

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

# Aggiornamento sulla situazione italiana

SOLUTIONS & MULTI-ASSET | GLOBAL BALANCED RISK CONTROL TEAM | MARKET PULSE | 1 giugno 2018

## Cosa è accaduto

Dopo che le elezioni generali tenutesi a marzo in Italia non sono riuscite a dare un chiaro risultato finale, la Lega del Nord e il Movimento 5 Stelle hanno collaborato per cercare di formare un nuovo governo. Nell'ultima settimana, i mercati sono stati altalenanti a causa degli eventi politici accaduti in Italia, ma infine, dopo settimane di tumulto, è stato finalmente formato il governo. La recente volatilità è stata innescata dagli eventi del 27 maggio, quando il Presidente Sergio Mattarella si è opposto alla nomina del Ministro delle Finanze eletto dalla coalizione, portando il processo per la formazione di un governo a un temporaneo ma immediato stop. Il Ministro nominato, Paolo Savona, aveva espresso in passato opinioni "euroscettiche", ma poiché il posizionamento dell'Italia nell'Eurozona non è stato oggetto di dibattito in campagna elettorale (né tantomeno era incluso nei contratti politici dei due partiti), il Presidente Mattarella ha invece richiesto un governo tecnico, con al vertice Carlo Cottarelli, per portare il paese a nuove elezioni, possibilmente a settembre. Con Paolo Savona ora nominato Ministro degli Affari Europei, la nuova lista dei Ministri incaricati è stata accettata dal Presidente Mattarella, permettendo la formazione del governo.

Uno dei dubbi chiave per gli investitori è dato dal fatto che la decisione di Mattarella possa essere utilizzata dai partiti populistici per sostenere che il risultato delle elezioni sia stato capovolto da pressioni esterne, il che significa che ogni elezione successiva può essere vista come un voto a favore o contro l'uscita dell'Italia dall'Eurozona. Noi riteniamo che Mattarella abbia deciso di opporsi alla nomina di

## AUTORI



### ANDREW HARMSTONE

Managing Director  
Lead Portfolio Manager  
Global Balanced Risk  
Control Team



### MANFRED HUI

Executive Director  
Portfolio Manager  
Global Balanced Risk  
Control Team



### CHRISTIAN GOLDSMITH

Executive Director  
Portfolio Specialist  
Global Balanced Risk  
Control Team

Savona per obbligare i due partiti a chiarire le loro idee per quanto riguarda la loro posizione sull'euro prima di formare un governo.

Infatti, vi sono diverse ragioni per cui è improbabile che i due partiti possano prendere posizioni anti-euro:

- La maggioranza degli italiani è a favore dell'euro, come suggerisce il più recente sondaggio: il 60% degli italiani sceglierebbe di mantenere la valuta europea. Del restante 40%, solo il 20% vorrebbe uscire dall'attuale valuta, mentre l'altro 20% è indeciso<sup>1</sup>;
- La maggior parte di coloro che votano Lega è situata nel nord del paese, regione che ha tratto maggior beneficio dall'euro, ed è anche quella che sarebbe più propensa ad un voto a favore dell'euro;
- La Costituzione Italiana non permette referendum su trattati internazionali, come quello di adesione all'Eurozona. Portare avanti una campagna anti-EU potrebbe implicare o un cambiamento della costituzione, o un'uscita totale dall'Unione Europea.

Inoltre riteniamo che poiché i partiti populistici stanno ottendendo ottimi riscontri nei sondaggi, non c'è alcun incentivo politico per toccare un argomento così controverso e impegnativo. Infatti, dopo l'annuncio di domenica scorsa di Mattarella, entrambi i capi di partito hanno chiarito che non intendono far lasciare l'euro al paese, ma preferiscono un dialogo costruttivo per cercare di migliorare la situazione dall'interno. Perciò, mentre può verificarsi una volatilità nel breve termine, riteniamo che i recenti sviluppi possano eliminare l'incertezza sulla posizione dell'Italia nei confronti dell'euro.

La rinnovata alleanza tra il Movimento 5 Stelle e la Lega del Nord è un contratto simile a quello già stipulato in precedenza, ma con un minore pericolo di uscita dall'euro, poiché obbligati a chiarire prima le loro opinioni sull'argomento.

Questo risultato ci sembra un miglioramento della situazione rispetto a settimana scorsa, e non vediamo nel nostro scenario più probabile un'ulteriore intensificazione significativa di rischio.

