

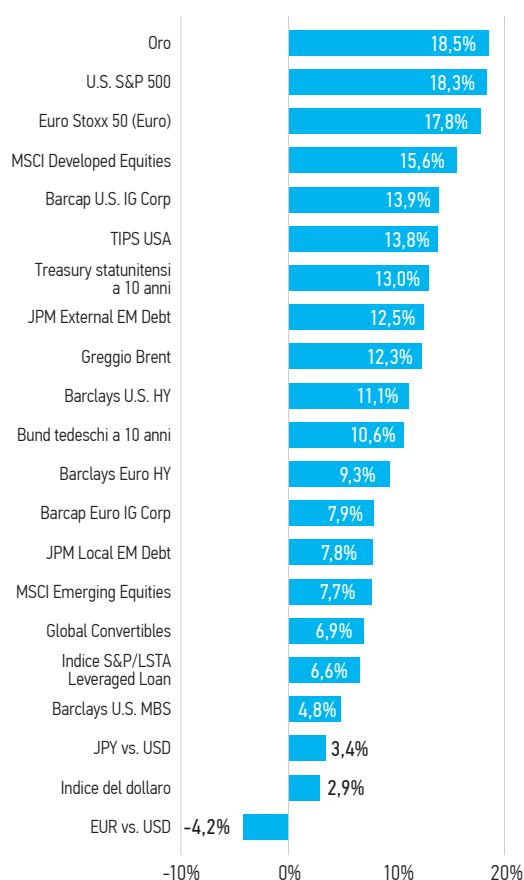
Volatilità e incertezza proseguono... senza che si intraveda la fine

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

I titoli di Stato e il dollaro USA hanno confermato la loro performance eccezionale ad agosto, mentre altri settori e classi d'attivo hanno faticato. Il motivo: preoccupazioni crescenti sulle prospettive economiche globali e le risposte politiche. Le cause: escalation delle tensioni commerciali USA/Cina, debolezza dei dati economici (o se non altro il previsto miglioramento non si è materializzato) e incertezza in merito alle future misure che verranno adottate dalle banche centrali. In particolare, malgrado questi problemi, le obbligazioni high yield e le azioni hanno superato la tempesta, preservando i solidi rendimenti conseguiti dall'inizio dell'anno. In effetti, la maggior parte delle obbligazioni, credito compreso, hanno generato rendimenti positivi ad agosto. Il problema è rappresentato dal fatto che questi rendimenti sono principalmente frutto del drastico calo dei rendimenti obbligazionari, che difficilmente si ripeterà.

FIGURA 1

Andamento degli attivi da inizio anno



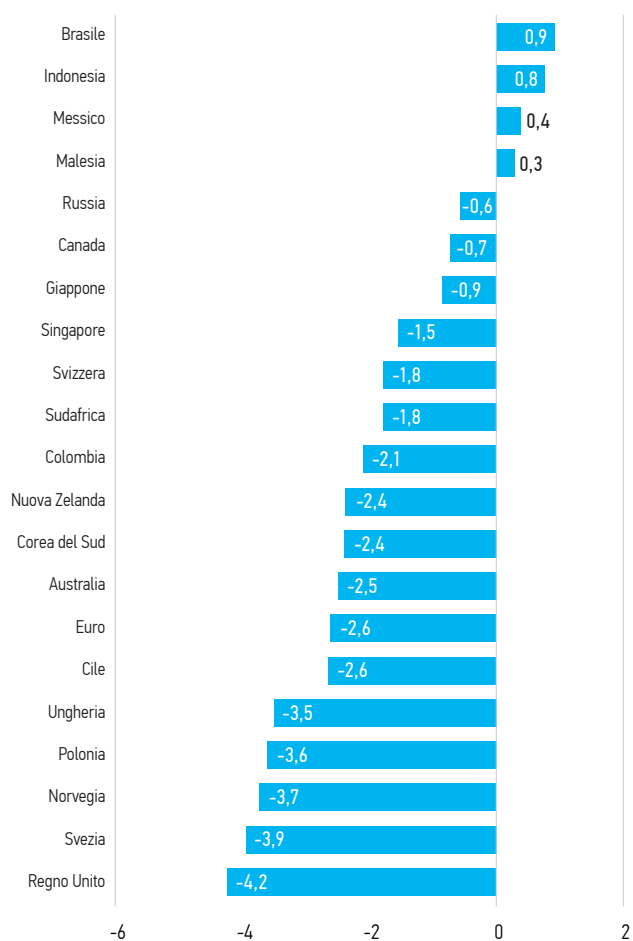
Nota: performance in USD. Fonte: Thomson Reuters Datastream. Dati al 30 agosto 2019. Gli indici riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.** Per le definizioni degli indici si rimanda alle pagg. 14 e 15.

