

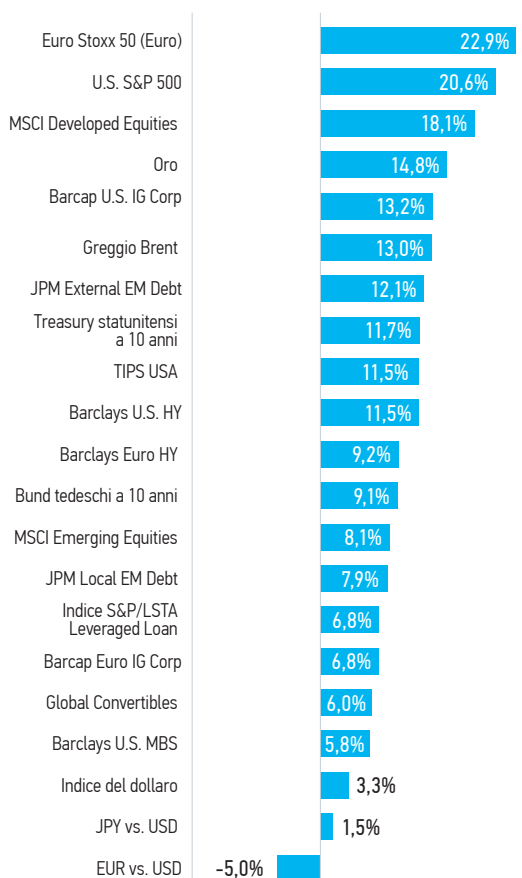
# Un mese di inversione di tendenza

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

A settembre il clima di fiducia è leggermente migliorato ma sono sopraggiunte dinamiche più durature. Dopo la brillante performance di agosto, la situazione si è fatta molto più complessa a causa del parziale miglioramento del flusso di notizie (anche se non necessariamente positivo) e i titoli di Stato hanno perso attrattiva. Le tanto attese riunioni della Banca centrale europea (BCE) e della Federal Reserve (Fed) hanno finalmente avuto luogo. Nonostante le misure annunciate siano espansive, le aspettative eccessivamente ottimistiche dei mercati sono andate deluse a fronte del taglio dei tassi di soli 10 punti base (pb) operato dalla BCE e delle indicazioni della Fed circa eventuali tagli dei tassi in futuro. Sebbene le dichiarazioni a margine delle riunioni non abbiano escluso ulteriori misure di espansione monetaria, in entrambi i casi si è notato un marcato atteggiamento di cautela nei riguardi di ulteriori allentamenti, che ha destabilizzato gli investitori obbligazionari. Sorprendentemente, però, i mercati del credito hanno esibito una buona tenuta (con le obbligazioni societarie statunitensi che hanno sovraperformato quelle dell'Area Euro). È possibile che la speranza di un miglioramento della crescita e di ulteriori acquisti di obbligazioni societarie da parte della BCE abbia compensato le delusioni subite sugli altri versanti. Consideriamo l'ondata di vendite sui mercati obbligazionari dei maggiori paesi sviluppati una correzione, piuttosto che l'inizio di una fase ribassista. Sembrerebbe che, in attesa dell'esito dei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina e di maggiori informazioni sull'evoluzione futura dell'economia globale, i rendimenti dei titoli di Stato si siano assestati all'interno di un intervallo ristretto.

Consigliamo di mantenere una posizione il più possibile neutrale con un leggero orientamento positivo. La recessione globale non è alle porte. Le obbligazioni governative e societarie offrono buone opportunità di acquisto nelle fasi di flessione. Le esposizioni di portafoglio dovrebbero concentrarsi sui titoli con fondamentali solidi e valutazioni ragionevoli. Tra le obbligazioni governative dei paesi sviluppati le nostre preferenze vanno ad Australia, Spagna, Nuova Zelanda e Stati Uniti (probabilmente più esposti a sviluppi negativi); tra quelle dei paesi emergenti a Brasile, Indonesia, Messico e Perù.

