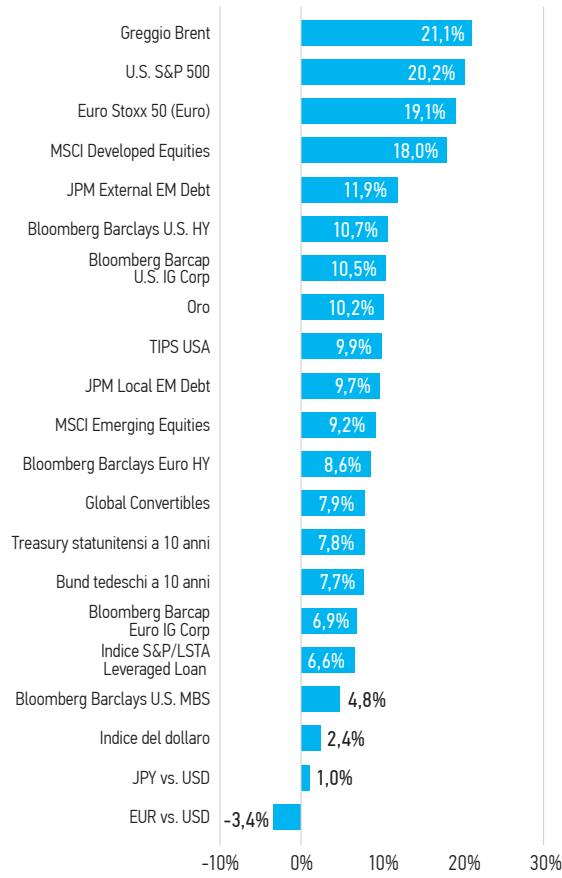
Global Fixed Income Bulletin

Proprio quando sembrava che i pericoli fossero in riduzione...

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

Nel mese i mercati finanziari hanno continuato a registrare buone performance: il 26 luglio l'indice S&P 500 ha toccato un nuovo massimo storico e il 31 luglio la Federal Reserve (Fed) ha tagliato i tassi per la prima volta in 11 anni. Dopo la volatilità di maggio causata dalle notizie negative sui negoziati commerciali USA-Cina, le condizioni sono parse migliorare.Terminate le riunioni delle banche centrali a fine mese, i mercati erano pronti per un agosto tranquillo. Le acque sembravano tranquille: che cosa è accaduto?

FIGURA 1
Andamento degli attivi da inizio anno

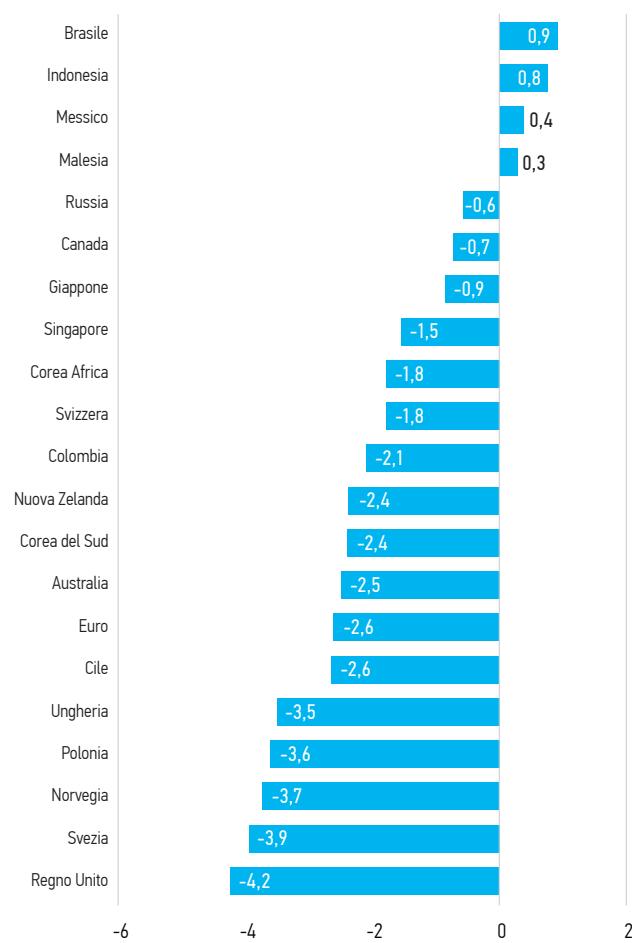


Nota: performance in USD. Fonte: Thomson Reuters Datastream. Dati al 31 luglio 2019. Gli indici riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Per le definizioni degli indici si rimanda alle pagg. 14 e 15.

