

Global Fixed Income Bulletin

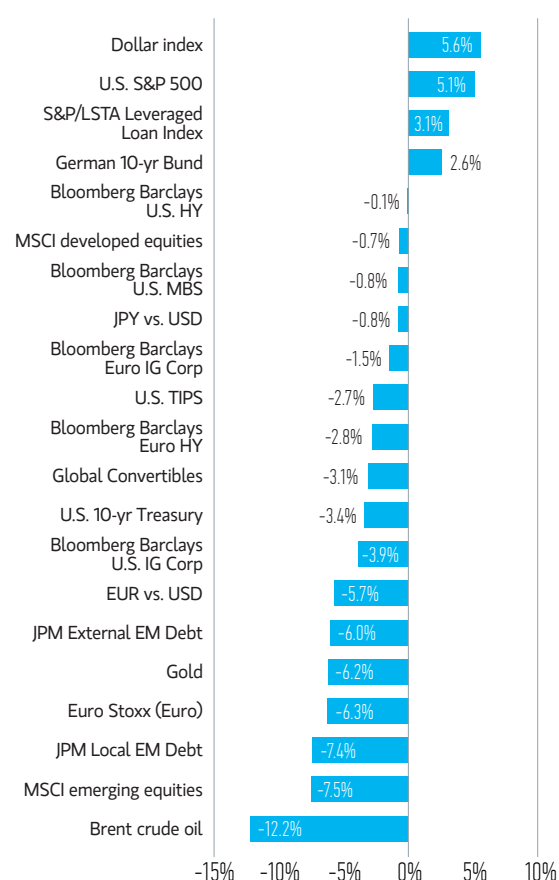
Un malinconico novembre

FIXED INCOME | TEAM GLOBAL FIXED INCOME | MACRO INSIGHT | DICEMBRE 2018

Nel corso di un altro mese turbolento, i tassi dei principali Mercati Sviluppati hanno registrato una ripresa, con una compressione di 16 punti base (pb) dei rendimenti dei Treasury a 10 anni per effetto di un ulteriore appiattimento della curva dei rendimenti. I Mercati Emergenti (ME) hanno registrato performance contrastanti: il debito in valuta locale ha generato rendimenti positivi, mentre quello in valuta forte ha chiuso in territorio negativo. Purtroppo, però, mentre le temperature continuavano a calare, è sceso il freddo anche sui mercati. A novembre il mercato del credito globale ha sottoperformato rispetto ai titoli governativi per effetto di spread creditizi, sia nel settore high yield sia in quello investment grade, che si sono allargati. Tale andamento è riconducibile ai cambiamenti delle aspettative macroeconomiche e ai timori riguardo ai fondamentali microeconomici, ad esempio il calo del 20% registrato dal greggio Brent non ha favorito il settore dell'energia. Le obbligazioni societarie europee si sono contraddistinte per la persistente tendenza a sottoperformare le omologhe statunitensi. Gli spread dei titoli cartolarizzati si sono a loro volta ampliati in tandem con le obbligazioni societarie, sebbene vi fossero indicatori meno evidenti.

FIGURA 1

Andamento degli attivi da inizio anno



Nota: performance in USD. Fonte: Thomson Reuters Datastream. Dati al 30 novembre 2018. 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 Portfolio Management a novembre 2018 e possono variare in base alle condizioni economiche, di mercato e di altra natura. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.**