**FIGURA 1**  
Andamento degli attivi da inizio anno

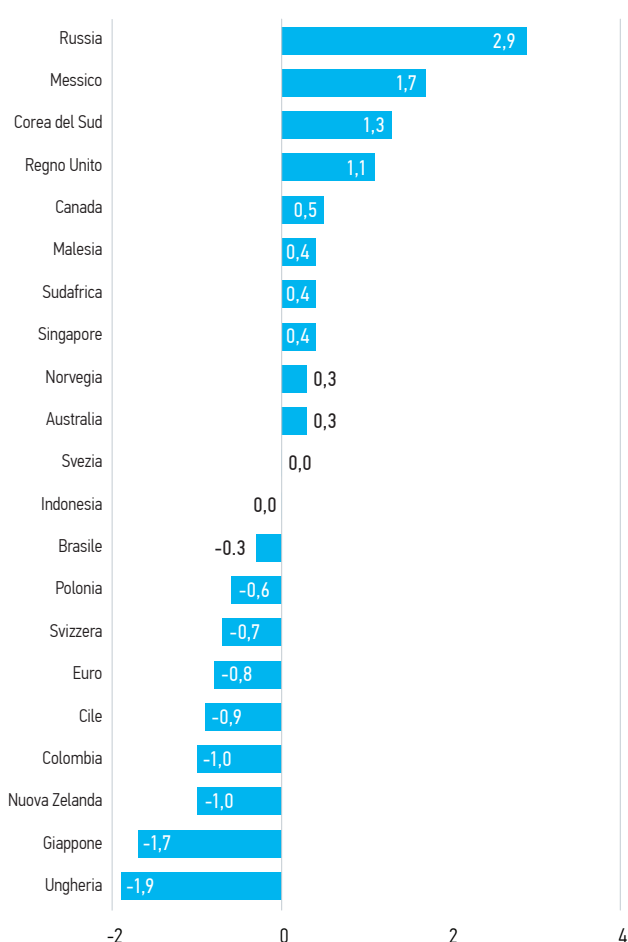


Nota: performance in USD. Fonte: Thomson Reuters Datastream. Dati al 30 settembre 2019. Gli indici riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.** Per le definizioni degli indici si rimanda alle pagg. 9, 10 e 11.

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

**FIGURA 2**  
**Variazioni valutarie mensili rispetto all'USD**

(+ = apprezzamento)



Fonte: Bloomberg. Dati al 30 settembre 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	1,66	+17		
Regno Unito	0,49	+1	-118	-16
Germania	-0,57	+13	-224	-4
Giappone	-0,21	+6	-188	-11
Australia	1,02	+13	-65	-4
Canada	1,36	+20	-30	+3
Nuova Zelanda	1,09	+2	-58	-15
EUROPA (Spread sui Bund)				
Francia	-0,27	+13	30	0
Grecia	1,35	-28	192	-41
Italia	0,82	-18	139	-31
Portogallo	0,16	+4	73	-9
Spagna	0,15	+4	72	-9
ME	REND. LOCALE INDICE (%)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)	SPREAD IN USD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
Spread debito estero ME			335	-24
Rend. locale ME				
Spread obbl. societarie ME			307	-24
Brasile	6,35	-46	239	-2
Colombia	5,66	-7	183	+4
Ungheria	1,08	+5	100	-7
Indonesia	7,38	-8	185	0
Malesia	3,40	+6	124	0
Messico	7,00	-13	317	-17
Perù	4,39	0	131	+9
Filippine	4,35	-3	78	-4
Polonia	1,80	+11	34	-5
Russia	6,86	-8	193	-16
Sudafrica	9,41	+3	330	+9
Turchia	13,23	-258	464	-64
Venezuela	-	-	18473	7294
CREDITO			SPREAD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
IG USA			115	-5
IG EUR			111	+2
HY USA			373	-20
HY EUR			350	+14
PRODOTTI CARTOLARIZZATI				
MBS di agenzia			82	-15
CMBS BBB USA			243	-9

Positive Neutral Negative

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

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio a ottobre 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

