

# La dolce vita è tornata...ma quanto durerà?

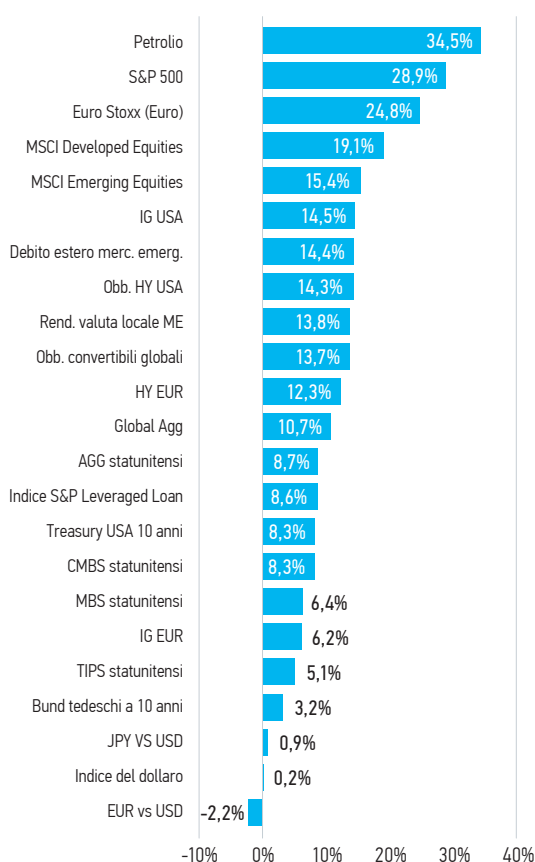
**FIXED INCOME** | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | GENNAIO 2020

Il mese di dicembre ha chiuso in modo degno un anno eccezionale. L'apparente attenuazione dei rischi globali è coincisa con un'impennata dei mercati. Mentre i rendimenti dei titoli di Stato hanno continuato a salire per il quarto mese consecutivo, sulla scia di migliori notizie (e soprattutto speranze!) sul fronte economico e della riduzione delle tensioni commerciali, gli spread dei titoli societari – sia high yield che investment grade – nonché di numerose obbligazioni dei mercati emergenti, si sono significativamente ristretti. Il dollaro USA ha invertito la tendenza, registrando una marcata flessione sia su base ponderata per l'interscambio che rispetto alla maggior parte delle singole valute. Particolarmente degna di nota è stata la performance delle emissioni high yield, che hanno archiviato il terzo miglior risultato mensile del ciclo in corso. A guidare la classifica sono stati i titoli che avevano precedentemente sottoperformato, vale a dire le obbligazioni di fascia CCC e del settore energetico, che hanno in entrambi i casi conseguito rendimenti mensili superiori al 5%. Resta da capire quanto di tutto ciò vada attribuito all'occasionale illiquidità di dicembre e quanto all'inizio di una nuova tendenza.

Sembra inverosimile che un simile regalo di Natale agli investitori possa proseguire anche nel 2020. L'ottimismo è aumentato, i dati sono migliorati, ed anche i timori per la guerra commerciale sono sembrati in calo. Ma soprattutto, difficilmente assisteremo a una replica delle politiche monetarie accomodanti viste nel 2019. Uno dei rischi per il 2020 potrebbe essere un inaspettato incremento dell'inflazione. E non dimentichiamo che la minaccia di eventi avversi non è affatto sparita: basti ricordare, a titolo di esempio, il riacutizzarsi delle tensioni in Medio Oriente, la procedura di impeachment a carico di Trump, i deludenti dati sulla fiducia delle imprese (specie negli Stati Uniti) e i rapporti commerciali tra Stati Uniti e Cina. Pur non ritenendo che simili tematiche possano veramente incidere sulla direzione dell'economia globale, siamo dell'avviso che nel breve termine, considerati gli attuali prezzi degli attivi, i mercati finanziari non offrano un potenziale di rialzo significativo. Concentrarsi sulla selezione dei titoli resta di assoluta importanza per poter approfittare delle opportunità che si presentano ed evitare settori/paesi sopravvalutati.