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio ad agosto 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**Variazione valutaria mensile rispetto all'USD**

(+ = apprezzamento)



Fonte: Bloomberg. Dati al 31 luglio 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 (%)	Varia-zione mensile (pb)	Spread a 10 anni (pb)	Varia-zione mensile (pb)
(Spread sui Treasury)				
Stati Uniti	2,01	+1		
Regno Unito	0,61	-22	-140	-23
Germania	-0,44	-11	-245	-12
Giappone	-0,15	+1	-217	0
Australia	1,19	-14	-83	-15
Canada	1,48	+1	-54	0
Nuova Zelanda	1,44	-13	-57	-14
(Spread sui Bund)				
Francia	-0,18	-18	26	-7
Grecia	2,04	-41	248	-30
Italia	1,54	-56	198	-45
Portogallo	0,34	-13	78	-2
Spagna	0,28	-11	72	0
ME	rend. locale rendim -ento (%)	var. da inizio mese (pb)	spread in usd (pb)	var. da inizio mese (pb)
Spread debito estero ME			331	-33
Rend. locale ME	5,55	-17		
Spread obbl. societarie ME			276	-16
Brasile	6,65	-23	206	-26
Colombia	5,66	-11	175	-6
Ungheria	1,36	-28	94	+4
Indonesia	7,43	-3	171	-16
Malesia	3,60	-3	115	-13
Messico	7,56	-3	323	-6
Perù	4,56	-30	117	-7
Filippine	4,58	-29	72	-7
Polonia	1,91	-16	31	-8
Russia	7,11	-17	192	-14
Sudafrica	9,41	+21	300	+17
Turchia	15,20	-172	449	-29
Venezuela	-	-	11945	+3078
CREDITO		var. da inizio mese (pb)	spread inizio (pb)	var. da inizio mese (pb)
IG USA			108	-7
IG EUR			99	-13
HY USA			371	-6
HY EUR			348	+41
PRODOTTI CARTOLARIZZATI				
MBS di agenzia			84	+5
CMBS BBB USA			249	-4

Positive Neutral Negative

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

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio ad agosto 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

Sfortunatamente, a fine luglio il flusso di notizie è diventato negativo e agosto, che sembrava un mese tranquillo, si è rivelato molto più movimentato. Come si spiega? Gli sviluppi chiave sono stati due. Il primo è facilmente reversibile: il taglio dei tassi di 25 punti base operato dalla Fed il 31 luglio è stato considerato troppo prudente, deludendo i mercati che desideravano un atteggiamento maggiormente accomodante, non necessariamente in termini di punti base ma di impegno ad attuare ulteriori tagli in futuro.

Il secondo sviluppo non è così facilmente reversibile. L'improvvisa escalation della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina ai primi di agosto è una dinamica che potrebbe modificare i trend. Gli ulteriori dazi sulle importazioni cinesi, le rappresaglie attuate dalla Cina riducendo gli acquisti di prodotti agricoli americani e l'improvviso deprezzamento dello yuan fanno innalzare in misura significativa i rischi economici globali.

Per la prima volta dal 2015, il pericolo di un rallentamento economico ben più marcato va considerato attentamente. Nonostante la nostra convinzione che non ci sarà una recessione vera e propria, gli sviluppi sul fronte commerciale aggraveranno una situazione economica già fragile, soprattutto per l'industria manifatturiera e gli scambi internazionali. La fiducia delle imprese su scala globale è debole da oltre un anno. Queste dinamiche non miglioreranno la situazione e molto probabilmente ostacoleranno la ripresa dell'attività economica prevista per la seconda metà dell'anno. E lo scenario "alla Riccioli d'oro"? Le banche centrali non possono dare una mano?

Anche se sono ormai a corto di munizioni (specie fuori degli Stati Uniti), le banche centrali cercheranno di mantenere in carreggiata l'economia mondiale a prescindere dalle manovre dei politici. Pertanto, allacciatevi le cinture, preparatevi a una maggiore volatilità ma non fatevi prendere dal panico. Siamo convinti che il calo dei tassi possa ammortizzare l'impatto della guerra commerciale, e ci riuscirà. Tuttavia, dobbiamo chiederci in tutta onestà in che misura un allentamento monetario possa essere di aiuto. Sul fronte negativo, la riduzione dei tassi d'interesse non può far superare le incertezze riguardanti le relazioni economiche future.

