

Global Fixed Income Bulletin

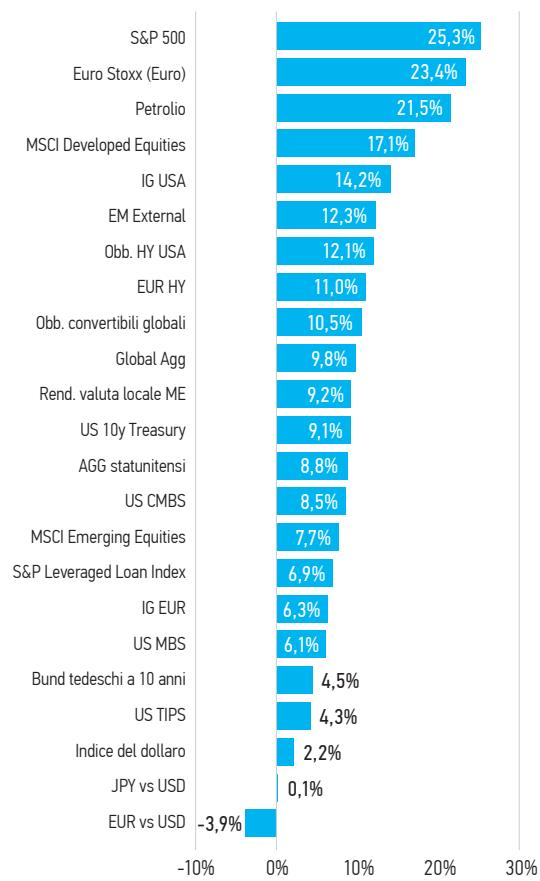
La musica non cambia

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

Nel mese di novembre la performance dei mercati obbligazionari è stata molto disomogenea. Ulteriori segnali di un'inversione di rotta nei dati manifatturieri hanno contribuito a spingere al rialzo i rendimenti dei mercati sviluppati. I titoli di Stato dei paesi periferici europei hanno registrato performance molto negative, non particolarmente giustificate dai nuovi dati. Viceversa, i mercati creditizi hanno archiviato buoni risultati, con una contrazione degli spread dei titoli sia high yield che investment grade. Il restringimento degli spread dell'high yield ha invertito il loro inaspettato ampliamento di ottobre, che sembrava inappropriato tenuto conto della solidità dell'azionario e del miglioramento dei dati. Per i mercati emergenti il mese è stato piuttosto deludente. Il rafforzamento del dollaro statunitense e l'instabilità politica in America Latina hanno eroso la performance. Il debito estero ha conseguito risultati decisamente migliori in quanto la forza del dollaro non ha rappresentato un grande ostacolo. Questa performance disomogenea, sebbene apparentemente casuale, rinsalda la nostra tesi per cui a fronte delle politiche monetarie saldamente neutrali nella maggior parte dei paesi, dei problemi sul fronte commerciale che continuano a farsi sentire e del dollaro non ancora pronto a scendere, vi sarebbero alcuni temi/fattori di momentum sui quali gli investitori possono concentrarsi.

In definitiva, i mercati finanziari restano in una posizione di attesa. Siamo nella fase conclusiva dell'anno, la performance è stata positiva (particolarmente buona se si osservano i rendimenti assoluti) nell'ambito dei tassi, del credito e dell'azionario; l'assunzione di rischio dovrebbe essere modesta e permangono alcune incertezze in merito alla politica commerciale e alla solidità dei dati economici nei prossimi mesi. Manteniamo un orientamento ottimistico: il credito dovrebbe registrare un andamento discreto, così come anche i mercati emergenti. Ma, ed è un grande ma, i rischi idiosincratici restano elevati, come testimoniato dall'andamento assai contrastante dei settori/rating dell'obbligazionario negli ultimi mesi. Rimaniamo concentrati su una selezione a livello di titoli e regioni geografiche, focalizzandoci sui casi dove i fondamentali e le valutazioni sono ragionevoli.