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



FIGURA 2
Variazioni valutarie mensili rispetto all'USD

(+ = apprezzamento)



Fonte: Bloomberg. Dati al 30 agosto 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	1,50	-52		
Regno Unito	0,48	-13	-102	+39
Germania	-0,70	-26	-220	+26
Giappone	-0,27	-12	-177	+40
Australia	0,89	-30	-61	+22
Canada Nuova	1,16	-31	-33	+21
Zelanda	1,06	-38	-43	+14
EUROPA (Spread sui Bund)				
Francia	-0,40	-22	30	+4
Grecia	1,63	-41	233	-15
Italia	1,00	-54	170	-28
Portogallo	0,13	-22	83	+4
Spagna	0,11	-18	81	+8
ME	REND. LOCALE INDICE (%)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)	SPREAD IN USD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
Spread debito estero ME			359	+28
Rend. locale ME		5,34	-20	
Spread obbl. societarie ME			331	+55
Brasile	6,82	+16	241	+35
Colombia	5,73	+8	179	+4
Ungheria	1,04	-32	107	+13
Indonesia	7,46	+2	185	+14
Malesia	3,34	-26	124	+9
Messico	7,13	-43	334	+11
Perù	4,39	-16	122	+5
Filippine	4,39	-20	82	+10
Polonia	1,69	-22	39	+8
Russia	6,94	-17	209	+17
Sudafrica	9,39	-3	321	+21
Turchia	15,81	+61	528	+79
Venezuela	-	-	11179	-766
CREDITO			SPREAD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
IG USA			120	+12
IG EUR			109	+10
HY USA			393	+22
HY EUR			336	-12
PRODOTTI CARTOLARIZZATI				
MBS di agenzia			97	+13
CMBS BBB USA			252	+3

Positive Neutral Negative

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

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

Prospettive per il mercato obbligazionario

L'ansia sale. I dati economici, specialmente quelli relativi alla fiducia delle aziende, hanno continuato a indebolirsi. La guerra dei dazi continua ad aggravarsi, invece di volgere al termine. La Brexit non svanirà. E agosto è un mese tranquillo per le mosse delle banche centrali, quindi occorrerà attendere fino alla fine di settembre per capire esattamente come reagiranno. In particolare, le due più importanti banche centrali, la Federal Reserve (Fed) e la Banca Centrale Europea (BCE), questo mese prenderanno importanti decisioni.

Se le manovre non soddisferanno le aspettative di mercato (una riduzione di almeno 25 punti base [pb] del tasso obiettivo sui federal fund negli USA e un allentamento generalizzato da parte della BCE, composto da tagli dei tassi, differenziazione dei tassi sui depositi delle banche presso la BCE, indicazioni prospettiche e nuove misure di quantitative easing (QE)), obbligazioni, credito ed azioni potrebbero trovarsi ad affrontare un autunno complicato.

In effetti, gli ultimi dati sono piuttosto negativi, con segnali che i deboli investimenti delle aziende (capex) e il peggioramento dei margini aziendali possano iniziare ad impattare negativamente i mercati del lavoro, in particolare negli USA. Pur ritenendo ancora improbabile il rischio di una vera e propria recessione, gli indicatori di ciclo peggiorano a causa dell'incertezza politica. Fino ad oggi, la solidità economica delle famiglie, sostenuta da mercati del lavoro in ottima salute e da ridotti costi di finanziamento, è stata la nota positiva contro le dinamiche aziendali negative scatenate dalla guerra commerciale.

L'economia e il mercato obbligazionario USA sono probabilmente più esposti a un ulteriore deterioramento. Tale situazione è dovuta, in gran parte, alla forte correlazione con i dati economici globali e con il commercio. La fiducia delle aziende statunitensi, sia manifatturiere che dei servizi, è calata più rapidamente rispetto alla maggior parte di altre regioni mondiali. Le aspettative di esportazione dei direttori degli acquisti statunitensi, ad esempio, sono crollate nell'ultimo mese. Qualora dovesse effettivamente verificarsi un forte calo dei volumi d'esportazione, l'entità di questo calo sarebbe simile a quello registrato durante vere e proprie recessioni.