A settembre i rendimenti obbligazionari, e in particolare quelli dei paesi principali dell'Eurozona, hanno perso gran parte dei guadagni messi a segno in agosto. L'ondata di vendite che a settembre si è abbattuta sui mercati è a nostro avviso riconducibile essenzialmente a tre fattori:

1. la delusione per le decisioni della Fed e della BCE, e in particolare per le indicazioni fornite sugli interventi futuri; le aspettative sui tagli dei tassi futuri sono state riviste al rialzo.
2. le valutazioni, portatesi su livelli elevati, hanno reso il mercato più vulnerabile a una correzione. I rendimenti hanno raggiunto livelli normalmente associati alle recessioni, inferiori a quelli compatibili con le attuali condizioni economiche.
3. I dati macro non sono crollati. Sebbene un miglioramento sostenuto sia sempre una prospettiva remota, il fatto che la situazione non sia peggiorata come si pensava è stato giudicato positivamente.

La BCE ha annunciato un ampio pacchetto di misure espansive, tra cui un taglio dei tassi, lo scaglionamento dei tassi di deposito bancari, maggiori indicazioni prospettiche e un piano di allentamento quantitativo (QE) di durata indeterminata, ma nella dichiarazione a margine ha segnalato di aver quasi esaurito l'arsenale di misure di allentamento a disposizione. Pertanto, se in futuro dovessero rendersi necessarie ulteriori misure di stimolo dovranno subentrare le autorità fiscali. Al pessimismo ha contribuito anche il fatto che questa riunione è stata l'ultima della presidenza Draghi prima del passaggio delle redini a Christine Lagarde e nessuno, né noi, né i mercati, è in grado di prevedere quale sarà il tenore della "nuova" leadership. È infatti possibile che finiscano per emergere pressioni per promuovere manovre maggiormente restrittive, sinora tenute a freno da Draghi.

I dati economici non hanno mostrato variazioni abbastanza significative rispetto alle attese del mercato per farci cambiare idea. La debolezza degli investimenti aziendali (spesa in conto capitale), la bassa fiducia delle imprese, il deterioramento dei margini di profitto e la crisi del commercio globale sono minacce sempre presenti. Il peggioramento della situazione globale è particolarmente evidente nel settore manifatturiero e industriale (è anzi probabile che questo comparto sia già entrato in recessione tecnica), e temiamo che in assenza di un miglioramento potrebbe risentirne anche l'unico punto di forza dell'economia mondiale, cioè la spesa dei consumatori statunitensi ed europei. I dati sul mercato del lavoro e la spesa al consumo vanno quindi seguiti con particolare attenzione.

Giudichiamo tuttora improbabile una recessione in piena regola e consideriamo questo rallentamento più simile alla situazione del 2015/2016, quando il settore manifatturiero aveva accusato una temporanea contrazione ma la buona tenuta del settore dei servizi aveva tenuto a galla l'intera economia. Negli Stati Uniti, così come in Europa, la disoccupazione è ai minimi dell'ultimo decennio, mentre la crescita delle retribuzioni è positiva in termini reali, sebbene modesta rispetto al passato. Tuttavia, ignorare i rischi esistenti sarebbe imprudente. Il mercato del lavoro non può continuare a sostenere indefinitamente questa fiacchezza e vi sono dei segnali che la contrazione dell'attività manifatturiera sta iniziando a causare perdite di posti di lavoro.

Inoltre, la Cina non è più in grado di trainare l'economia globale come ha fatto nei 10 anni successivi alla crisi finanziaria. Da qualche tempo la politica monetaria e fiscale del paese non è più espansiva come prima,

dato che Pechino deve cercare di bilanciare le riforme per ridurre la leva finanziaria con gli impatti della guerra commerciale con gli Stati Uniti. Sembrerebbe che le autorità cinesi abbiano scelto di evitare un ulteriore cedimento/arresto della crescita, invece di tentare di riportarla sui livelli degli anni precedenti. La politica macroeconomica cinese è un tema da tenere sotto controllo.

