

Rassegna MSIM dei mercati globali del reddito fisso del mese di marzo 2019

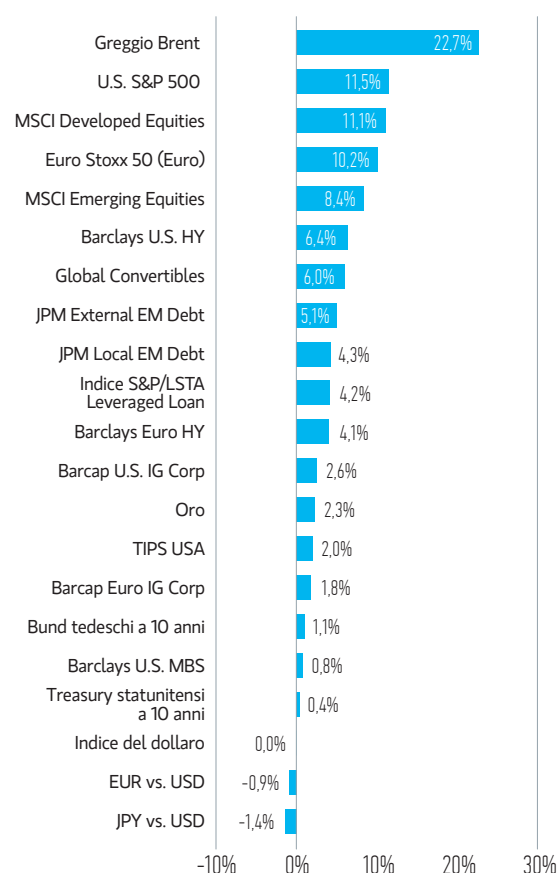
Cosa fare ora?

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

Dopo la straordinaria ripresa di gennaio, febbraio è stato un periodo di consolidamento. La performance dei titoli di Stato ha avuto un andamento contrastante: i rendimenti dei Treasury statunitensi e dei Bund tedeschi sono leggermente saliti, mentre quelli delle obbligazioni governative australiane e spagnole sono calati. Anche i settori non governativi hanno consolidato la performance stellare di gennaio. Ciò non sorprende in quanto i mercati avevano bisogno di metabolizzare il flusso di notizie: l'orientamento più espansivo delle banche centrali e il persistente rallentamento dei dati congiunturali a fronte dei rischi geopolitici incentrati sui negoziati commerciali sino-statunitensi e sulla Brexit che ancora incombevano all'orizzonte. Il rally degli attivi rischiosi è anche proseguito grazie alla crescente convinzione che su entrambe le questioni si troveranno soluzioni gradite ai mercati ed economicamente compatibili. Tuttavia, come ben sappiamo, quel che conta sono i risultati.

I prezzi degli attivi non possono continuare a recuperare a meno che i fondamentali non si muovano in direzione favorevole. E, su questo fronte, l'ambiguità regna sovrana. I dati industriali continuano a indebolirsi, sebbene vi siano piccoli segnali che il peggio dovrebbe essere ormai alle spalle. Tuttavia gli effetti ritardati della precedente stretta monetaria, soprattutto negli Stati Uniti, non si sono ancora fatti sentire. Ciò detto, la Federal Reserve (Fed) statunitense deve sentirsi sollevata che le condizioni finanziarie si siano allentate, riducendo la pressione affinché adotti un orientamento ancora più espansivo. Alla luce della buona performance degli attivi rischiosi e di alcune incertezze che ancora ragionevolmente permangono sulla direzione delle economie e dei negoziati politici, non abbiamo aumentato la nostra esposizione al rischio e confermiamo un posizionamento complessivamente neutrale sui tassi d'interesse. Ci aspettiamo che la situazione si chiarisca nelle settimane o nei mesi a venire e – sempre che le quotazioni siano adeguate – faremo delle correzioni.