Non tutto è perduto. Oltre 15 banche centrali hanno tagliato i tassi d'interesse quest'anno. Il fatto che gli spread del credito siano ancora più ristretti da inizio anno e che il mercato azionario USA resti vicino ai massimi storici segnala che l'attuale rallentamento dell'economia dovrebbe

rimanere contenuto. Ma la politica monetaria non è onnipotente. Dazi e deglobalizzazione incidono fortemente sul fronte dell'offerta e sulla domanda complessiva. Pur ritenendo che le banche centrali continueranno a tagliare i tassi, valutando nuove misure se necessario, non è chiaro se questa mossa funzionerà, specie in questo contesto di bassi rendimenti. In effetti, tassi più bassi e indicazioni prospettiche non sono in grado di sconfiggere l'incertezza sui futuri rapporti economici (ad es. dazi e flussi di capitale).

Durante questo periodo di forte incertezza continuiamo a ricercare segnali/indicatori per prevedere l'evoluzione della situazione. Restiamo convinti del fatto che la curva dei rendimenti sia il migliore termometro per la fiducia dei mercati. A nostro avviso, un segnale positivo sarebbe, ad esempio, un irripidimento delle curve dei rendimenti generato da un contesto di reflazione. Se gli effetti dello stimolo monetario funzioneranno, la pendenza delle curve dovrebbe aumentare.

Nel breve termine ci sembra che sia l'inizio di un periodo di maggiore calma. A quanto pare, USA e Cina riprenderanno i negoziati commerciali, la situazione politica italiana si è stabilizzata, la possibilità di una "hard Brexit" a fine ottobre sembra scongiurata e, a settembre, le banche centrali daranno il via a un ulteriore allentamento. Pur restando cauti sulle tendenze in atto (sia in termini di dati economici che di politiche), i mercati si potrebbero stabilizzare, con rendimenti dei titoli di Stato mantenuti all'interno di un ristretto intervallo e assestamento del credito e dei Mercati Emergenti (ME). Al momento non consideriamo una riduzione dell'esposizione, né un incremento della duration nei titoli di Stato.

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

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

ANALISI MENSILE

PROSPETTIVE

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Sviluppati

I rendimenti dei titoli di Stato di tutti i mercati sviluppati si sono fortemente mossi al ribasso ad agosto e il tasso dei Treasury USA trentennali è sceso sotto il 2% per la prima volta in assoluto.¹ L'inversione del differenziale tra il Treasury a 10 e quello a 2 anni si è accentuata, riaccendendo i timori di una recessione tra gli investitori.² Il peggioramento dei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina è stato il principale fattore scatenante di un agosto insolitamente tumultuoso per i mercati obbligazionari e azionari globali. La persistente incertezza geopolitica si è intensificata a causa di altri eventi, tra cui gli ultimi sviluppi sul fronte Brexit sotto la premiership di Boris Johnson e la formazione del nuovo governo italiano. Quest'ultimo è stato accolto positivamente dai mercati, mentre le incognite sull'uscita del Regno Unito dall'UE hanno penalizzato la sterlina nel corso del mese.

Da qui a fine anno la crescita statunitense, sebbene supportata da una politica monetaria più espansiva, rimarrà probabilmente sotto pressione. Le banche centrali sono diventate più accomodanti, in particolare negli USA e probabilmente anche nella zona Euro, ma il rischio per l'obbligazionario è rappresentato dal fatto che l'allentamento è già stato scontato dai mercati. Tre dei principali rischi che intravediamo sono la Brexit, la disputa commerciale tra USA e Cina e la debolezza dei settori manifatturiero e commerciale che ostacola la fiducia dei consumatori.

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Emergenti

Nel mese i mercati obbligazionari emergenti hanno generato performance contrastanti. Le obbligazioni denominate in dollari hanno beneficiato della discesa dei rendimenti dei Treasury USA, trainando la sovraperformance dei titoli di Stato rispetto alle obbligazioni societarie e del segmento investment grade rispetto a quello high yield, che ha terminato agosto in territorio negativo. Le obbligazioni in valuta locale hanno registrato performance positive ma sono state penalizzate dall'indebolimento delle valute rispetto al dollaro USA.³ L'escalation della guerra commerciale tra Washington e Pechino proprio nel mese di agosto, già di per sé caratterizzato da scarsa liquidità, ha fatto aumentare la volatilità. Inoltre, l'indebolimento dei dati economici globali e il crollo del mercato azionario in Argentina dopo la sconfitta alle primarie del Presidente in carica Macri, visto di buon occhio dai mercati, hanno contribuito al peggioramento del clima di fiducia. L'opinione negativa sulle prospettive di crescita globale si manifesta anche nei prezzi delle materie prime, in netto calo nel periodo in esame.