Quindi, i dati economici non stanno migliorando nettamente. Le guerre commerciali, la Brexit e il peggioramento della fiducia delle imprese sono rischi che non accennano a svanire. Anche se l'economia statunitense e quella globale riuscissero a evitare la recessione, rimangono esposte a eventi imprevisi. Ad esempio, l'attacco ai pozzi petroliferi sauditi avrebbe potuto avere un impatto ben più grave sulle quotazioni del greggio e sull'economia globale. Ciò significa che le banche centrali saranno molto prudenti riguardo a nuovi allentamenti monetari. Quest'anno oltre 15 banche centrali hanno tagliato i tassi d'interesse. Solo la Norvegia, in controtendenza, li ha alzati, ma si tratta di un paese con una struttura economica particolare, per questo non possiamo trarre conclusioni riguardo ai probabili sviluppi nel resto del mondo.

Il problema di fondo è che la politica monetaria ha raggiunto i limiti della sua efficacia. I tassi sempre più bassi favoriscono i debitori, tenendo bassi i costi di finanziamento. Ma, a causa dell'elevata incertezza sull'economia globale e dell'impasse nei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina (almeno nel momento in cui scriviamo), consumatori e società sono comprensibilmente restii a contrarre prestiti in previsione di un futuro migliore e più prospero. Sebbene gli effetti della politica monetaria con tassi ai bassissimi livelli attuali siano discutibili, siamo assolutamente certi del fatto che le banche centrali continueranno a tentare di ridare slancio alla crescita, pertanto se i dati macro continuano a peggiorare i tassi scenderanno ulteriormente.

Durante questo periodo di forte incertezza continuiamo a ricercare segnali/indicatori di come potrebbe evolvere la situazione. Restiamo convinti del fatto che la curva dei rendimenti sia il migliore termometro per la fiducia dei mercati. Un segnale positivo sarebbe ad esempio un irripidimento delle curve dei rendimenti generato da un contesto di reflazione. Se lo stimolo monetario funzionerà, la pendenza delle curve dovrebbe aumentare.

Nel breve termine, stiamo probabilmente entrando in un periodo di maggiore calma. Stati Uniti e Cina riprenderanno a quanto sembra i negoziati commerciali, il quadro politico in Italia si è stabilizzato, una Brexit senza accordo a fine ottobre appare improbabile e a novembre le banche centrali opereranno un ulteriore allentamento monetario. Anche se le tendenze in atto ci preoccupano (sia a livello di dati economici che di politiche), non escludiamo che i mercati possano stabilizzarsi, con rendimenti dei titoli di Stato fermi in un intervallo ristretto e un assostamento del credito e degli attivi dei mercati emergenti. Per il momento non suggeriamo di ridurre l'esposizione, né di incrementare la duration nei mercati dei titoli di Stato.

Consigliamo di mantenere una posizione il più possibile neutrale con un leggero orientamento positivo. La recessione globale non è alle porte. Le obbligazioni governative e societarie offrono buone opportunità di acquisto nelle fasi di flessione. Le esposizioni di portafoglio dovrebbero concentrarsi sui titoli con fondamentali solidi e valutazioni ragionevoli. Tra le obbligazioni governative dei paesi sviluppati le nostre preferenze vanno ad Australia, Spagna, Nuova Zelanda e Stati Uniti (probabilmente più esposti a sviluppi negativi); tra quelle dei paesi emergenti a Brasile, Indonesia, Messico e Perù.