## Reazione del Mercato

Gli spread tra BTp e Bund si sono allargati moderatamente nel corso degli eventi (lo spread era approssimativamente 200bps in data venerdì 25 maggio<sup>2</sup>), dopo essere emersi i dettagli del contratto di alleanza tra i due partiti populistici, nonostante i dubbi relativi al debito pubblico italiano, dato il programma fiscale proposto particolarmente aggressivo. I dettagli includono l'introduzione di un sistema di *flat tax*, il "reddito di cittadinanza", per aiutare i disoccupati, e la modifica della riforma Fornero sulle pensioni, introdotta nel 2011 per alleviare il carico pensionistico sulle finanze dello stato. A seguito dell'annuncio di Mattarella, lo spread BTP-Bund è aumentato drasticamente, fino a toccare oltre i 300bps intragiornalieri in data martedì 29 maggio<sup>2</sup>.

Nella nostra opinione, è corretto che lo spread sia più ampio rispetto a quello di aprile 2018, dal momento che entrambi i partiti populistici potrebbero peggiorare la situazione fiscale dell'Italia. Tuttavia, l'ammontare dei recenti movimenti di spread non è stato totalmente giustificato dai fondamentali economici, ma più che altro amplificato da un aumento dell'incertezza politica in Spagna, che ha deteriorato il *sentiment* di

---

<sup>1</sup> Fonte: Il Giornale, 20 May 2018.

<sup>2</sup> Fonte: Bloomberg.

## MARKET PULSE

mercato in generale, e, ancora più rilevante, la reazione impulsiva di una percezione del rischio di una possibile uscita dall'euro da parte dell'Italia. Il picco di rendimenti su due anni che abbiamo visto a inizio settimana (il più ampio movimento intragiornaliero dal 1996), è stato guidato soprattutto dalla paura di una rottura dall'euro e inasprito da scarsa liquidità. Le pressioni sui titoli obbligazionari italiani hanno avuto peso anche sulle performance del mercato azionario, soprattutto sui finanziari europei, poiché questi detengono una porzione significativa di debito italiano. Come già evidenziato in precedenza, riteniamo che un'uscita dell'Italia dall'euro sia improbabile, perciò ci aspettiamo una inversione dello spread dopo questi movimenti estremi. Oggi (30 maggio 2018) l'asta dei titoli di stato Btp a 5 e 10 anni rinforza la nostra opinione.

### Conclusioni sull'Italia

Riteniamo che il quadro macroeconomico dell'Italia sia leggermente migliorato negli ultimi anni, con una riduzione del budget deficit, un piano attuale di QE, e una crescita economica in ripresa che ha portato alla stabilizzazione del rapporto debito su PIL. La parte di NPL sui mutui totali è inoltre diminuita nel corso dell'anno precedente. Dal momento che 'Italexit' non è il nostro scenario base, il modesto rafforzamento dell'economia italiana e la costante ripresa dell'economia globale ci ha portato a considerare improbabile un ritorno dello spread sui BTP italiani ai massimi del 2012. Inoltre, il rischio di contagio dovrebbe essere limitato, grazie ad un miglioramento dello scenario interno ed esterno all'Eurozona. Detto ciò, riteniamo che la situazione politica nel paese rimanga fluida, e sia da garanzia agli investitori che al momento rimangono all'erta.

### Posizionamento del portafoglio totale

La nostra asset allocation è il maggior driver di rendimento, ed il nostro fondo è altamente diversificato. Perciò, nonostante continuiamo a considerare nella nostra analisi eventi rischiosi, come quelli avvenuti in Italia, ed ogni loro impatto relativo, la nostra opinione rimane positiva, e fondamentalmente a favore di un'economia globale forte.

Con riferimento specifico ai nostri fondi comuni, qui sotto l'asset allocation target per ognuno dei nostri quattro Luxembourg SICAV Funds, al 30 maggio 2018:

	VOLATILITY TARGET P.A. <sup>1</sup>	EQUITY %	FIXED INCOME %	COMMODITIES %	CASH %
MS INV F Global Balanced Risk Control Fund	4% – 10%	63.5	32.5	3.0	0.5
MS INV F Global Balanced Income Fund	4% – 10%	63.5	32.5	3.5	0.5
MS INV F Global Balanced Fund	4% – 10%	63.0	32.0	3.5	1.5
MS INV F Global Balanced Defensive Fund	2% – 6%	30.5	63.5	3.0	3.0

Source: Global Balanced Risk Control team, Morgan Stanley Investment Management.