Siamo cauti circa le prospettive di breve termine per il debito dei Mercati Emergenti. Il clima di fiducia resta debole a causa delle ricadute negative che la disputa commerciale USA-Cina ha sugli scambi e sugli investimenti globali. Dopo che il 1° settembre l'amministrazione statunitense ha tenuto fede al suo proposito di innalzare i dazi su 112 miliardi di dollari di importazioni cinesi, cui Pechino ha risposto aumentando a sua volta le tasse sulle importazioni di greggio americano e lanciando un appello alla WTO (World Trade Organization), le aspettative di una risoluzione definitiva in occasione dei negoziati bilaterali in programma verso fine mese a Washington sono comprensibilmente basse. Il fragile quadro globale è stato ulteriormente aggravato dai dati in uscita dall'Eurozona, indicanti un indebolimento della crescita e la prospettiva concreta di una recessione tecnica per la Germania nel terzo trimestre. Inoltre, l'avvicinarsi dell'ultimo atto della Brexit dovrebbe mantenere elevato il grado d'incertezza. A tale riguardo, non ci sentiamo di escludere un esito potenzialmente destabilizzante, che andrebbe ad offuscare ulteriormente un quadro di per sé già molto complicato per gli attivi rischiosi. D'altro canto, riteniamo che le politiche monetarie accomodanti fornite dalle banche centrali dei paesi sviluppati ed emergenti attutirà in parte gli shock provenienti dalle dispute commerciali e dall'indebolimento della crescita internazionale.

¹ Fonte: Bloomberg, dati al 31 agosto 2019.

² Fonte: Bloomberg, dati al 31 agosto 2019.

³ Fonte: J.P. Morgan, dati al 31 agosto 2019.

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

ANALISI MENSILE

PROSPETTIVE

Credito

Ad agosto i differenziali gli spread delle obbligazioni societarie si sono complessivamente ampliati annullando gran parte della compressione osservata a luglio, in quanto i timori sul rallentamento della crescita economica globale hanno avuto la meglio sugli orientamenti accomodanti di politica monetaria. I catalizzatori di agosto sono stati i seguenti: 1) le aspettative di un allentamento delle politiche monetarie delle banche centrali, 2) l'inasprimento delle tensioni commerciali, 3) la debolezza dei dati economici globali e 4) il clima di pessimismo nel Regno Unito riguardo alla Brexit dovuto alla maggiore incertezza politica. Ad agosto il differenziale del rendimento dell'indice Bloomberg Barclays U.S Corporate ha chiuso con un aumento di 12 pb, collocandosi a fine mese a 120 pb sopra i titoli di Stato. I finanziari hanno fatto meglio dei titoli non finanziari. Rispetto ai titoli di Stato, l'indice statunitense dei titoli investment grade ha generato un extra-rendimento del -1,05% su base mensile. I titoli investment grade europei hanno sovraperformato gli omologhi statunitensi sull'onda delle aspettative degli acquisti della BCE nell'ambito di un nuovo piano di quantitative easing (QE), e a causa delle preoccupazioni sul rallentamento dell'economia americana come segnalato dall'inversione della curva dei rendimenti a 2 e 10 anni a fine agosto.

Sebbene le solide performance da inizio anno ad oggi abbiano fatto comprimere le valutazioni, vi sono svariati segnali indicanti un aumento dei rischi macro. Tra questi figurano la minaccia più concreta di una Brexit dura, la continua impasse delle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina e la debolezza dei dati manifatturieri globali (indici PMI). L'incertezza offusca le prospettive di breve termine per gli utili societari. Nel nostro scenario di base non prevediamo una recessione, bensì una continuazione del contesto caratterizzato da crescita e inflazione contenute, supportato dai bassi tassi reali e da condizioni finanziarie espansive. Anticipiamo un aumento dell'offerta a settembre dopo la pausa estiva. Tuttavia, il quadro tecnico rimane complessivamente favorevole e ci aspettiamo che le posizioni di rischio conservative detenute da tutti gli investitori e gli afflussi stabili nel settore creditizio manterranno basso il rischio di liquidazioni forzate.