FIGURA 2

Principali variazioni mensili dei rendimenti e degli spread decennali

COUNTRY	10-YR YIELD LEVEL (%)	MONTH CHANGE (BPS)	10-YR SPREAD (BPS)	MONTH CHANGE (BPS)
(Spread over USTs)				
United States	2.99	-16		
United Kingdom	1.36	-7	-162	+8
Germany	0.31	-7	-267	+8
Japan	0.09	-4	-290	+12
Australia	2.59	-3	-40	+12
Canada	2.27	-23	-72	-7
New Zealand	2.72	0	-27	+16
(Spread over Bunds)				
France	0.68	-7	37	+1
Greece	4.27	+3	395	+10
Italy	3.21	-21	290	-14
Portugal	1.83	-5	151	+3
Spain	1.50	-5	119	+3
	INDEX LOCAL YIELD (%)	MTD CHANGE (BPS)	USD SPREAD (BPS)	MTD CHANGE (BPS)
EM				
EM External Spreads			418	+27
EM Local Yields	6.56	-18		
EM Corporate Spreads			327	+27
Brazil	8.55	-12	265	+9
Colombia	6.72	-14	210	+24
Hungary	2.32	-41	142	+21
Indonesia	8.09	-53	222	+6
Malaysia	4.16	+3	147	+14
Mexico	9.24	+39	347	+40
Peru	5.75	-22	162	+10
Philippines	6.33	-29	110	-3
Poland	2.46	-12	72	+10
Russia	8.42	+6	239	+19
South Africa	9.57	-40	353	+10
Turkey	16.98	-244	463	+21
Venezuela	-	-	6255	+452
			SPREAD (BPS)	MTD CHANGE (BPS)
CREDIT				
U.S. IG			137	+19
EUR IG			149	+21
U.S. HY			418	+47
EUR HY			469	+72
SECURITIZED				
Agency MBS			95	+2
U.S. BBB CMBS			268	+14

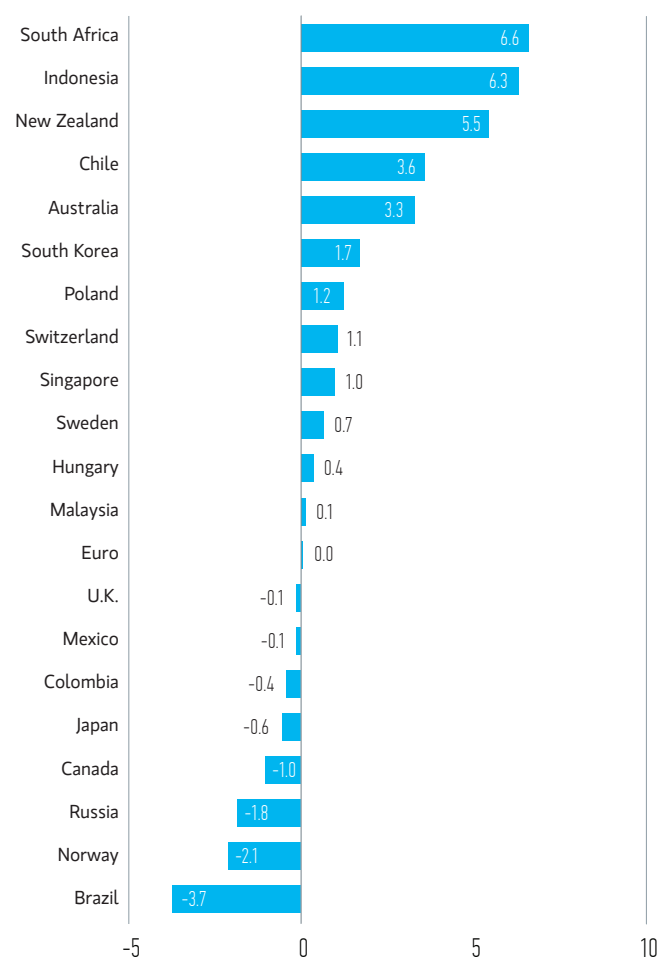
Positive Neutral Negative

Fonte: Bloomberg, JP Morgan. Dati al 30 novembre 2018.

FIGURA 3

Variazioni valutarie mensili rispetto all'USD

(+ = appreciation)



Fonte: Bloomberg. Dati al 30 novembre 2018. Nota: per variazione positiva si intende l'apprezzamento della valuta nei confronti dell'USD.

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team Portfolio Management a novembre 2018 e possono variare in base alle condizioni economiche, di mercato e di altra natura. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.