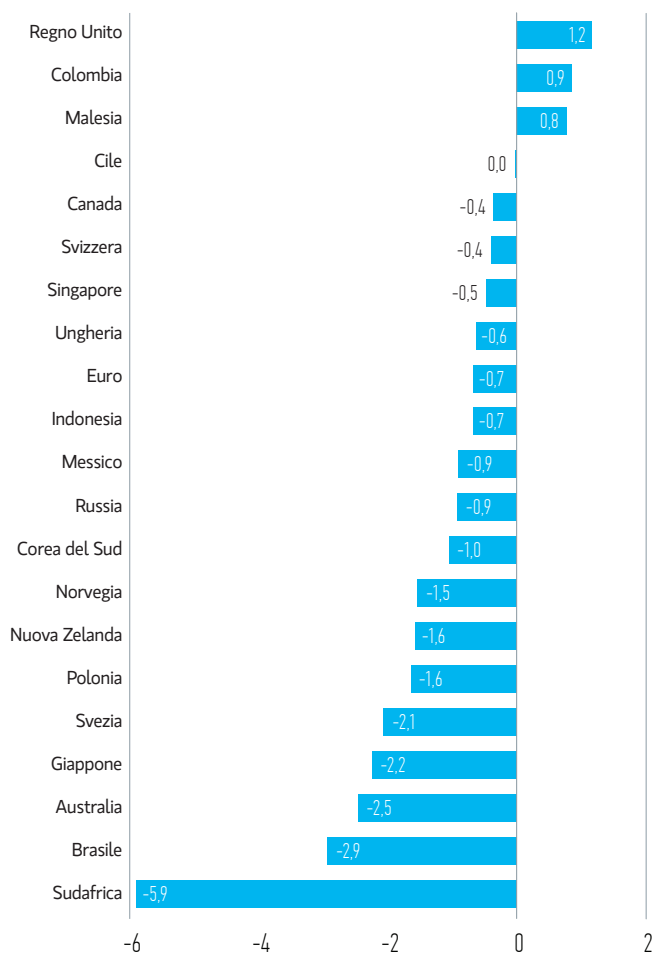
FIGURA 1
Andamento degli attivi da inizio anno



Nota: performance in USD. Fonte: Thomson Reuters Datastream. Dati al 28 feb. 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. 6 e 7.**

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio a febbraio 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 28 feb. 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 (%)	VARIAZ -IONE MENSILE (PB)	SPREAD A 10 ANNI (PB)	VARIAZ -IONE MENSILE (PB)
(Spread sui Treasury)				
Stati Uniti	2,72	+9		
Regno Unito	1,30	+8	-141	0
Germania	0,18	+3	-253	-5
Giappone	-0,02	-3	-274	-11
Australia	2,10	-14	-61	-23
Canada	1,94	+6	-77	-2
Nuova Zelanda	2,16	-10	-56	-18
EUROPA (Spread sui Bund)				
Francia	0,57	+1	39	-2
Grecia	3,66	-21	348	-24
Italia	2,75	+16	257	+13
Portogallo	1,47	-15	129	-18
Spagna	1,17	-2	99	-6
ME	REND. LOCALE INDICE (%)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)	SPREAD IN USD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
Spread debito estero ME			359	-17
Rend. locale ME				
Rend. locale ME		6,24	+2	
Spread obbl. societarie ME			287	-22
Brasile	8,16	+40	230	-5
Colombia	6,41	0	186	-5
Ungheria	2,10	+3	107	-20
Indonesia	7,91	-19	193	-3
Malesia	3,98	-6	126	-13
Messico	8,33	-14	316	-14
Perù	5,60	-1	131	-14
Filippine	5,57	-17	86	-15
Polonia	2,37	+16	49	-18
Russia	8,09	+15	208	-11
Sudafrica	9,49	+18	284	-12
Turchia	15,50	+69	400	+7
Venezuela	-	-	5303	+533
CREDITO			SPREAD (PB)	VAR. DA INIZIO MESE (PB)
IG USA			121	-7
IG EUR			128	-14
HY USA			423	-103
HY EUR			434	-60
PRODOTTI CARTOLARIZZATI				
MBS di agenzia			86	+3
CMBS BBB USA			287	-14

Positive Neutral Negative

Fonte: Bloomberg, J.P. Morgan. Dati al 28 feb. 2019.

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

Benché le condizioni generalmente favorevoli di gennaio siano proseguite anche a febbraio, con gli attivi rischiosi in avanzamento e i titoli di Stato in lieve flessione, le prospettive per marzo appaiono più incerte in quanto le valutazioni hanno perso la loro convenienza e il quadro macro è offuscato da diverse incognite. Sono emersi segnali di un'imminente inversione di tendenza sia in Cina che nell'Eurozona, ma si tratta di dati a dir poco contrastanti, mentre le rilevazioni nel settore manifatturiero e sul fronte commerciale sorprendono perlopiù al ribasso. I dati relativi al mercato del lavoro e alla domanda al consumo, di contro, sono stati più positivi. In genere, gli utili del 4° trimestre diffusi dalle società hanno superato le attese, ma gli analisti rivedono al ribasso le proprie previsioni.