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

## ANALISI MENSILE

## OSPETTIVE

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

I titoli sovrani dei Mercati Sviluppati si sono mossi al ribasso a settembre, cedendo parte dei guadagni di agosto. Il differenziale di rendimento tra i Treasury decennali e quelli biennali si è ampliato di 5 pb, poiché il mercato ha reagito positivamente alla notizia di un miglioramento dei negoziati commerciali USA-Cina e agli sviluppi sul fronte della Brexit.<sup>1</sup> Le banche centrali hanno mantenuto l'orientamento espansivo, adottando tuttavia toni meno accomodanti del previsto. Il Federal Open Market Committee (FOMC) statunitense ha deciso con voto non unanime di tagliare l'intervallo obiettivo sui Fed Fund di 25 pb e il tasso IOER (Interest on Excess Reserves) di altri 5 pb all'1,8%, vista l'incertezza sulla crescita globale da un lato e la buona tenuta dell'economia interna dall'altro.<sup>2</sup> All'ultima riunione della BCE il presidente uscente Mario Draghi ha presentato un ampio pacchetto di stimoli, tra cui il taglio del tasso di deposito, l'annuncio di un piano di Quantitative Easing (QE) di durata indeterminata, indicazioni prospettiche più dettagliate sui tassi d'interesse, condizioni più generose per le operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine e lo scaglionamento dei tassi sui depositi per le banche. Tuttavia, i mercati sono rimasti delusi, in particolare a causa del mancato ulteriore taglio dei tassi d'interesse e delle voci di dissenso espresse da alcuni membri del Consiglio direttivo contrari ai tassi eccessivamente bassi.

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

La performance mensile dei mercati emergenti è stata disomogenea, in quanto il rimbalzo dei rendimenti dei Treasury USA ha penalizzato il debito denominato in dollari. All'interno del segmento in USD, le emissioni societarie a più breve scadenza hanno sovraperformato i titoli sovrani e l'high yield ha sopravanzato le obbligazioni IG a più lunga scadenza. Il debito domestico dei mercati emergenti ha fatto segnare un miglioramento lo scorso mese, grazie anche al contributo positivo di lieve entità proveniente dal fronte valutario.<sup>3</sup> Nel periodo in esame, le quotazioni petrolifere hanno perso terreno, i prezzi dei metalli hanno registrato andamenti divergenti e le merci agricole si sono generalmente apprezzate. A stimolare la maggiore propensione al rischio nel corso del mese è stata la distensione degli attriti commerciali tra Stati Uniti e Cina grazie ai gesti di apertura compiuti da entrambe le parti, tra cui la proroga dei dazi statunitensi, l'esonero dalle tariffe cinesi di alcuni prodotti americani precedentemente designati e l'acquisto da parte della Cina di prodotti agricoli statunitensi. Il rallentamento degli indicatori manifatturieri e della crescita ha indotto banche centrali e governi ad approntare misure di allentamento.

Da qui a fine anno, la crescita globale continuerà probabilmente a rallentare. Le banche centrali sono diventate più accomodanti, benché in maniera non unanime, soprattutto negli Stati Uniti e nell'Area Euro. Questo orientamento dovrebbe proseguire in quanto il contesto geopolitico ed economico rimane soggetto a grande incertezza. I tre rischi principali cui sono soggette le attuali previsioni sono la Brexit, la disputa commerciale USA/Cina e le ripercussioni negative sui consumi della debolezza dei settori manifatturiero e commerciale. In presenza di tali condizioni, i rendimenti dei Treasury USA dovrebbero mantenersi ben al di sotto del 2%.

Rimaniamo cauti sul debito dei mercati emergenti. I negoziati commerciali tra Washington e Pechino, in programma per l'11-12 ottobre, dovrebbero influenzare il clima di fiducia, inaspritosi dopo la recente minaccia degli Stati Uniti di limitare i flussi di capitale diretti in Cina. L'esito di tali trattative è difficile da prevedere. Alcuni analisti propendono per un'escalation di breve termine (con l'applicazione, il 15 ottobre, dei dazi USA sulle importazioni cinesi), seguita da una potenziale tregua in occasione del vertice APEC di novembre. La politica americana sta creando ulteriore volatilità in quanto la procedura di impeachment avviata dai Democratici alla Camera dei Rappresentanti potrebbe far saltare la strategia di Trump nei confronti della Cina e complicare la ratifica dell'accordo commerciale tra Stati Uniti, Messico e Canada (USMCA). Questo contesto di grande precarietà per il commercio sta pesando sulla crescita globale, con gran parte degli indicatori ad alta frequenza tendente al ribasso, e induce le banche centrali sia dei paesi avanzati che di quelli emergenti (come già menzionato) a rafforzare il loro impegno ad attuare politiche monetarie accomodanti. Le politiche monetarie espansive in tutto il mondo dovrebbero fornire slancio alle posizioni di duration lunga, mentre siamo meno fiduciosi circa le divise emergenti in quanto prevediamo un rafforzamento del dollaro USA a breve, sospinto dall'orientamento più restrittivo della Fed rispetto ad altre banche centrali e una maggiore avversione al rischio.