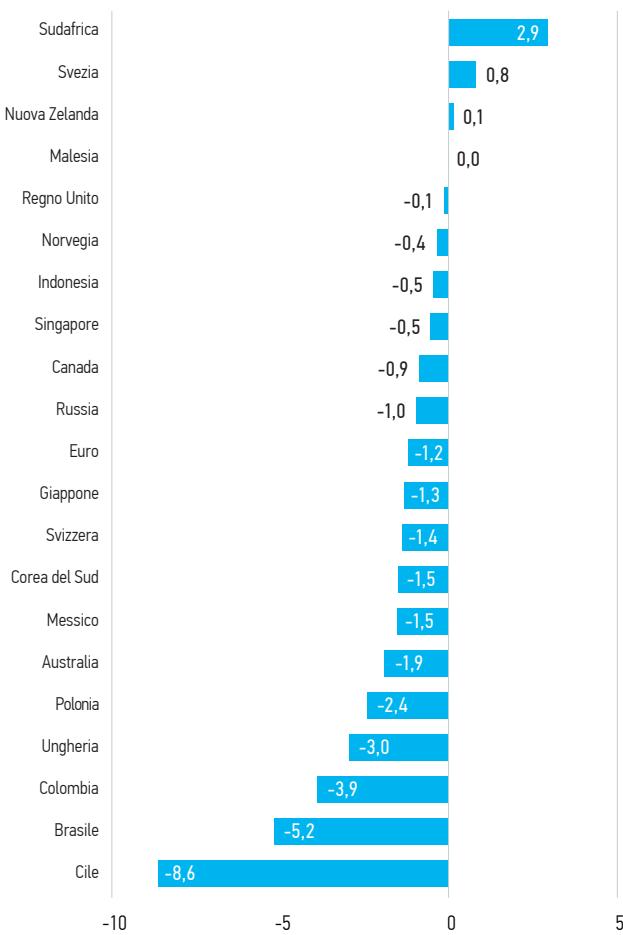
FIGURA 1
Andamento degli attivi da inizio anno



Nota: Performance in USD. Fonte: Bloomberg. Dati al 29 novembre 2019. Gli indici riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico. **Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri.** Per le definizioni degli indici si rimanda alle pagg. 15, 16 e 17.

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

(+ = appreciation)



Fonte: Bloomberg. Dati al 29 novembre 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 10 ANNI (%)	VARIAZIONE MENSILE (PB)	SPREAD A 10 ANNI (PB)	VARIAZIONE MENSILE (PB)
Stati Uniti	1,78	+8	-108	-2
Regno Unito	0,70	+7	-214	-4
Germania	-0,36	+5	-185	-2
Giappone	-0,07	+6	-74	-19
Australia	1,03	-11	-31	-3
Canada	1,46	+5	-49	-10
Nuova Zelanda	1,29	-2	-78	+13
EUROPA				
Francia	-0,05	+5	31	0
Grecia	1,45	+28	181	+24
Italia	1,23	+31	159	+26
Portogallo	0,40	+24	76	+19
Spagna	0,42	+18	78	+13
MERCATI EMERGENTI	REND. LOCALE INDICE (%)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)	SPREAD IN USD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
Spread debito estero ME			307	-14
Rend. valuta locale ME	5,39	+12		
Spread obbl. societarie ME			289	-9
Brasile	6,23	+43	239	-1
Colombia	6,11	+41	188	+6
Ungheria	1,12	-2	97	-5
Indonesia	7,22	+13	163	-6
Malesia	3,39	-5	70	-2
Messico	7,13	+27	194	-5
Perù	4,61	+15	101	-4
Filippine	4,30	-1	86	-5
Polonia	1,79	+2	28	-5
Russia	6,27	-4	159	-21
Sudafrica	9,68	+9	321	-1
Turchia	12,03	-36	445	-14
Venezuela	-	-	13151	-3255
CREDITO			SPREAD (PB)	CHANGE (BPS)
IG USA			105	-5
IG EUR			103	+1
HY USA			370	-22
HY EUR			327	-43
CARTOLARIZZAZIONI				
MBS di agenzia			81	0
CMBS BBB USA			248	0

Positive Neutral Negative

Fonte: Bloomberg, JP Morgan. Dati al 29 novembre 2019.