Permangono immutati altri rischi macroeconomici, quali la Brexit, e sebbene sembri che siano stati fatti passi avanti su un possibile accordo commerciale tra Cina e Stati Uniti, il mercato sta già scontando notizie positive su questo fronte. Inoltre, un'inflazione contenuta significa che le banche centrali non hanno urgenza di attuare rapidamente, o attuare affatto, misure di inasprimento monetario. Ma questo il mercato lo ha già messo in conto. Secondo le previsioni la Fed non aumenterà i tassi nel 2019 e anche eventuali rialzi della Banca centrale europea (BCE) sono stati rinviati al 2020. Di fatto, ci si aspetta che la BCE allenti le condizioni monetarie offrendo nuovi strumenti di finanziamento in sostituzione dei programmi di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO) che si avviano alla conclusione. Tuttavia, poiché il mercato sta già anticipando tali misure, gli effetti sui mercati (in particolare sulle banche italiane e i BTP) potrebbero essere modesti se annunciati, ma estremamente negativi se non lo fossero.

Di conseguenza il contesto per gli attivi rischiosi, ancorché positivo, lo è meno di quanto non fosse in passato e ci ha spinto a ridurre l'esposizione alle obbligazioni societarie e ai Mercati Emergenti (ME). Riteniamo che il parere a favore di queste classi di attivi sia ancora favorevole: i Mercati Emergenti dovrebbero essere favoriti dall'inversione di tendenza delle economie di Cina ed Eurozona, mentre un potenziale accordo commerciale sino-statunitense così come

un basso livello di inflazione dovrebbero indurre le banche centrali dei Paesi sviluppati a mantenere un orientamento accomodante, consentendo così alle omologhe dei Paesi in via di sviluppo di attuare politiche monetarie più espansive di quanto non farebbero altrimenti. Le obbligazioni societarie sono sostenute da dati solidi sugli utili, dal possibile rinnovo di strumenti TLTRO da parte della BCE e dalle aspettative di una recessione statunitense continuamente differita (a parte l'appiattimento della curva dei rendimenti, pochissimi indicatori segnalano come probabile una recessione nei prossimi 12-24 mesi). Nei mercati cartolarizzati siamo maggiormente esposti verso i prodotti orientati al credito e in sottopeso nei titoli garantiti da ipoteca (MBS) emessi da agenzia perché preoccupati delle dinamiche dell'offerta legate alla normalizzazione del bilancio da parte della Fed. Tuttavia, affinché il recupero degli attivi rischiosi prosegua nell'anno sarà necessario non solo avere maggiori conferme che le prospettive di crescita economica stiano davvero migliorando, ma anche che le banche centrali non innalzeranno i tassi in maniera troppo repentina.

Sui titoli di Stato siamo passati a un posizionamento neutrale. Il mercato ha già scontato il passaggio da una normalizzazione graduale della politica monetaria a un orientamento più espansivo e, tenendo conto dell'andamento molto piatto delle curve dei rendimenti (che consentono un carry modesto) e delle valutazioni molto elevate rispetto al passato, è difficile scommettere al rialzo su questa classe di attivi. Inoltre, i rischi di ribasso sembrano limitati se l'inflazione si mantiene su livelli modesti, mentre le obbligazioni governative delle economie sviluppate svolgono un importante ruolo di diversificazione nei portafogli,¹ offrendo rendimenti positivi quando la maggior parte degli altri attivi consegue risultati deludenti. Un mercato in cui le prospettive sono particolarmente incerte è quello dei Gilt britannici, dove le condizioni tese sul mercato del lavoro avrebbero normalmente indotto la Banca d'Inghilterra a innalzare i tassi già diverse volte. Tuttavia, le incertezze sulla Brexit hanno di fatto congelato la politica monetaria. Se l'attuale disorientamento politico verrà superato, il mercato potrebbe dover scontare un ritmo di rialzi dei tassi più serrato.

¹ La diversificazione non elimina il rischio di perdite.