Prospettive per il mercato obbligazionario

Con l'arrivo del 2019 le due più grandi economie del mondo si trovano ad affrontare due problematiche specifiche. In primo luogo, dato che la crescita e gli utili hanno probabilmente toccato i massimi nel 2018, assisteremo a un atterraggio morbido, accidentato o duro dei mercati finanziari statunitensi? In secondo luogo, le politiche di stimolo cinesi saranno in grado di stabilizzare le condizioni di crescita? Ciò che accadrà su questi due fronti sarà determinante per i prezzi delle attività finanziarie statunitensi nei mesi a venire.

Quest'anno a fare da protagonista è stata la politica fiscale degli Stati Uniti, in quanto ha dato impulso all'economia statunitense proprio quando il resto del mondo iniziava a rallentare. Questa divergenza ha rappresentato il principale catalizzatore sui mercati finanziari. La politica di bilancio espansiva, la crescita più robusta del previsto e i tassi più alti delle attese hanno favorito un apprezzamento del dollaro, anche in questo caso superiore alle aspettative di mercato. L'effetto dell'iniezione di adrenalina ricevuta dall'economia americana nel 2018 dovrebbe attenuarsi notevolmente nel 2019, con un conseguente rallentamento dell'economia, una riduzione del rischio di inflazione e la probabilità di tassi a breve termine in continuo rialzo. Sebbene una decelerazione dell'economia sia positiva per i tassi risk free e comporti una diminuzione delle pressioni inflazionistiche, l'impatto sul credito e sugli utili è incerto. Dipenderà dall'entità del rallentamento economico, da quanto si indebolirà il mercato azionario e da quanto salirà l'inflazione.

Il contesto è importante. Riteniamo che la riforma fiscale e la deregolamentazione abbiano stimolato gli investimenti aziendali e una maggiore disponibilità di capitale che hanno innescato un'inversione del trend in ribasso della produttività. L'aumento di produttività potrebbe avere un impatto più duraturo che potrebbe dare impulso a una crescita potenziale più elevata. Il primo impulso è stato registrato nel 2018 con il prodotto interno lordo (PIL) degli Stati Uniti in aumento del 3% rispetto alle stime di consenso iniziali del 2% circa, che si sono rivelate troppo basse. Le attese di consenso indicano un rallentamento della crescita al 2,6% nel 2019 e un'ulteriore decelerazione all'1,8% nel 2020, un livello che riteniamo quasi pari alla crescita potenziale. Nel nostro scenario di base la Federal Reserve (Fed) riuscirà ad architettare un atterraggio morbido evitando di innalzare troppo i tassi e chiudendo probabilmente il ciclo restrittivo con tassi al 3% a giugno 2019.

Le dinamiche post picco della crescita e degli utili avranno un impatto sulla performance dei titoli creditizi. È necessario riconoscere che questa asset class è più vulnerabile del solito nell'attuale fase del ciclo economico a causa dei livelli elevati di indebitamento nel periodo successivo all'era del Quantitative Easing (QE). Detto ciò, la copertura degli interessi è molto solida a livello aggregato e non dovrebbe rappresentare un rischio sistemico per l'economia. Sebbene una recessione non rientri nel nostro scenario di base per i prossimi

due anni, i premi al rischio sono saliti e probabilmente saliranno ulteriormente, ampliando gli spread per riflettere la maggiore ponderazione di questo rischio. Tuttavia, questo presume anche un comportamento statico da parte delle società. Non si può supporre che le società che ottengono buoni risultati non reagiscano in alcun modo in caso di un ulteriore deterioramento delle condizioni creditizie. L'imminenza, l'entità e la durata di un eventuale rallentamento sono pertanto domande alle quali occorre trovare risposta. A nostro avviso, uno scenario di "atterraggio morbido" sarà positivo per i titoli creditizi nel 2019.