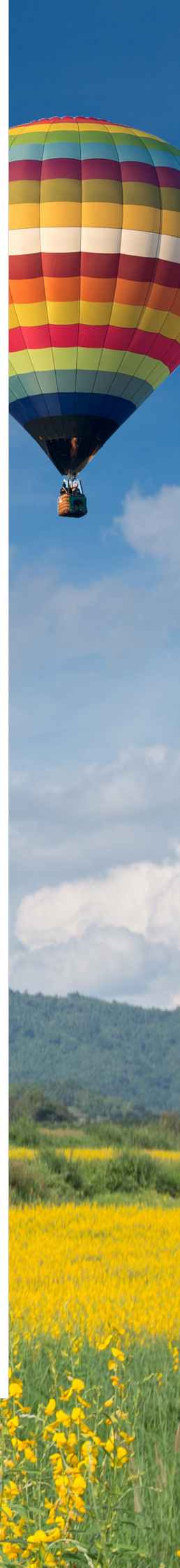
**FIGURA 1**

**Andamento degli attivi da inizio anno**



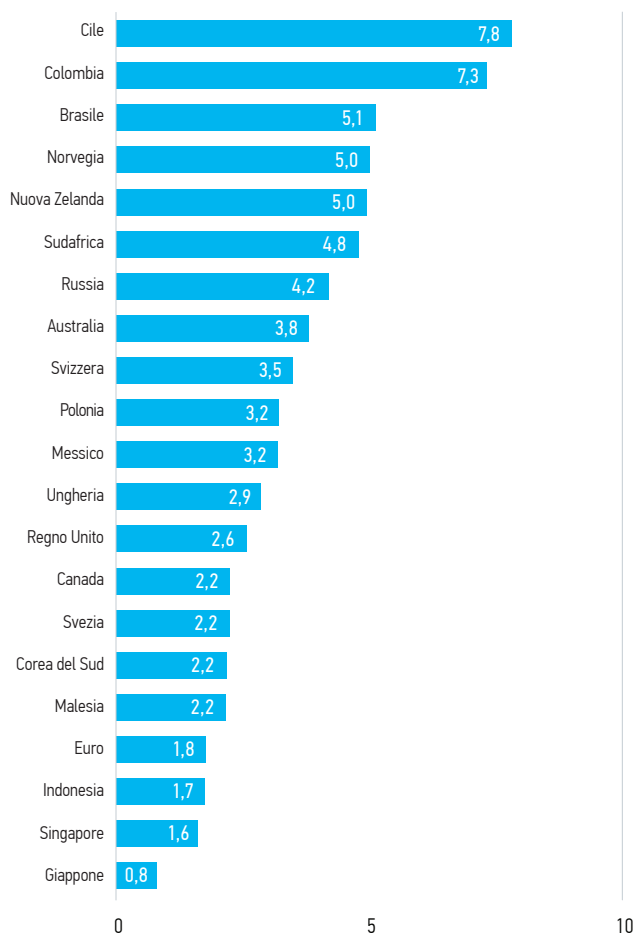
Nota: performance in USD. Fonte: Bloomberg. Dati al 31 dicembre 2019. Gli indici riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico. **Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri.** Per le definizioni degli indici si rimanda alle pagg. 6, 7 e 8.

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team Portfolio Management a gennaio 2020 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 31 dicembre 2019. Nota: per variazione positiva si intende l'apprezzamento della valuta nei confronti dell'USD.

**FIGURA 3****Principali variazioni mensili dei rendimenti e degli spread decennali**

PAESE	LIVELLO REND. A 10 ANNI (%)	VARIAZIONE MENSILE (PB)	SPREAD A 10 ANNI (PB)	VARIAZIONE MENSILE (PB)
(Spread sui Treasury)				
Stati Uniti	1,88	+10		
Regno Unito	0,87	+17	-101	+7
Germania	-0,19	+18	-206	+7
Giappone	-0,01	+6	-189	-4
Australia	1,31	+27	-57	+17
Canada	1,64	+18	-24	+8
Nuova Zelanda	1,64	+35	-24	+24
(Spread sui Bund)				
Francia	0,12	+17	30	-1
Grecia	1,45	+1	164	-17
Italia	1,41	+18	160	+1
Portogallo	0,44	+4	63	-13
Spagna	0,47	+5	65	-12
MERCATI EMERGENTI	REND. LOCALE INDICE (%)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)	SPREAD IN USD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
Spread debito estero ME			275	-32
Rend. locale ME				
Spread obbl. societarie ME			267	-21
Brasile	6,25	+2	214	-25
Colombia	5,95	-16	161	-27
Ungheria	1,19	+7	81	-16
Indonesia	7,14	-8	141	-22
Malesia	3,35	-4	82	+12
Messico	6,94	-19	172	-22
Perù	4,52	-10	81	-20
Filippine	4,30	0	69	-17
Polonia	1,89	+10	27	-1
Russia	6,12	-15	130	-29
Sudafrica	9,52	-16	294	-27
Turchia	11,70	-33	403	-42
Venezuela	-	-	14292	+1141
CREDITO			SPREAD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
IG USA			93	-12
IG EUR			93	-10
HY USA			336	-34
HY EUR			292	-35
CARTOLARIZZAZIONI				
MBS emessi da agenzie			75	-6
CMBS BBB USA			257	+9