Prodotti cartolarizzati

I titoli garantiti da ipoteca (MBS) di agenzia hanno segnato una forte sottoperformance ad agosto e gli spread MBS si sono allargati di 12 pb nel mese fino a 97 punti rispetto ai Treasuries USA di duration simile. Livelli dei tassi più bassi comportano un sostanziale aumento delle aspettative di rimborso anticipato, mettendo gli asset sotto pressione. I rimborsi anticipati dei mutui hanno cominciato ad accelerare e si prevede che aumenteranno rispetto ai livelli attuali poiché i tassi hanno continuato a registrare un declino, con tassi ipotecari che hanno toccato i minimi dal 2016. I pagamenti riguardanti pool specifici continuano a crescere poiché gli investitori cercano prestiti con minor rischio di rimborso anticipato. I fondi comuni di investimento in titoli garantiti da ipoteca di agenzia continuano a ricevere flussi costanti e ad agosto hanno registrato afflussi netti superiori a USD 1 miliardo.⁴ Questi flussi in entrata hanno contribuito a contrastare le cessioni di MBS in portafoglio della Fed, pur essendo relativamente piccoli se confrontati al calo di USD 20 miliardi/mese nelle posizioni MBS della Fed.

Il nostro giudizio complessivo rimane sostanzialmente invariato. Le prospettive fondamentali per i mercati residenziali e del credito al consumo sono a nostro avviso positive tanto negli Stati Uniti quanto in Europa, ma abbiamo iniziato a ridurre una parte della nostra esposizione alle cartolarizzazioni sulla scia dei timori crescenti relativi a 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. Anche se gli MBS di agenzia si trovano sotto pressione per via del maggior rischio di rimborso anticipato provocato dal calo dei tassi ipotecari e dovuto inoltre alla continua riduzione delle posizioni in MBS della Fed e all'incremento del flottante di mercato di USD 20 mld al mese, gli spread hanno registrato notevoli ampliamenti negli ultimi mesi, riflettendo questo rischio, e offrono oggi un valore relativo più comparabile. A questo punto, molte delle condizioni negative per gli MBS di agenzia sembrano già essere scontate. Le prospettive per i titoli garantiti da ipoteche commerciali (CMBS) continuano a essere contrastanti. Nell'insieme, il settore ci appare leggermente costoso su base corretta per il rischio, ma permangono una serie di opportunità idiosincratice che ci sembrano convincenti.

⁴ Fonte: Lipper US Fund Flows, dati al 31 agosto 2019.

CONSIDERAZIONI SUI RISCHI

I titoli obbligazionari sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse in rialzo, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. **I titoli a più lungo termine** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di calo dei tassi d'interesse, il Portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. Determinati **titoli di Stato americani** acquistati dalla Strategia, come quelli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac, non sono garantiti dal "full faith and credit" (piena fiducia e credito) degli Stati Uniti. È possibile che in futuro questi emittenti non dispongano dei fondi per

onorare i propri obblighi di pagamento. **I prestiti bancari quotati** sono soggetti al rischio di liquidità e ai rischi di credito tipici dei titoli con rating inferiori. Le **obbligazioni high yield (dette anche "junk bonds")** sono titoli con rating inferiori che possono comportare livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità. **I titoli di debito sovrani** sono soggetti al rischio di insolvenza. **I titoli garantiti da ipoteche e da collaterale** sono esposti al rischio di rimborso anticipato e a un più elevato rischio d'insolvenza e possono essere difficili da valutare e vendere (**rischio di liquidità**). Essi sono altresì soggetti ai rischi di credito, di mercato e di tasso d'interesse. Il **mercato valutario** è altamente volatile e i suoi prezzi sono influenzati da diversi fattori, tra cui la dinamica della domanda e dell'offerta di una determinata valuta, il commercio, i programmi e le politiche fiscali, monetarie e di controllo della valuta nazionale o estera e le variazioni dei tassi d'interesse nazionali o esteri. Gli investimenti nei **mercati esteri**

comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. Investire nei **Paesi Emergenti** comporta rischi maggiori che investire nei mercati esteri in generale. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere significativamente sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato. **I titoli vincolati e illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità). A causa della possibilità che i 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 **Hong 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

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

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 Jungthofstrasse 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 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

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

in Giappone da MSIM), n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), membro di: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Giappone, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

Stati Uniti –

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

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

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

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

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

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da 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. Autorizzata e regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. ("MSIM Ireland").

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori.

I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si

raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento.

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

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

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

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

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

Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi 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 our site at www.morganstanley.com/im