Come già accennato, le prospettive per l'economia cinese potrebbero essere cruciali per la performance dell'economia globale nel 2019. La debolezza della Cina nel corso di quest'anno è imputabile, per lo più, al considerevole inasprimento della politica monetaria attuato nel 2017/inizio 2018. Nel 2017 la Cina ha aumentato i tassi a breve di oltre 200 pb, innescando un apprezzamento di oltre il 7% del renminbi, nel tentativo di avviare una lenta riduzione dell'indebitamento nell'economia. Tuttavia, l'inattesa escalation delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti, unita alle precedenti misure restrittive, ha determinato una significativa riduzione del contributo cinese alla crescita globale, il che è stato indubbiamente percepito in Europa.

In risposta a questo imprevisto rallentamento (che rischia di aggravarsi a causa del protrarsi delle tensioni commerciali), la Cina ha intrapreso la strada di un allentamento aggressivo, attuando misure come la riduzione dei tassi a breve termine di oltre 200 pb nel 2018 e il taglio di 250 pb dei coefficienti di riserva obbligatoria (RRR). La buona notizia è che dai segnali emersi sembra che lo stimolo stia funzionando. Poiché gli effetti delle politiche di allentamento tendono a manifestarsi con un certo ritardo, con l'inizio del 2019 speriamo di vedere un'ulteriore stabilizzazione dell'economia che compensi gli effetti negativi dei dazi americani. La stabilità dell'economia e dei prezzi degli attivi in Cina fornirà supporto ai mercati finanziari globali, in particolare, ma non solo, dei Paesi Emergenti.

In conclusione, riteniamo che l'incertezza di mercato ruoti attorno al fatto che la fine del ciclo di inasprimento della Fed determini o meno un atterraggio morbido, e che le politiche di stimolo adottate nel 2018 dalla Cina (e che probabilmente continueranno nel 2019) siano in grado o meno di stabilizzare l'economia cinese nel 2019. Si devono fare ulteriori considerazioni in merito all'Europa e alla Brexit, che rappresentano rischi politici difficili da valutare. I premi al rischio stanno aumentando, spingendo i prezzi degli attivi al di sotto delle valutazioni fondamentali in modo non omogeneo, e ciò rende le opportunità d'investimento più idiosincratiche che sistematiche. Restiamo dell'avviso che lo scenario più probabile per il 2019, in assenza di segnali di peggioramento del quadro economico, sia un atterraggio morbido in grado di fornire sostegno ai prezzi degli attivi.

ANALISI MENSILE

PROSPETTIVE

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Sviluppati

A novembre i rendimenti dei Mercati Sviluppati si sono mossi al ribasso, con i Treasury e i Bund a 10 anni in calo rispettivamente di 16 e 7 punti base. Anche i tassi britannici hanno registrato movimenti significativi, con il Gilt decennale in calo di 7 pb ma con il trentennale in rialzo di 22 pb a fronte dei nuovi sviluppi sul fronte della Brexit. I rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno ceduto 13-22 pb su tutta la curva mentre i titoli di Stato portoghesi sono calati di 2-8 pb. Questo mese la curva dei rendimenti statunitense si è ulteriormente appiattita, con un restringimento degli spread dei Treasury USA a 2-10 anni di 7 pb (ora a 20 pb).¹