Positive Neutral Negative

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

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team Portfolio Management a gennaio 2020 e possono variare in base alle condizioni economiche, di mercato e di altra natura. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

# Prospettive per il mercato obbligazionario

I rendimenti di dicembre hanno chiuso in bellezza un anno straordinario. Solo i titoli di Stato dei mercati sviluppati hanno perso quota nel corso del mese, come prevedibile visto il miglioramento dei dati economici e il ritrovato ottimismo circa la fine della negatività che ha afflitto l'economia globale negli ultimi due anni. Di fatto, se consideriamo gli ultimi due anni nell'ottica di una "mini" recessione, l'attuale espansione non dura da 10 anni ma potrebbe essere molto più giovane! I pericoli a parte, la verità è che i dati economici potrebbero migliorare per diversi anni, come accaduto a fine anni '90 e nel 2005-2006.

Tutte le tipologie di obbligazioni societarie hanno conseguito rendimenti eccezionali a dicembre, guidate dalle emissioni con rating CCC e da quelle delle compagnie energetiche. Per molti versi, si tratta di una dinamica comprensibile viste le performance deludenti registrate a novembre e in termini annui. Anche il dollaro USA ha perso fortemente quota, ma nell'intero 2019 si è comunque apprezzato su base ponderata per gli scambi commerciali. Un dollaro più debole sarebbe uno sviluppo positivo per l'economia globale e possibilmente foriero di buone notizie sul fronte commerciale nel 2020. Ma visto che le decisioni sono tuttora nelle mani di un presidente volubile come Trump è consigliabile rimanere cauti, anche in considerazione delle possibili minacce causate dalle nuove tensioni in Medio Oriente.

Il regalo di Natale per gli investitori non è in generale da interpretare come un anticipo sui doni futuri. A dicembre i differenziali creditizi si sono ristretti fino ad avvicinarsi ai minimi ciclici in assenza di nuovi sviluppi degni di nota. Gran parte delle obbligazioni, sia governative che societarie, non sembrano essere convenienti. Ciò ci induce a dubitare della capacità e volontà del mercato di assorbire l'offerta nel primo trimestre. Ma ciò non significa che siamo pessimisti, visto che i fondamentali sono alquanto solidi. Il contesto macro generale è in miglioramento, salvo sorprese negative sul fronte degli indicatori della fiducia delle imprese statunitensi (ad esempio l'ISM e gli indicatori della fiducia dei CEO). Ciò ci rende più fiduciosi sul fatto che i tassi globali possano aver raggiunto il punto d'inversione e che il credito sia ben supportato, pur trovandosi nella fascia alta del fair value. Nel 2020 è probabile che le banche centrali non modificheranno i loro orientamenti,

pertanto gli effetti ritardati dell'allentamento monetario dovrebbero continuare a sostenere l'economia. La politica fiscale dovrebbe essere neutrale o espansiva, l'inflazione dovrebbe mantenersi stabile o mostrare un lieve rialzo, mentre il contesto per le obbligazioni non governative sarà verosimilmente positivo. Ci piacerebbe tuttavia assistere a un ampliamento degli spread e/o a fondamentali ancora più solidi prima di incrementare ulteriormente l'esposizione al rischio di credito. Una contenuta posizione lunga sul credito, basata su fondamentali solidi e/o in miglioramento, una posizione lunga più significativa nei mercati emergenti e un modesto sottopeso nel rischio di tasso d'interesse (concentrato negli Stati Uniti, nei paesi europei core, in Giappone e nel Regno Unito) ci sembrano un posizionamento adeguato.

Per la prima volta da molto tempo, la netta sovraperformance economica e finanziaria degli Stati Uniti si sta affievolendo. Non è chiaro se si tratti di un trend che caratterizzerà tutto il 2020 o di una fase temporanea, ma di certo lascia presagire un indebolimento del dollaro e un apprezzamento delle valute dei mercati emergenti (ME), rimaste indietro nel 2019. Le valute emergenti sono un segmento su cui riteniamo opportuno assumere un maggior livello di rischio ad inizio 2020.