<sup>1</sup> Fonte: Bloomberg, dati al 30 settembre 2019.

<sup>2</sup> Fonte: Bloomberg, dati al 30 settembre 2019.

<sup>3</sup> Fonte: J.P. Morgan, dati al 30 settembre 2019.

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

## ANALISI MENSILE

## PROSPETTIVE

## Credito

A settembre i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie si sono lievemente compressi a fronte dell'assenza di direzionalità dei mercati. La flessione dei rendimenti dei Bund tedeschi osservata ad agosto si è parzialmente invertita, contribuendo al rendimento assoluto negativo nel mese. I principali fattori di traino sono stati: 1) l'annuncio del QE da EUR 20 miliardi al mese della BCE, che comincerà il 1° novembre, più un taglio dei tassi e lo scaglionamento dei depositi (che dovrebbe far tirare un sospiro di sollievo alle banche), 2) i dati economici globali, risultati lievemente superiori alle attese rispetto ai mesi precedenti – malgrado la tentazione di attribuire tale sviluppo all'abbassamento delle aspettative, gli indici Economic Surprise sono effettivamente migliorati a settembre, 3) diversi eventi politici tra cui l'attacco a una raffineria saudita, le notizie sul fronte Brexit, le vicende politiche italiane e i dissidi commerciali USA-Cina, che hanno inciso sul clima di fiducia in alcuni giorni specifici, ma il cui impatto netto mensile è stato limitato. A settembre l'indice Bloomberg Barclays U.S Corporate ha chiuso in ribasso di 6 punti base, a 114 pb sopra i titoli di Stato.<sup>4</sup> Gli attivi finanziari hanno fatto peggio di quelli non finanziari nel mese. Rispetto alle obbligazioni governative, l'indice statunitense dei titoli investment grade ha generato un extra-rendimento del +0,42% su base mensile a settembre. I titoli IG statunitensi hanno sovraperformato gli omologhi europei. Le emissioni IG in euro hanno registrato un ampliamento di 1 pb a 109 pb, misurato dall'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate Index. Diversamente dai crediti USA, i finanziari hanno terminato il periodo invariati sovraperformando i non finanziari (+1 pb). La performance da inizio anno ad oggi dei titoli IG rimane in territorio positivo. Le emissioni europee hanno registrato una compressione di 42 pb, sovraperformando gli omologhi statunitensi (-39 pb). Rispetto ai pari durata governativi, l'indice IG statunitense ha reso il 4,07% da inizio anno ad oggi, a fronte del +3,87% del mercato IG europeo.<sup>5</sup>

Sebbene le solide performance da inizio anno ad oggi abbiano fatto salire le valutazioni, vi sono svariati segnali indicanti un aumento dei rischi macro. Tra questi figurano la minaccia di una "hard Brexit", la continua impasse delle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina e la debolezza complessiva dei dati manifatturieri globali (indici PMI). Il nostro scenario di base non prevede però una recessione, bensì una continuazione del contesto di crescita e inflazione contenute, supportato da bassi tassi reali e condizioni finanziarie espansive.