Allocations are subject to change on a daily basis and without notice.

MS INV F standards for Morgan Stanley Investment Funds.

1. Volatility targets are indicative ranges. There is no assurance that these targets will be attained.

### RISK CONSIDERATIONS

There is no assurance that the Strategy will achieve its investment objective. Portfolios are subject to market risk, which is the possibility that the market values of securities owned by the portfolio will decline and that the value of portfolio shares may therefore be less than what you paid for them. Accordingly, you

## MARKET PULSE

can lose money investing in this portfolio. Please be aware that this strategy may be subject to certain additional risks. There is the risk that the Adviser's **asset allocation methodology and assumptions** regarding the Underlying Portfolios may be incorrect in light of actual market conditions and the Portfolio may not achieve its investment objective. Share prices also tend to be volatile and there is a significant possibility of loss. The portfolio's investments in **commodity-linked notes** involve substantial risks, including risk of loss of a significant portion of their principal value. In addition to commodity risk, they may be subject to additional special risks, such as risk of loss of interest and principal, lack of secondary market and risk of greater volatility, that do not affect traditional equity and debt securities. **Currency fluctuations** could erase investment gains or add to investment losses. **Fixed-income securities** are subject to the ability of an issuer to make timely principal and interest payments (credit risk), changes in interest rates (interest-rate risk), the creditworthiness of the issuer and general market liquidity (market risk). In a rising interest-rate environment, bond prices may fall. **Equity and foreign securities** are generally more volatile than fixed income securities and are subject to currency, political, economic and market risks. Equity values fluctuate in response to activities specific to a company. Stocks of **small-capitalization companies** carry special risks, such as limited product lines, markets and financial resources, and greater market volatility than securities of larger, more established companies. The risks of investing in **emerging market** countries are greater than risks associated with investments in foreign developed markets. **Exchange traded funds (ETFs)** shares have many of the same risks as direct investments in common stocks or bonds and their market value will fluctuate as the value of the underlying index does. By investing in exchange traded funds ETFs and other **Investment Funds**, the portfolio absorbs both its own expenses and those of the ETFs and Investment Funds it invests in. Supply and demand for ETFs and Investment Funds may not be correlated to that of the underlying securities. **Derivative instruments** can be illiquid, may disproportionately increase losses and may have a potentially large negative impact on the portfolio's performance. A **currency forward** is a hedging tool that does not involve any upfront payment. The use of **leverage** may increase volatility in the Portfolio. **Diversification** does not protect you against a loss in a particular market; however, it allows you to spread that risk across various asset classes.

**DISTRIBUTION**

**This communication is only intended for and will only be distributed to persons resident in jurisdictions where such distribution or availability would not be contrary to local laws or regulations.**

**United Kingdom:** Morgan Stanley Investment Management Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England. Registered No. 1981121. Registered Office: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, authorised and regulated by the 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, United Arab Emirates. Telephone: +97 (0)14 709 7158). **Germany:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Frankfurt Deutschland (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italy:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) is a branch of Morgan Stanley Investment Management Limited, a company registered in the UK, authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA), and whose registered office is at 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) with seat in Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italy, is registered in Italy with company number and VAT number 08829360968. **The Netherlands:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Netherlands. Telephone: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management is a branch office of Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom. **Switzerland:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch Authorised and regulated by the Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Registered with the Register of Commerce Zurich CHE-115.415.770. Registered Office: Beethovenstrasse

33, 8002 Zurich, Switzerland, Telephone +41 (0) 44 588 1000. Facsimile Fax: +41(0)44 588 1074.

**Hong Kong:** This document has been issued by Morgan Stanley Asia Limited for use in Hong Kong and shall only be made available to "professional investors" as defined under the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap 571). The contents of this document have not been reviewed nor approved by any regulatory authority including the Securities and Futures Commission in Hong Kong. Accordingly, save where an exemption is available under the relevant law, this document shall not be issued, circulated, distributed, directed at, or made available to, the public in Hong Kong.

**Singapore:** This document may not be circulated or distributed, whether directly or indirectly, to persons in Singapore other than to (i) an accredited investor (ii) an expert investor or (iii) an institutional investor as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore ("SFA"); or (iv) otherwise pursuant to, and in accordance with the conditions of, any other applicable provision of the SFA.