In sintesi, i fondamentali sono buoni, i titoli di Stato appaiono costosi ma sono supportati dalle banche centrali ancora accomodanti, i differenziali creditizi sono elevati e i mercati emergenti sono generalmente più convenienti di quelli sviluppati. Perché gli spread si restringano ulteriormente ci vorranno dati economici globali positivi, che confermino l'attuale ottimismo, e la conferma che le banche centrali non abbandoneranno la loro strategia attendista, astenendosi dall'inasprire la politica monetaria fino a che l'inflazione non salirà portandosi in linea o al di sopra dei livelli target. L'area meno vulnerabile del mercato obbligazionario resta quella dei titoli cartolarizzati, che sembrano immuni a molte delle forze in grado di scuotere i mercati finanziari, e ciò grazie al vigore del settore privato. D'altro canto, dopo un ottimo 2019 le valutazioni hanno perso la loro notevole convenienza e difficilmente replicheranno le performance dell'anno appena trascorso.

## ANALISI MENSILE

## PROSPETTIVE

**Mercati  
Sviluppati**

A dicembre, i rendimenti dei titoli di Stato dei Paesi sviluppati si sono mossi nuovamente al rialzo, in particolare in Australia, Nuova Zelanda e Canada.<sup>1</sup> I mercati hanno reagito positivamente ai passi avanti compiuti sul versante dei rischi geopolitici, quali la Brexit e i negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina. Sul fronte delle banche centrali, nel 2020 la Banca centrale europea e la Banca del Giappone dovrebbero proseguire con i relativi programmi di acquisti di strumenti obbligazionari, sebbene a un ritmo più lento. Nel Regno Unito, in occasione delle elezioni di dicembre il Partito conservatore ha conseguito un'importante vittoria assicurandosi 364 seggi su 650 e una maggioranza di gran lunga superiore al previsto. Grazie a questo esito Boris Johnson, il Primo Ministro in carica, ora può contare sul mandato per governare il paese e negoziare l'uscita del Regno Unito dall'UE. Andrew Bailey è stato nominato nuovo Governatore della Banca d'Inghilterra, prendendo il posto di Mark Carney che lascerà l'incarico alla fine di gennaio.<sup>2</sup>

Nel 2020 la crescita globale continuerà a incontrare sfide. Le banche centrali sono diventate più accomodanti, in particolare negli Stati Uniti e nell'Eurozona, ma ulteriori misure di allentamento sembrano improbabili a meno di un significativo deterioramento delle prospettive di crescita e inflazione. Malgrado i recenti sviluppi positivi, i tre rischi principali cui sono soggette le nostre prospettive restano la Brexit, il conflitto commerciale USA/Cina e le ripercussioni negative sui consumi della debolezza dei settori manifatturiero e commerciale.

**Mercati  
Emergenti**

La propensione al rischio è migliorata in vista di un possibile accordo commerciale di "fase 1" tra Stati Uniti e Cina. Le valute dei paesi emergenti si sono apprezzate rispetto al dollaro, aprendo la strada all'obbligazionario emergente. Il debito sovrano denominato in dollari ha superato quello societario in quanto entrambi i segmenti sono stati trainati da Paesi e società con rendimenti superiori. Nel mese di dicembre, anche i prezzi delle commodity si sono mossi al rialzo, con incrementi generalizzati nei settori dell'energia, dei metalli e dei prodotti agricoli.<sup>3</sup>

Il nostro scenario di base prevede un contesto economico mondiale solo leggermente migliore di quello del 2019, il che significa che la politica monetaria globale continuerà a essere in gran parte accomodante. Pur aspettandoci un ampliamento dei differenziali di crescita tra i Mercati Emergenti (ME) e i Mercati Sviluppati (MS) a sostegno degli attivi emergenti, riteniamo che le obbligazioni dei ME offriranno rendimenti più contenuti rispetto al 2019, considerato il nostro giudizio sulle attuali valutazioni e i limitati margini di manovra di cui dispongono le autorità dei Paesi Sviluppati per adottare politiche monetarie espansive aggressive.

<sup>1</sup> Fonte: Bloomberg, dati al 31 dicembre 2019.<sup>2</sup> Fonte: Bloomberg, dati al 31 dicembre 2019.<sup>3</sup> Fonte: JP Morgan, dati al 31 dicembre 2019.