Prodotti  
cartolarizzati

Sebbene gli eventi geopolitici e i dati economici globali continuino a preoccupare, i dati congiunturali americani restano vigorosi: il tasso di disoccupazione è basso in termini storici, i salari sono in aumento e i saggi di spesa salutarmente; inoltre, le vendite di abitazioni continuano a ricevere l'impulso dei minori tassi ipotecari. Nel mese in rassegna, gli spread nominali degli MBS di agenzia a cedola corrente si sono allargati di 4 pb, a 101 pb sopra quelli interpolati dei Treasury USA.<sup>6</sup> A settembre la duration dell'indice Bloomberg Barclays U.S. MBS è aumentata di quattro mesi a 2,73 anni a fronte del lieve aumento registrato dai tassi nel corso del mese. I rimborsi anticipati dei mutui continuano invece ad accelerare, visto che i tassi ipotecari hanno recentemente toccato i minimi.<sup>7</sup> I tassi ipotecari nazionali hanno guadagnato 3 pb a settembre portandosi al 3,72%, ma rimangono estremamente contenuti in termini storici. Nel 2019 sono diminuiti di 36 punti base, e di 110 punti base rispetto al picco dello scorso novembre.<sup>8</sup> I rimborsi per pool di prestiti specifici si mantengono elevati e gli investitori si concentrano su prestiti con minori rischi di rimborso anticipato. Nel mese, il valore del portafoglio MBS della Fed si è ridotto di USD 22 miliardi a USD 1.467 miliardi e da inizio anno è diminuito di USD 170 miliardi.<sup>9</sup> I fondi comuni ipotecari hanno incamerato capitali netti per USD 580 milioni, portando gli afflussi netti da inizio 2019 a USD 12,7 miliardi.<sup>10</sup> I flussi confluenti nei fondi comuni ipotecari nel 2019 hanno superato i deflussi di USD 7,6 miliardi del 2018, e hanno in parte compensato la diminuzione delle posizioni in MBS della Fed. Nel complesso, tuttavia, la riduzione degli MBS detenuti sul bilancio della banca centrale, il cui importo è di recente aumentato a circa USD 20 miliardi il mese, supera abbondantemente i maggiori afflussi e potrebbe pesare sulle valutazioni degli MBS di agenzia nel 2019.

Il nostro giudizio complessivo rimane sostanzialmente invariato. Le prospettive fondamentali per i mercati residenziali e del credito al consumo restano a nostro avviso positive tanto negli Stati Uniti quanto in Europa, ma abbiamo iniziato a ridurre l'esposizione ai titoli cartolarizzati alla luce dei crescenti timori circa un potenziale rallentamento dell'economia. Continuiamo a nutrire un giudizio lievemente negativo sugli MBS di agenzia, anche se negli ultimi mesi abbiamo ridotto leggermente il nostro sottopeso. Questi titoli risentono delle pressioni dovute ai maggiori rischi di rimborso anticipato causati dai bassi tassi d'interesse sui mutui ipotecari, nonché delle dinamiche di domanda e offerta della Fed, che continua a ridurre le posizioni in MBS facendo salire il flottante di mercato di USD 20 miliardi al mese. Proprio a causa di questi rischi, negli ultimi mesi gli spread degli MBS di agenzia sono nettamente aumentati e ora presentano un valore relativo più equo. A questo punto, molte delle condizioni negative per gli MBS di agenzia sembrano già essere scontate.

<sup>4</sup> Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 30 settembre 2019.

<sup>5</sup> Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 30 settembre 2019.

<sup>6</sup> Fonte: J.P. Morgan, dati al 30 settembre 2019.

<sup>7</sup> Fonte: Bloomberg, dati al 30 settembre 2019.

<sup>8</sup> Fonte: Bankrate.com, dati al 30 settembre 2019.

<sup>9</sup> Fonte: Federal Reserve Bank di New York, dati al 30 settembre 2019.

<sup>10</sup> Fonte: Lipper US Fund Flows, dati al 30 settembre 2019.

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



## Considerazioni Sui Rischi

I **titoli obbligazionari** sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). In un 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. In un contesto di discesa dei tassi d'interesse, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. I **titoli a più lungo termine** 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

**R\*** è il tasso d'interesse reale a breve termine che si dovrebbe verificare quando l'economia si trova in un punto di equilibrio, segno che la disoccupazione ha raggiunto un tasso neutrale e che l'inflazione si trova al tasso di riferimento.

### DEFINIZIONI DEGLI INDICI

Gli indici utilizzati nel presente rapporto non rappresentano la performance di un investimento specifico e non comprendono spese, commissioni od oneri di vendita, che ridurrebbero la performance. Gli indici riportati non sono gestiti e non sono strumenti investibili. Non è possibile investire direttamente in un indice.

L'indice **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate (Bloomberg Barclays Euro IG Corporate)** è costruito per replicare l'andamento del mercato delle obbligazioni societarie investment grade denominate in euro.