Il problema è che le tensioni commerciali continuano ad aggravarsi e senza sapere come finirà la partita quale certezza possono avere gli investitori che il peggio sia ormai alle spalle? Riteniamo che la curva dei rendimenti sia il migliore termometro per la fiducia dei mercati. Crediamo che un parametro di valutazione del successo, ad esempio la reflazione, sarebbe l'irripido delle curve dei rendimenti. Se la magia dello stimolo monetario funzionerà, la

pendenza delle curve dovrebbe aumentare. Sfortunatamente, finora ciò non è accaduto. I rendimenti delle obbligazioni a lunga scadenza continuano a muoversi al ribasso, mentre quelle a breve scadenza, soprattutto negli Stati Uniti, evidenziano tassi ben al di sotto di quelli ufficiali. Non è un voto di fiducia. Le condizioni non sono granché migliorate e sono addirittura peggiori al di fuori degli Stati Uniti. Fino a quando non cominceranno a irripido le curve dei rendimenti, le economie non saranno al sicuro ed è improbabile che gli attivi rischiosi registrino performance positive.

Ciò crea un contesto in cui vedremo mercati che scontano un maggiore stimolo monetario, rendimenti in calo, curve dei rendimenti più ripide e maggiori difficoltà per gli attivi più rischiosi. La capacità delle obbligazioni societarie e dei Paesi Emergenti di assorbire le brutte notizie è minacciata dalle valutazioni. Questi mercati hanno generato rendimenti smisurati da inizio anno e non sono nella migliore condizione di metabolizzare una quantità eccessiva di brutte notizie. Che vi siano o meno buoni motivi per giustificare un'ulteriore sottoperformance, non riteniamo opportuno incrementare l'esposizione al segmento high yield e ai Mercati Emergenti. Tuttavia, siamo anche convinti che non vi siano sufficienti informazioni per ridimensionare totalmente le esposizioni.

Nel frattempo, crediamo più utile focalizzarci sui fondamentali societari, nazionali e strutturali (nel caso dei titoli cartolarizzati). Infatti, i paesi che hanno fondamentali solidi e/o in fase di miglioramento, con valutazioni ragionevoli, hanno maggiori possibilità di superare eventuali turbolenze. Sul fronte delle obbligazioni governative, nei paesi sviluppati continuiamo a preferire Australia, Spagna e Stati Uniti, mentre nei Mercati Emergenti privilegiamo Brasile e Perù per le emissioni in valuta locale, ma anche una rosa ristretta di paesi di minori dimensioni – che risentono in misura minore delle tensioni commerciali globali – per le emissioni in valuta estera. In linea generale il dollaro dovrebbe mantenere un andamento stabile, salvo in casi particolari. Guardiamo con interesse alla sterlina egiziana, che è sostenuta da una serie relativamente unica di fondamentali.

Continuiamo a credere nel mantra che di recente andiamo recitando: è l'agilità il fattore di successo. I mercati e i rappresentanti politici vivono una fase di cambiamento. Con i mercati che, a torto o a ragione, prevedono importanti svolte sul fronte delle politiche, gli investitori dovranno prendere importanti decisioni sulle scelte di compromesso che le banche centrali faranno: prevenire le pressioni recessive adottando misure proattive o rispondere ai rischi commerciali agendo con eccessiva prudenza, consentendo così alle dinamiche di crisi di rafforzarsi tanto da diventare inarrestabili.

ANALISI MENSILE

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Sviluppati

Dopo l'improvviso calo dei rendimenti dei mesi precedenti, a luglio le obbligazioni sovrane dei Mercati Sviluppati hanno fatto segnare performance contrastanti. Nel mese, il rendimento dei Treasury USA decennali è salito di un punto base, mentre quello del Gilt di pari durata è sceso di 22 punti base, seguito a ruota da quasi tutti i titoli di Stato dell'Eurozona. Per tutto il mese gli investitori sono rimasti in trepidante attesa della riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) in calendario per il 31 luglio. Nelle settimane che hanno preceduto la riunione, i mercati hanno scontato un taglio sicuro di 25 punti base, ma anche la probabilità di una riduzione più consistente di 50 punti base. La decisione della Fed di limitarsi a ridurre i tassi di riferimento di soli 25 punti base non ha colto di sorpresa il mercato. Quel che ha deluso è che la Federal Reserve non si è impegnata ad adottare per il futuro un orientamento dichiaratamente più accomodante. Nell'Eurozona, la BCE ha confermato che nella riunione di settembre potrebbe approvare interventi espansivi di politica monetaria che comporteranno verosimilmente tagli dei tassi, un nuovo programma di quantitative easing (QE) e altre misure accomodanti. Ciò ha ampiamente avvalorato il cambio di rotta che il presidente Mario Draghi aveva annunciato ai primi di giugno in occasione del discorso di Sintra. Nel Regno Unito, il 23 luglio Boris Johnson è stato eletto leader del Partito conservatore. Gli incarichi di governo più importanti sono stati subito assegnati ai maggiori sostenitori della Brexit, sostituendo oltre la metà dei ministri in carica con Theresa May.