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

I mercati obbligazionari hanno continuato a faticare nel mese di novembre, in particolare i titoli sovrani più rischiosi (emissioni dei mercati emergenti in valuta locale e dei paesi periferici dell'Eurozona), nonostante il maggiore ottimismo riguardo a un possibile migliore andamento dei dati economici. Anche il rafforzamento del dollaro statunitense ha penalizzato i mercati emergenti, che hanno risentito inoltre della volatilità politica in diversi paesi dell'America Latina. Tuttavia, non sembrano esserci validi motivi per la performance negativa dei titoli obbligazionari dei paesi periferici dell'Eurozona, in particolare vista la ripresa degli acquisti da parte della BCE. La spiegazione più probabile è che, con i rendimenti dell'obbligazionario così interessanti per gran parte del 2019, le prese di profitto e le continue incertezze sui settori commerciale e manifatturiero abbiano creato difficoltà su molti attivi obbligazionari che hanno quindi faticato a mantenere i guadagni precedenti.

Vi sono buone ragioni per ritenere che la recente assenza di una chiara direzione continui. Certo, alcuni dati manifatturieri indicano che il settore potrebbe essere giunto al punto di svolta, ma le incertezze permangono e la volatilità legata alle tensioni commerciali resterà probabilmente elevata. Alcuni strumenti obbligazionari sembrano particolarmente convenienti e questo

rende difficile generare ulteriori guadagni, ma sembra anche improbabile che le banche centrali abbandonino rapidamente l'attuale orientamento accomodante.

Alla luce dello slancio offerto dalle migliori condizioni creditizie per il 2020, le probabilità di recessione sono basse e in calo. La curva dei tassi statunitense, tanto discussa in passato, viene a malapena citata, poiché la sua nuova inversione e il suo irripidimento indicano che la recessione non è più imminente. Ciò dovrebbe creare un contesto favorevole per i mercati creditizi, che dovrebbero sovraperformare i titoli di Stato, sebbene sarà difficile raggiungere il livello dei rendimenti del 2019. Ad essere più a rischio sono i rendimenti dei titoli di Stato. Un'intesa commerciale e il continuo miglioramento dei dati economici dovrebbero sollevare i rendimenti. Tuttavia, il rialzo sarà solamente modesto poiché permangono incertezze circa gli effetti ritardati del passato aumento dei dazi, l'allentamento tuttora in corso delle politiche monetarie globali e la continua debolezza degli investimenti aziendali.

Questo scenario positivo dipende dalla continua solidità dei mercati del lavoro, dalla resilienza dei settori non manifatturieri (che hanno dato qualche lieve segnale di cedimento) e dalla volontà delle aziende di allentare i cordoni della spesa per investimenti.

ANALISI MENSILE

PROSPETTIVE

Mercati Sviluppati

A novembre, i rendimenti dei titoli di Stato dei mercati sviluppati si sono mossi lievemente al rialzo a fronte di dati economici leggermente superiori alle attese.

Nel primo discorso rilevante del suo mandato, Christine Lagarde, la neo-presidentessa della Banca Centrale Europea (BCE), ha parlato dell'esigenza di un nuovo approccio. Oltre a concentrarsi sulla necessità di uno stimolo fiscale più attivo nell'Eurozona, ha avviato una revisione radicale delle modalità operative della BCE. Portare a termine la revisione richiederà diversi mesi e occorrerà anche più tempo prima che il suo effetto sia visibile nella politica monetaria, ma riteniamo che la bilancia dei rischi penda a favore di un tono più restrittivo della BCE dato l'orientamento accomodante durante la presidenza di Draghi. Sul fronte dei dati, la Francia e la Germania hanno annunciato dati del PMI manifatturiero superiori alle attese.¹ Tuttavia, la Germania ha evitato di un soffio la sua prima recessione in sei anni, con gran parte dei dati più contrastanti che positivi.

Negli Stati Uniti, l'economia è stata sostenuta dalla tenuta dei consumi e dai segnali incoraggianti degli indicatori manifatturieri. Il presidente della Federal Reserve Jerome Powell ha parlato della solidità dell'economia americana dinanzi all'House Budget Committee, giudicando l'andamento "brillante" e anticipando un proseguimento di questa fase record di espansione. Powell ha inoltre reso noto che la Fed ha assunto saldamente il controllo del mercato dei pronti contro termine dopo le turbolenze registrate qualche mese fa.²