ANALISI MENSILE

PROSPETTIVE

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Sviluppati

A febbraio, gli attivi rischiosi hanno guadagnato terreno e la fiducia degli investitori ha continuato a risollevarsi. I rendimenti decennali sono saliti negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Germania, mentre sono diminuiti in Australia, Nuova Zelanda e Giappone. Il rallentamento della crescita globale ha continuato a preoccupare, malgrado la ripresa della fiducia dei consumatori. Il dollaro USA (USD) si è leggermente apprezzato nei confronti delle altre valute del G10, ad eccezione della sterlina (GBP), rafforzata quando lo scenario di un'uscita senza accordo del Regno Unito dall'Unione europea (UE) è parso meno probabile.

Nel 2019 la crescita statunitense potrebbe rallentare per via del graduale esaurimento dell'impulso fiscale e dell'effetto ritardato del rialzo dei tassi, ma non si verificherà un tracollo. Le ultime dichiarazioni dei funzionari della Fed forniscono ulteriori rassicurazioni in merito alla consapevolezza del rischio legato a una stretta monetaria eccessiva e alla necessità di passare (in un prossimo futuro) a una politica più dipendente dai dati. Nell'immediato non ci aspettiamo cambiamenti rilevanti della politica monetaria, viste le nostre previsioni di un andamento molto contenuto dell'inflazione nei prossimi 12 mesi. È pertanto probabile che il mercato arrivi anche a riconoscere che il picco dei rendimenti dei Treasury USA a 10 anni è destinato a restare sotto il 3,5% e che il minimo dovrebbe superare il 2,5%. Più a breve termine, malgrado il ribasso di fine dicembre riteniamo che il rendimento dei Treasury USA decennali trascorrerà gran parte dei prossimi mesi a cavallo tra il 2,60% e il 3,00%.

Tassi d'interesse e di cambio dei Mercati Emergenti

I rendimenti dell'obbligazionario emergente sono stati disomogenei nel mese in rassegna in quanto le divise dei Mercati Emergenti si sono indebolite nei confronti dell'USD, mentre le performance delle obbligazioni in valuta locale ed estera sono state positive. Nel segmento degli strumenti in valuta forte, i titoli high yield hanno sovraperformato quelli investment grade e le emissioni societarie hanno reso più di quelle sovrane. L'ottimismo intorno al negoziato commerciale Stati Uniti-Cina è stato rinsaldato dall'annuncio del Presidente americano Donald Trump di una proroga della scadenza del 1° marzo per l'introduzione dei dazi aggiuntivi. Pechino, dal canto suo, ha segnalato di voler potenziare gli acquisti di materie prime dagli Stati Uniti. Visto l'indebolimento dell'inflazione e del contesto esterno, molte banche centrali dei Mercati Emergenti hanno assunto un orientamento più accomodante, il che dovrebbe consentire di procedere a tagli dei tassi mirati per sostenere la crescita economica.

Rimaniamo ottimisti sul debito emergente nelle prossime settimane, e ciò in base a diversi fattori. Innanzitutto, gli ultimi dati ad alta frequenza pubblicati in Cina e nell'Eurozona suggeriscono che l'attività potrebbe già aver raggiunto il punto di minimo. In secondo luogo, l'assenza di pressioni inflazionistiche globali, unita alla moderazione della crescita, sta inducendo le banche centrali dei paesi sviluppati a posticipare o abbandonare i piani di normalizzazione della politica monetaria. In terzo luogo, le solide performance messe a segno da inizio anno ad oggi dal debito emergente in un contesto di sostanziale stabilità del dollaro dovrebbero migliorare ulteriormente in futuro, a condizione che si materializzi la nostra aspettativa di un indebolimento dell'USD. Infine, il conflitto commerciale USA-Cina, che è stato un'importante fonte di volatilità lo scorso anno, sembra incamminarsi verso un'intesa provvisoria, facendo aumentare la propensione al rischio nel breve termine.

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

La ripresa dei mercati creditizi è proseguita a febbraio e i differenziali dei titoli investment grade (IG) e high yield (HY) globali hanno continuato a restringersi dopo l'ampliamento dello scorso trimestre. Nel corso di febbraio i mercati hanno metabolizzato gli annunci degli utili del quarto trimestre, rivelatisi complessivamente discreti e con scarsi segnali di un significativo peggioramento. Come previsto, gli utili prima di interessi, imposte e ammortamenti (EBITDA) sono cresciuti a un ritmo inferiore, ma sufficiente a mantenere sostanzialmente invariata la leva finanziaria. Questi risultati, unitamente all'assenza di notizie negative di spicco sul fronte macroeconomico, hanno favorito il proseguimento del recupero cominciato a inizio anno.