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Emergenti

Luglio è stato un altro mese positivo per le obbligazioni dei Mercati Emergenti in quanto gli investitori hanno continuato ad aggiungere rischio ai loro portafogli, soprattutto sotto forma di debito denominato in dollari. Secondo le stime JP Morgan, il settore obbligazionario dei Mercati Emergenti ha incamerato afflussi per USD 9,2 miliardi, confluiti soprattutto nelle strategie in valuta forte. Tuttavia, la decisione del FOMC della Federal Reserve statunitense di tagliare i tassi di soli 25 punti base, giunta a fine mese, ha deluso le aspettative degli investitori, e le dichiarazioni poco chiare rilasciate nella conferenza stampa a margine dell'incontro hanno alimentato il clima d'incertezza. L'impatto è stato immediatamente visibile soprattutto nell'indebolimento delle valute emergenti, in particolare quelle dell'Est europeo legate all'euro, e tale dinamica ha messo fine a un mese in cui il dollaro si è rafforzato e l'euro deprezzato. Le obbligazioni in valuta locale hanno chiuso in territorio positivo compensando abbondantemente l'effetto valutario negativo in termini aggregati. Nei mercati degli strumenti in valuta forte, i titoli high yield hanno sovraperformato quelli investment grade e le emissioni governative hanno generato rendimenti migliori rispetto alle societarie. I prezzi delle materie prime si sono complessivamente mossi al ribasso, trainati dalle merci agricole e dal greggio, che hanno risentito dell'indebolimento delle prospettive per la crescita globale e dell'impatto economico del dollaro forte. I metalli hanno fatto segnare performance contrastanti: quelli preziosi hanno chiuso tendenzialmente al rialzo mentre quelli di base hanno perso quota.

PROSPETTIVE

Per la fine del 2019, è probabile che la crescita degli Stati Uniti rallenti, salvo poi stabilizzarsi grazie a una politica monetaria più espansiva. 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 tali prospettive sono soggette a tre rischi principali: la Brexit, le dispute commerciali tra Washington e Pechino e le elezioni presidenziali americane.

Nelle prossime settimane, gli asset rischiosi, e il debito dei Mercati Emergenti in particolare, vanno incontro a prospettive contrastanti. Per quanto riguarda le dispute commerciali tra Washington e Pechino, le speranze di una lunga tregua all'indomani del vertice di Shanghai sono state spazzate via qualche giorno dopo, quando Trump ha annunciato dazi del 10% sui rimanenti USD 300 miliardi di importazioni cinesi, che entreranno in vigore il 1º settembre. Le ritorsioni cinesi attese non faranno che accrescere la volatilità, creando probabili turbolenze per le performance degli attivi rischiosi. D'altro canto, l'orientamento monetario adottato tanto nel mondo avanzato quanto in quello emergente rimane ampiamente accomodante. Ciò non significa che non possano esserci dei risvolti negativi, come testimonia la reazione avversa dei mercati al taglio "restrittivo" operato il 31 luglio dalla Fed.

ANALISI MENSILE

Credito

A luglio i differenziali delle obbligazioni societarie si sono mossi complessivamente al ribasso, proseguendo il trend iniziato a giugno con le aspettative degli investitori di un allentamento sincronizzato delle politiche monetarie da parte delle banche centrali. I fattori trainanti di luglio sono stati: (1) la previsione di politiche monetarie più accomodanti da parte delle banche centrali, (2) gli utili societari superiori alle stime poco ambiziose, che hanno allontanato lo spettro di un'imminente contrazione e (3) la forte domanda di credito. L'indice Bloomberg Barclays U.S Corporate ha chiuso luglio in ribasso di 6 punti base, collocandosi a fine mese a 107 pb sopra i titoli di Stato.¹ Le emissioni finanziarie e quelle non finanziarie hanno registrato performance analoghe. Nel settore finanziario, i titoli a più lunga scadenza hanno sovraperformato. A luglio, lo spread dei titoli investment grade denominati in euro si è ristretto di 12 punti base, a quota 99 punti base, rispetto all'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate.²