Mercati Emergenti

Nel mese i mercati obbligazionari emergenti hanno generato performance contrastanti: le valute hanno perso terreno di pari passo con l'aumento dei rendimenti sovrani, principalmente per effetto dei timori di ordine commerciale e politico. Nel segmento del debito denominato in dollari, le emissioni societarie hanno sovraperformato quelle sovrane, trainate dal segmento high yield.³ Il debito domestico dei mercati emergenti ha risentito del deprezzamento delle valute e dell'aumento dei rendimenti delle obbligazioni locali, specie in America Latina. I disordini sociali, scoppiati in parte a causa del malcontento causato dalle disparità di reddito, si sono diffusi anche in Colombia e sono proseguiti ad Hong Kong, in Cile, Iraq e Libano.⁴

Le banche centrali sono diventate più accomodanti, in particolare negli Stati Uniti e nell'Eurozona, ma ulteriori misure di allentamento sembrano improbabili a meno di un significativo peggioramento delle prospettive di crescita. I tre rischi principali cui sono soggette le attuali previsioni sono la Brexit, il conflitto 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 al di sotto del 2%.

Siamo cauti sul debito dei mercati emergenti con l'avvicinarsi della fine dell'anno, in quanto il mercato è intento a rivedendo al ribasso le aspettative circa l'accordo commerciale di "fase 1" tra Cina e Stati Uniti. Inoltre, lo stagionale basso livello della liquidità e l'apparente minor propensione degli investitori ad aumentare il rischio nell'ultima parte dell'anno supportano il nostro atteggiamento prudenziale. Gli indicatori ad alta frequenza puntano a una fragile stabilizzazione della crescita, ma questi iniziali guadagni potrebbero rivelarsi transitori.

¹ Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 30 novembre 2019.

³ Fonte: J.P. Morgan, dati al 30 novembre 2019.

⁴ Fonte: Bloomberg, dati al 30 novembre 2019.

² Fonte: Bloomberg Barclays, dati al 30 novembre 2019.

MONTHLY REVIEW

Credito

A novembre i differenziali delle obbligazioni societarie si sono ridotti negli Stati Uniti e leggermente ampliati in Europa. I fattori chiave di novembre sono stati: 1) l'avanzamento dei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina verso un accordo di "fase 1", 2) l'attenuazione del rischio di una Brexit senza accordo; 3) la stabilizzazione dei dati economici, con un pronunciato balzo in avanti degli indici PMI manifatturieri in tutta Europa e 4) negli Stati Uniti, la conclusione della stagione degli utili del terzo trimestre, risultati superiori alle attese precedentemente riviste al ribasso.

OUTLOOK

Per il prossimo futuro, il quadro rimane pressoché invariato. Le condizioni finanziarie espansive lasciano presagire bassi tassi d'insolvenza e la domanda tecnica dovrebbe instaurare dinamiche positive di qui a fine anno, tuttavia le valutazioni sono prossime alle medie di lungo termine. La nostra strategia è stata di realizzare i profitti sulle posizioni di lungo corso quando i differenziali sono scesi sotto le medie di lungo termine, ma manteniamo un posizionamento netto lungo nei confronti degli strumenti rischiosi, cercando di muoverci in chiave tattica nella restante parte dell'anno e di reagire ai movimenti di prezzo e all'evolversi del contesto macro.

Prodotti cartolarizzati

I differenziali dei titoli cartolarizzati sono rimasti sostanzialmente invariati sia nel settore dei titoli garantiti da ipoteca (MBS) di agenzia che in quello creditizio. Nel mese in rassegna, gli MBS di agenzia a cedola corrente sono rimasti invariati a 100 pb sopra quelli interpolati dei Treasury USA.⁵ L'indice Bloomberg Barclays U.S. MBS ha reso lo 0,08% sui mesi e il 6,06% da inizio anno. A novembre, la duration dell'indice Bloomberg Barclays U.S. MBS si è ampliata di 0,19 anni a 3,05 anni.⁶ Nel mese in esame il portafoglio MBS della Federal Reserve (Fed) si è compresso di USD 22 miliardi a quota USD 1.424 miliardi ed è ora inferiore di USD 213 miliardi da inizio anno a oggi.⁷ Le posizioni in MBS di agenzia detenute dai dealer primari si mantengono su un livello elevato, pari a USD 50 miliardi, in discesa dagli USD 70 miliardi di fine settembre, ma ancora ben al di sopra della media storica di USD 10-30 miliardi.⁸ L'effetto combinato della continua riduzione delle posizioni MBS della Fed e della probabile flessione dell'esposizione agli MBS dei dealer primari potrebbe creare forti squilibri a livello delle dinamiche di offerta/domanda penalizzando le performance degli MBS di qui a fine anno.