L'indice **Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate** è la componente societaria del Barclays Global Aggregate, un indice ad ampia base rappresentativo dei mercati obbligazionari investment grade globali.

L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Corporate (Bloomberg Barclays U.S. IG Corp)** è un benchmark generale che misura l'andamento delle obbligazioni societarie investment grade a tasso fisso soggette a imposizione fiscale.

L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Mortgage Backed Securities (MBS)** riproduce l'andamento dei titoli pass-through di agenzia garantiti da ipoteche (sia ARM a tasso fisso che ibridi), garantiti da Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) e Freddie Mac (FHLMC). L'indice è costruito aggregando vari gruppi di titoli MBS con regolamento futuro in data da definirsi all'interno di portafogli generali sulla base delle condizioni di rimborso, cedole e anno di emissione. Introdotti nel 1985, gli indici a tasso fisso GNMA, FHLMC e FNMA per i titoli a 30 e 15 anni sono stati rispettivamente retrodatati a gennaio 1976, maggio 1977 e novembre 1982. Nell'aprile del 2007 sono entrati a far parte dell'indice anche i titoli ipotecari pass-through ibridi di agenzia a tasso variabile (ARM).

L'indice dei prezzi al consumo (**IPC**) è una misura che esamina la media ponderata dei prezzi di un paniere di beni e servizi di consumo, come trasporti, alimenti e assistenza medica.

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

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

L'andamento delle **obbligazioni governative decennali tedesche** è seguito

dall'indice ufficiale Datastream per la Germania, quello delle **obbligazioni governative decennali nipponiche** dall'indice ufficiale Datastream per il Giappone e quello delle **obbligazioni governative decennali statunitensi (Treasury)** dall'indice ufficiale Datastream per gli Stati Uniti.

L'indice **Hang Seng** comprende le azioni delle società più grandi e più liquide quotate sul Main Board dell'Hong Kong Stock Exchange (HKEX).

Il contratto future **ICE Brent Crude (greggio Brent)** è un contratto EFP ("exchange of futures for physical") con regolamento futuro e opzione di regolamento per contanti.

L'indice **ICE BofAML European Currency High-Yield Constrained Index (ICE BofAML Euro HY constrained)** è costruito per seguire la performance delle obbligazioni societarie in euro e sterline di qualità inferiore a investment grade emesse da emittenti internazionali nei mercati eurobond o in sterline ed euro locali.

L'indice **ICE BofAML U.S. Mortgage-Backed Securities (ICE BofAML U.S. Mortgage Master)** segue la performance dei titoli pass-through garantiti da ipoteche residenziali a tasso fisso e ibridi denominati in dollari, emessi da agenzie statunitensi nel mercato interno USA.

L'indice **ICE BofAML U.S. High Yield Master II Constrained (ICE BofAML U.S. High Yield)** è un indice ponderato per il valore di mercato di tutte le obbligazioni domestiche e i bond "Yankee" di grado high yield, comprese le obbligazioni a interesse posticipato e i titoli con pagamento "in natura". I titoli che lo compongono hanno scadenze di almeno un anno e un rating di credito inferiore a BBB-/Baa3, ma non sono insolventi.

L'indice **ISM del settore manifatturiero** è basato su indagini condotte presso oltre 300 aziende manifatturiere dall'Institute of Supply Management. L'indice ISM del settore manifatturiero monitora i livelli di occupazione, le scorte di produzione, i nuovi ordini e le consegne dei fornitori. L'indice di diffusione composito è stato creato al fine di monitorare le condizioni del settore manifatturiero nazionale sulla base dei dati risultanti da tali indagini.

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 a ottobre 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 Sviluppatisi 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 Sviluppatisi 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 Sviluppatisi.

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 Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Irlanda** – Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), con sede legale a 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano), con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, è registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. Svizzera – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Facsimile Fax: +41(0)44 588 1074.

**Giappone** – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni od offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non 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 esclusivo 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 sottoscrivere 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**

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

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 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 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](http://www.morganstanley.com/im)