È probabile che nel 2019 la crescita statunitense rallenti per via del graduale esaurimento dell'impulso fiscale e dell'effetto ritardato del rialzo dei tassi. Le ultime dichiarazioni della Fed ci hanno rassicurato riguardo alla sua consapevolezza del rischio di una stretta monetaria eccessiva e della necessità di passare (in un prossimo futuro) a una politica più dipendente dai dati. La Fed desidera contenere il rischio di inflazione e non vuole provocare un atterraggio duro/una recessione. È pertanto probabile che il mercato riconosca che il picco dei rendimenti dei Treasury a 10 anni potrebbe restare al di sotto del 3,5%. Un rischio più a lungo termine è costituito da una banda di oscillazione più ampia per i titoli di Stato giapponesi (JGB), nel momento in cui la Banca del Giappone (BoJ) intervenisse per correggere la politica di controllo della curva dei rendimenti. Ciò potrebbe introdurre maggiore volatilità e spingere al rialzo i tassi risk free. Al momento, tuttavia, sembra che la BoJ non abbia alcuna fretta. In ultima analisi, riteniamo che l'incertezza di mercato ruoti attorno al fatto che la fine del ciclo di inasprimento della Fed determini o meno un atterraggio morbido e che le politiche di stimolo adottate nel 2018 dalla Cina (e che probabilmente continueranno nel 2019) siano in grado o meno di stabilizzare l'economia cinese nel 2019. Si devono fare ulteriori considerazioni in merito all'Europa e alla Brexit, che rappresentano rischi politici difficili da valutare. I premi al rischio stanno aumentando, spingendo i prezzi degli attivi al di sotto delle valutazioni fondamentali in modo non omogeneo, e ciò rende le opportunità d'investimento più idiosincratiche che sistematiche. Restiamo dell'avviso che lo scenario più probabile per il 2019, in assenza di segnali di peggioramento del quadro economico, sia un atterraggio morbido in grado di fornire sostegno ai prezzi degli attivi.

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Emergenti

I mercati obbligazionari emergenti hanno registrato performance contrastanti nel mese; il debito in valuta locale ha conseguito rendimenti positivi, mentre quello in valuta forte ha chiuso in territorio negativo. Pur non segnalando una possibile recessione nel breve termine, le stime sulla crescita globale sono state ridimensionate in quanto i dati hanno deluso le aspettative. Le prospettive per la crescita globale sono state messe in ombra dai rischi legati alle dispute commerciali avviate dagli Stati Uniti e dalle ripercussioni per il commercio globale. Le prospettive commerciali per i paesi nordamericani si sono rischiarate con la stipula dell'USMCA (United States-Mexico-Canada Agreement), che va a sostituire il NAFTA (North American Free Trade Agreement), ma gli attriti tra Stati Uniti e Cina proseguono. Il vertice dell'Asia-Pacific Economic Cooperation (APEC) si è concluso con un nulla di fatto dopo che i due Paesi non sono riusciti ad accordarsi su una dichiarazione congiunta, riflettendo il clima di tensioni riconducibili alla guerra commerciale in atto. È la prima volta dal 1993, anno del primo vertice APEC, che i lavori si chiudono senza una dichiarazione congiunta. Il rischio politico in Europa è aumentato nel mese in esame dopo che la Russia ha sequestrato tre imbarcazioni ucraine, inducendo il governo di Kiev a dichiarare la legge marziale.

Dopo un anno complicato per i mercati obbligazionari emergenti, siamo fiduciosi in vista del 2019, alla luce delle valutazioni appetibili, del contesto globale benigno (crescita moderata e inflazione sotto controllo) e della probabile conclusione delle manovre restrittive della Fed. Riteniamo che questi fattori e l'ampliamento del doppio deficit negli Stati Uniti rendano poco probabile un apprezzamento materiale del dollaro statunitense (USD). La nostra analisi storica indica che il mercato obbligazionario emergente tende a sovraperformare quando le economie dei Mercati Emergenti sono in procinto di colmare gli output gap negativi convergendo verso la crescita potenziale.

¹ Fonte: Bloomberg. Dati al 30 novembre 2018.