Gli utili del quarto trimestre, risultati complessivamente stabili, si sono sommati alla solidità dei dati sul prodotto interno lordo (PIL) statunitense del quarto trimestre e al miglioramento del clima di fiducia, creando un contesto molto favorevole ai mercati creditizi. Come sosteniamo ormai da tempo, l'eventualità di una recessione imminente rimane improbabile, i tassi d'insolvenza si mantengono bassi e la crescita degli utili, benché in rallentamento, dovrebbe favorire la riduzione dell'effetto leva ove necessario. La Fed mantiene un orientamento accomodante e recentemente ha valutato l'ipotesi di riconsiderare l'obiettivo di inflazione, uno sviluppo che abbasserebbe ulteriormente la probabilità di nuovi rialzi dei tassi. Al di fuori degli Stati Uniti, la BCE mantiene un orientamento espansivo e sta valutando una nuova tornata di operazioni TLTRO, mentre anche la Cina sembra pronta a un allentamento. L'adozione di politiche monetarie più accomodanti aiuterà a prolungare il ciclo fornendo supporto al settore societario.

Prodotti cartolarizzati

I mercati dei titoli ipotecari e cartolarizzati hanno evidenziato performance relativamente buone a febbraio, in quanto i tassi d'interesse si sono mossi al rialzo e i differenziali creditizi si sono ristretti in quasi tutti i settori. Gli MBS di agenzia hanno nuovamente sovraperformato i Treasury a febbraio, giacché la stabilità dei tassi e la bassa volatilità continuano a contenere il costo dell'opzione e la convessità negativa di questi titoli. I titoli cartolarizzati appartenenti ai settori più sensibili all'andamento creditizio hanno fatto meglio degli MBS di agenzia, in quanto le condizioni creditizie fondamentali rimangono positive e l'aumento di rendimenti e carry continua a promuoverne la sovraperformance.

I mercati dei titoli ipotecari e cartolarizzati hanno cominciato bene il 2019, pur sottoperformando rispetto al recupero di molti altri mercati creditizi che erano stati penalizzati in misura maggiore nel 2018. In un'ottica fondamentale, riteniamo che l'economia statunitense sia solida vista la forza dei consumi e del mercato immobiliare, e pertanto rimaniamo sovraesposti agli investimenti cartolarizzati orientati al credito. Sottopesiamo gli MBS di agenzia in virtù di possibili problematiche sul fronte dell'offerta ora che la Fed ha concluso i suoi acquisti di MBS e visto che le banche americane potrebbero ridurre le loro esposizioni al settore in caso di allentamento dei requisiti patrimoniali basati sul rischio. Gli MBS di agenzia hanno conseguito risultati discreti da inizio anno ad oggi, sovraperformando i Treasury, giacché la volatilità dei tassi d'interesse rimane bassa e i costi delle opzioni ipotecarie ne risultano conseguentemente ridotti. Nel 2019 ci aspettiamo un contesto propizio in termini di volatilità dei tassi. Ciò dovrebbe continuare a favorire gli MBS di agenzia nel corso dell'anno, anche se tale beneficio potrebbe essere compensato da pressioni sul versante dell'offerta dovute alla riduzione del bilancio della Fed. Nel complesso, gli MBS di agenzia dovrebbero continuare a sovraperformare i Treasury ma a sottoperformare gli strumenti cartolarizzati orientati al credito.

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio a febbraio 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). 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 Index (Bloomberg Barclays Euro IG Corporate)** è costruito per replicare l'andamento del mercato delle obbligazioni societarie investment grade denominate in euro.

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

L'indice **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.

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio a febbraio 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'andamento delle **obbligazioni governative decennali italiane** è seguito dall'indice ufficiale Datastream per l'Italia.

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

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

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

L'indice **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 commodity: caffè, zucchero, cacao e cotone.

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

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: 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

Giappone – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni 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

I pareri e le opinioni espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio a febbraio 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'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIM) non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da 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. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

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

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

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