## ANALISI MENSILE

## PROSPETTIVE

## Credito

A dicembre i differenziali delle obbligazioni societarie si sono ridotti negli Stati Uniti e in Europa. Continuando il trend instauratosi dopo l'estate, i rendimenti dei tassi privi di rischio hanno terminato il mese in rialzo: i titoli decennali statunitensi e tedeschi hanno chiuso con rialzi di 10 pb all'1,88% e di 18 pb al -0,19% rispettivamente.<sup>4</sup> A dicembre, i principali fattori che hanno contribuito al restringimento degli spread sono stati (1) l'annuncio di un accordo commerciale di "fase 1" tra Stati Uniti e Cina (2) la vittoria dei Conservatori alle elezioni nel Regno Unito che potrebbe ridurre l'incertezza relativa alla Brexit (3) la persistente stabilizzazione dei dati macroeconomici con il rialzo degli indici Economic Surprise, in particolare nell'Eurozona (4) il basso numero di notizie negative provenienti dal fronte societario e (5) l'offerta ridotta in un mese di forte domanda.

Riteniamo che il 2020 sarà un anno a due facce con il credito inizialmente ben supportato dal miglioramento del contesto economico, dal ridotto rischio politico e da una forte domanda di titoli di credito. Nel secondo semestre del 2020, ci aspettiamo una replica delle incertezze sperimentate negli ultimi anni, con ripercussioni negative sulla fiducia nella ripresa dell'economia. Che la causa sia il timore di una recessione, la volatilità politica o una liquidazione delle posizioni creditizie, con conseguente indebolimento del quadro tecnico, riteniamo che il risultato sarà un anno a due facce. Saranno quindi necessarie una gestione attiva del credito e una riduzione del rischio dopo un lungo periodo di compressione degli spread, attraverso una rotazione verso crediti di maggiore qualità e scadenza più breve.

Prodotti  
cartolarizzati

Dicembre è stato un mese piuttosto tranquillo per i mercati dei titoli cartolarizzati, che nel mese hanno conseguito performance discrete. I fondamentali dei crediti al consumo restano particolarmente solidi: il tasso di disoccupazione è basso in termini storici, i salari sono in aumento e i tassi di spesa robusti; inoltre, le vendite di abitazioni continuano a beneficiare dei minori tassi ipotecari.

Iniziamo il 2020 con previsioni positive per le opportunità offerte dai mercati dei titoli cartolarizzati. Gli MBS di agenzia sono diventati decisamente più convenienti nell'ultimo biennio e, per la prima volta da molti anni, risultano interessanti su base corretta per il rischio. Anche i crediti cartolarizzati risultano promettenti in quanto le condizioni creditizie fondamentali rimangono molto favorevoli per i mercati residenziali e dei finanziamenti al consumo tanto negli Stati Uniti quanto in Europa. I mercati dei titoli cartolarizzati hanno conseguito buone performance nel 2019, ma hanno comunque sottoperformato quelli delle obbligazioni societarie, avendo beneficiato in misura inferiore del rally dei tassi d'interesse e del restringimento degli spread nel 2019. Probabilmente, nel 2020 la performance proverrà principalmente dal carry dei flussi di cassa e dall'andamento dei fondamentali anziché da un calo generalizzato dei rendimenti. Su tali premesse, i mercati dei titoli cartolarizzati dovrebbero sovraperformare nel 2020, visti i maggiori spread corretti per il rischio e il minore profilo di rischio in termini di duration.

<sup>4</sup> Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 31 dicembre 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). In un contesto di tassi d'interesse al rialzo, i corsi obbligazionari possono diminuire e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. In un contesto di tassi d'interesse al ribasso, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore.

I **titoli con scadenze più lunghe** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse.

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 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. Il **Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield Index** misura l'andamento del mercato statunitense delle obbligazioni societarie non investment grade a tasso fisso denominate in dollari e fiscalmente imponibili. I titoli sono classificati high yield se il rating medio di Moody's, Fitch e S&P è pari o inferiore a Ba1/BB+/BB+. L'indice non comprende le obbligazioni dei Mercati Emergenti.

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.

**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 **ICEBofAML 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 **ICEBofAML 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 **ICEBofAML 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 espressi sono quelli del team Portfolio Management a gennaio 2020 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 **JP Morgan 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 **JP Morgan 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 materie prime: 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, Grosse Gallusstrasse 18, 60312, Francoforte sul Meno, 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: 312-0462-1300. 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

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team Portfolio Management a gennaio 2020 e possono variare in base alle condizioni economiche, di mercato e di altra natura. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

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 2,20% 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 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. La presente pubblicazione non è stata esaminata 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, Londra 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 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.

Explore nuestro sitio web en [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)