ANALISI MENSILE

PROSPETTIVE

Credito

Gli spread delle obbligazioni globali investment grade si sono ampliati a novembre, toccando i nuovi massimi dell'anno in corso. Nel mese, il differenziale dell'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate si è allargato di 19 pb, chiudendo a 137 pb sulle obbligazioni governative, trainato dai titoli finanziari. Gli spread statunitensi sono saliti a livelli che non si vedevano dal terzo trimestre 2016. In termini annui, le obbligazioni societarie investment grade statunitensi hanno registrato in media un ampliamento di 44 pb. In Europa, lo spread dell'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate è salito di 21 pb chiudendo il mese a 149 pb sui titoli di Stato. Le obbligazioni societarie europee continuano a sottoperformare quelle investment grade statunitensi, registrando un ampliamento dello spread di 63 pb nel segmento investment grade europeo da inizio anno.² Per trovare un ampliamento degli spread analogo nel mercato investment grade europeo si dovrebbe tornare indietro alla crisi energetica agli inizi del 2016. Come nei mesi precedenti, i fattori trainanti della performance dei mercati del credito continueranno ad essere i timori sull'economia e sui fondamentali aziendali (in particolare la leva finanziaria per le emissioni con rating BBB). Con l'approssimarsi della fine dell'anno, a questi timori si somma un quadro tecnico in deterioramento, il cui sintomo di maggior rilievo è la ridotta propensione al rischio nella comunità dei dealer.

I rischi per il 2019 sono ben noti, credibili e ampiamente discussi (e probabilmente già incorporati nei prezzi). Esiste la possibilità che la recessione continui a farsi aspettare e che la crescita globale si stabilizzi. In questo scenario l'aumento del premio al rischio sistemico non è giustificato a fronte dei tassi di insolvenza sempre bassi, degli utili delle aziende in costante aumento, dei rendimenti più elevati che stimolano la domanda di titoli obbligazionari e del clima di fiducia che tiene alta la liquidità dei mercati.

Titoli
cartolarizzati

L'ampliamento degli spread dei crediti cartolarizzati e la discesa dei tassi d'interesse risk free sono stati i due temi dominanti di novembre. I differenziali delle cartolarizzazioni erano rimasti immuni all'ampliamento per gran parte del 2018, quando gli spread dei settori societari ed emergenti si sono mossi al rialzo, tuttavia non hanno retto alle pressioni provenienti da altri settori e si sono ora ampliati per due mesi consecutivi. Le condizioni fondamentali di questo segmento rimangono solide, visti i bassi tassi d'insolvenza, i bilanci solidi dei consumatori e la stabilità dei mercati immobiliari. Di contro, l'effetto combinato di fattori quali l'aumento della volatilità, i crescenti timori sul futuro stato di salute dell'economia statunitense e l'ampliamento degli spread in altri segmenti creditizi stanno esercitando pressioni sui differenziali dei titoli cartolarizzati. I titoli garantiti da ipoteche (MBS) di agenzia hanno sovraperformato i titoli cartolarizzati sensibili al credito per la prima volta quest'anno, e i differenziali tra questi sono rimasti sostanzialmente invariati.

Stiamo diventando leggermente più cauti sui titoli creditizi cartolarizzati. Pur ritenendo che il contesto creditizio fondamentale rimanga positivo, la volatilità è aumentata e i differenziali creditizi si sono ampliati per due mesi consecutivi. Non prevediamo un imminente deterioramento delle performance creditizie in termini di aumento dei tassi di inadempienza o default, ma crediamo che i differenziali possano continuare ad ampliarsi visto che la propensione al rischio sembra indebolirsi.

² Fonte: Bloomberg Barclays. Dati al 30 novembre 2018.

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

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

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 **JP Morgan Emerging Markets Bond 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 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 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.

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'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 **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 **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 **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.

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

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

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

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.

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team Portfolio Management a novembre 2018 e possono variare in base alle condizioni economiche, di mercato e di altra natura. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.**

L'indice **S&P 500® Index (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 **JPMorgan Government Bond 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'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'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 **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 **S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100 Index (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 **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Index (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 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 **ICE BofAML United States 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.

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

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

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 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 otto Mercati Emergenti della regione.

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

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).

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 **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.

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). **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), e 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, 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. 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 o 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 di gestione discrezionali o di consulenza d'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)), aderente a: The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team Portfolio Management a novembre 2018 e possono variare in base alle condizioni economiche, di mercato e di altra natura. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.**

Stati Uniti

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

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

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

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

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