Prodotti cartolarizzati

A luglio, l'indice Bloomberg Barclays U.S. Mortgage-Backed Securities (MBS) ha guadagnato lo 0,40% sovraperformando il Bloomberg Barclays U.S. Treasury Index, arretrato dello 0,12%, in quanto i tassi d'interesse sono rimasti confinati in un intervallo ristretto e le duration degli MBS non hanno registrato variazioni di rilievo.³ Gli spread nominali degli MBS di agenzia a cedola corrente si sono ridotti di 2 punti collocandosi 85 punti base sopra quelli interpolati dei Treasury USA.⁴ La duration dell'indice Bloomberg Barclays U.S. MBS si è ridotta di 0,08 anni a 3,07 anni proseguendo un trend già avviato, in quanto negli ultimi mesi i rimborsi anticipati dei mutui hanno accelerato il passo poiché la riduzione dei tassi ipotecari ha cominciato a incidere sull'attività di rifinanziamento⁵. Nel mese, il valore del portafoglio MBS della Fed si è ridotto di USD 21 miliardi a quota USD 1.512 miliardi ed è ora inferiore di USD 125 miliardi rispetto a inizio anno.⁶

PROSPETTIVE

Sembene le solide performance da inizio anno ad oggi abbiano fatto comprimere le valutazioni, va sottolineato che il mercato ha di recente ignorato diversi segnali indicanti un aumento dei rischi macro. Tra questi figurano la minaccia più concreta di una Brexit senza accordo, nessun progresso nelle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina e la debolezza dei dati manifatturieri globali. L'incertezza offusca 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. A fronte del calo degli spread sotto la media di lungo termine, nel mese la nostra strategia è stata quella di monetizzare i guadagni sulle posizioni di lungo corso. Manteniamo tuttavia una posizione lunga netta negli attivi rischiosi, prevedendo di operare in chiave tattica nel trimestre a venire.

Il nostro giudizio complessivo rimane sostanzialmente invariato rispetto al mese scorso. Le prospettive fondamentali per i mercati residenziali e del credito al consumo sono a nostro avviso positive tanto negli Stati Uniti quanto in Europa. Continuiamo a nutrire un giudizio lievemente negativo sugli MBS di agenzia in ragione delle dinamiche offerta-domanda legate alla riduzione delle posizioni in MBS della Fed e all'incremento del flottante di mercato per circa USD 20 miliardi al mese. Tuttavia abbiamo stemperato tale pessimismo vista la sottoperformance di quest'anno rispetto agli altri strumenti ipotecari. Le prospettive per il mercato degli immobili commerciali continuano a essere contrastanti a causa della natura più idiosincratica dei singoli settori e immobili.

¹ Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 31 luglio 2019

² Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 31 luglio 2019

³ Fonte: Bloomberg, dati al 31 luglio 2019

⁴ Fonte: JP Morgan, dati al 31 luglio 2019

⁵ Fonte: Bloomberg, dati al 31 luglio 2019

⁶ Fonte: Federal Reserve Bank di New York, dati al 31 luglio 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 rimborси 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 da 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.

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.

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

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

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

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

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

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

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

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

L'indice **MSCI All Country World (ACWI, MSCI global equities)** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei listini azionari dei Mercati Sviluppati ed Emergenti. Il termine "flottante" è riferito alla quota di azioni in circolazione considerate disponibili per l'acquisto da parte degli investitori sui mercati azionari quotati. La performance dell'indice è espressa in dollari USA e prevede il reinvestimento dei dividendi netti.

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

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

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

L'indice **S&P 500® (U.S. S&P 500)** misura la performance del segmento delle large cap nel mercato azionario statunitense e copre all'incirca il 75% di tale mercato. L'indice comprende 500 tra le principali società che operano nei settori di punta dell'economia statunitense.

L'indice **S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100 (S&P/LSTA Leveraged Loan Index)** è costruito per replicare l'andamento dei prestiti di maggiore entità del mercato dei prestiti con leva.

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

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

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

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

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

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

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Regno Unito — Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. **Dubai** — Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158).

Germania — Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Irlanda** — Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda.

Italia — Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), con sede legale a 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano), con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, è registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968.

Paesi Bassi — Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 11096HA, 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 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 MSIM, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), membro di: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Giappone, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

Stati Uniti –

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

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. Una 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 è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

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 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.

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