**Australia:** This publication is disseminated in Australia by Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL No. 314182, which accept responsibility for its contents. This publication, and any access to it, is intended only for "wholesale clients" within the meaning of the Australian Corporations Act.

**IMPORTANT INFORMATION**

**EMEA: This marketing communication has been issued by Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England No. 1981121. Registered Office: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.**

Any index referred to herein is the intellectual property (including registered trademarks) of the applicable licensor. Any product based on an index is in no way sponsored, endorsed, sold or promoted by the applicable licensor and it shall not

have any liability with respect thereto. The indices are unmanaged and do not include any expenses, fees or sales charges. It is not possible to invest directly in an index.

All investments involve risks, including the possible loss of principal. The material contained herein has not been based on a consideration of any individual client circumstances and is not investment advice, nor should it be construed in any way as tax, accounting, legal or regulatory advice. To that end, investors should seek independent legal and financial advice, including advice as to tax consequences, before making any investment decision.

The views and opinions expressed are those of the portfolio management team at the time of writing/of this presentation and are subject to change at any time due to market, economic, or other conditions, and may not necessarily come to pass. These comments are not representative of the opinions and views of the firm as a whole. Charts and graphs provided herein are for illustrative purposes only.

The information contained in this communication is not a research recommendation or 'investment research' and is classified as a 'Marketing Communication' in accordance with the applicable European regulation or Swiss regulation. This means that this marketing communication (a) has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research (b) is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

MSIM has not authorised financial intermediaries to use and to distribute this document, unless such use and distribution is made in accordance with applicable law and regulation. MSIM shall not be liable for, and accepts no liability for, the use or misuse of this document by any such financial intermediary. If you are a distributor of the Morgan Stanley Investment Funds, some or all of the funds or shares in individual funds may be available for distribution. Please refer to your sub-distribution agreement for these details before forwarding fund information to your clients.

The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without MSIM' express written consent.

All information contained herein is proprietary and is protected under copyright law.

Morgan Stanley Investment Management is the asset management division of Morgan Stanley.

This document may be translated into other languages. Where such a translation is made this English version remains definitive. If there are any discrepancies between the English version and any version of this document in another language, the English version shall prevail.

## DISCLOSURES

The views and opinions are those of the author as of the date of publication and are subject to change at any time due to market or economic conditions and may not necessarily come to pass. Furthermore, the views will not be updated or otherwise revised to reflect information that subsequently becomes available or circumstances existing, or changes occurring, after the date of publication. The views expressed do not reflect the opinions of all portfolio managers at Morgan Stanley Investment Management (MSIM) or the views of the firm as a whole, and may not be reflected in all the strategies and products that the Firm offers.

Forecasts and/or estimates provided herein are subject to change and may not actually come to pass. Information regarding expected market returns and market outlooks is based on the research, analysis and opinions of the authors. These conclusions are speculative in nature, may not come to pass and are not intended to predict the future performance of any specific Morgan Stanley Investment Management product.

Except as otherwise indicated, the views and opinions expressed herein are those of the portfolio management team, are based on matters as they exist as of the date of preparation and not as of any future date, and will not be updated or otherwise revised to reflect information that subsequently becomes available or circumstances existing, or changes occurring, after the date hereof.

Certain information herein is based on data obtained from third party sources believed to be reliable. However, we have not verified this information, and we make no representations whatsoever as to its accuracy or completeness.

## MARKET PULSE

The information herein is a general communications which is not impartial and has been prepared solely for information and educational purposes and does not constitute an offer or a recommendation to buy or sell any particular security or to adopt any specific investment strategy. The material contained herein has not been based on a consideration of any individual client circumstances and is not investment advice, nor should it be construed in any way as tax, accounting, legal or regulatory advice. To that end, investors should seek independent legal and financial advice, including advice as to tax consequences, before making any investment decision.

Past performance is no guarantee of future results. Charts and graphs provided herein are for illustrative purposes only.

This communication is not a product of Morgan Stanley's Research Department and should not be regarded as a research recommendation. The information contained herein has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research and is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

This commentary is only intended for, and will be only distributed to, persons resident in jurisdictions where distribution or availability would not be contrary to local laws or regulations.

There is no guarantee that any investment strategy will work under all market conditions, and each investor should evaluate their ability to invest for the long-term, especially during periods of downturn in the market. Prior to investing, investors should carefully review the product's relevant offering document. There are important differences in how the strategy is carried out in each of the investment vehicles.