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. Rimaniamo leggermente pessimisti sugli MBS di agenzia, che 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 e a ingrossare le scorte dei dealer primari. Gli spread degli MBS di agenzia si sono fortemente ampliati negli ultimi mesi a causa di questi rischi e ora offrono un valore relativo più favorevole, ma le pressioni sull'offerta potrebbero permanere fino a fine anno.

⁵ Fonte: J.P. Morgan, dati al 30 novembre 2019.

⁶ Fonte: Bloomberg, dati al 30 novembre 2019.

⁷ Fonte: Federal Reserve Bank di New York, dati

al 30 novembre 2019.

⁸ Fonte: Bloomberg, dati al 30 novembre 2019.

Considerazioni sui Rischi

I **titoli obbligazionari** sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). In un contesto di tassi d'interesse al rialzo, i corsi obbligazionari possono diminuire e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. In un contesto di tassi d'interesse al ribasso, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore.

I **titoli con scadenze più lunghe** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. Determinati **titoli di Stato americani** acquistati dalla strategia, come quelli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac, non sono garantiti dal "full faith and credit" (piena fiducia e credito) degli Stati Uniti. È possibile che in futuro questi emittenti non dispongano dei

fondi per onorare i propri obblighi di pagamento. I **prestiti bancari quotati** sono soggetti al rischio di liquidità e ai rischi di credito tipici dei titoli con rating inferiori. Le **obbligazioni high yield (dette anche "junk bonds")** sono titoli con rating inferiori che possono comportare livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità. I **titoli di debito sovrani** sono soggetti al rischio di insolvenza.

I **titoli garantiti da ipoteche e da collaterale** sono esposti al rischio di rimborso anticipato e a un più elevato rischio d'insolvenza e possono essere difficili da valutare e vendere (**rischio di liquidità**). Essi sono altresì soggetti ai rischi di credito, di mercato e di tasso d'interesse. Il **mercato valutario** è altamente volatilizzata 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 soggetto a imposizione fiscale.

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

L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Mortgage Backed Securities (MBS)** riproduce l'andamento dei titoli pass-through di agenzia garantiti da ipoteche (sia ARM a tasso fisso che ibridi), garantiti da Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) e Freddie Mac (FHLMC). L'indice è costruito aggregando vari gruppi di titoli MBS con regolamento futuro in data da definirsi all'interno di portafogli generali sulla base delle condizioni di

rimborso, cedole e anno di emissione. Introdotti nel 1985, gli indici a tasso fisso GNMA, FHLMC e FNMA per i titoli a 30 e 15 anni sono stati rispettivamente retrodatati a gennaio 1976, maggio 1977 e novembre 1982. Nell'aprile del 2007 sono entrati a far parte dell'indice anche i titoli ipotecari pass-through ibridi di agenzia a tasso variabile (ARM).

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

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

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

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

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

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

L'indice **ISM del settore manifatturiero** è basato su indagini condotte presso oltre 300 aziende manifatturiere dall'Institute of Supply Management. L'indice ISM del settore manifatturiero monitora i livelli di occupazione,

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

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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'indice **S&P GSCI Softs (GSCI soft commodities)** è un sottoindice dell'S&P GSCI che misura la performance delle soft commodity ponderata per la produzione mondiale. Nel 2012 l'indice S&P GSCI Softs comprendeva le seguenti 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, Dublino 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), con sede legale a 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano), con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, è registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito.

Svizzera – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Facsimile Fax: +41 (0) 44 588 1074.

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

i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impedisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati discrezionali di gestione o di consulenza di investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,20% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), membro di: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Giappone, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

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

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

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

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

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. La presente pubblicazione non è stata esaminata dalla Monetary Authority of Singapore. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN:122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare

la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento. I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento.

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni resesi disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le tesi espresse non riflettono i giudizi di tutti i team di investimento di Morgan Stanley Investment Management (MSIM), né le opinioni dell'azienda nel suo complesso e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Ciò nonostante, non abbiamo verificato tali informazioni e non rilasciamo dichiarazione alcuna circa la loro correttezza o completezza.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale, redatta esclusivamente a scopi informativi ed educativi e che non costituisce un'offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una specifica strategia d'investimento. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenziati. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di costoro. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Explore nuestro sitio web en www.morganstanley.com/im