

Il dilemma dell'inflazione: a che punto siamo per quanto riguarda banche centrali e obbligazioni?

Marzo 2022

Comunicazione di marketing | Destinata esclusivamente a investitori professionali | Non destinata a ulteriore redistribuzione

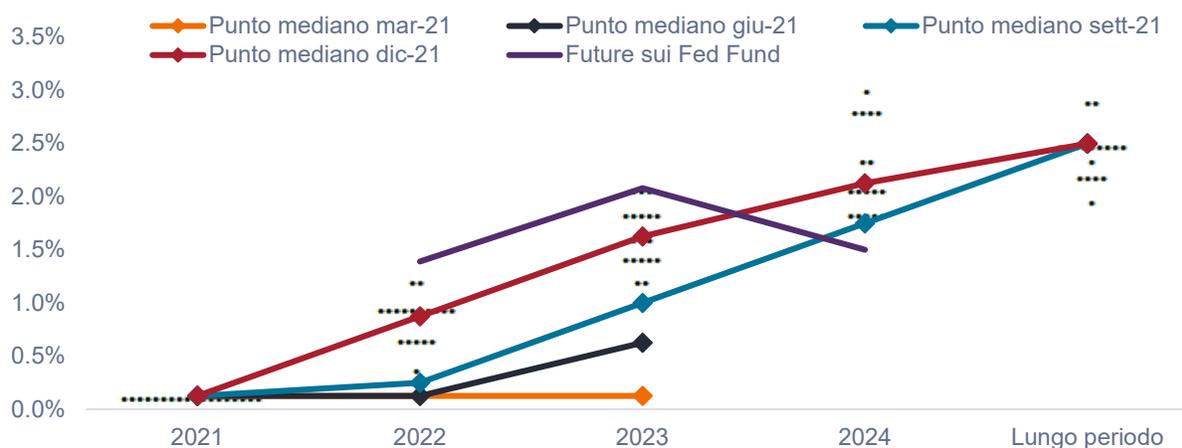
Con l'inflazione ai massimi da dieci anni, le banche sono indecise se rispondere alle realtà attuali e il cercare di prevedere l'inflazione e il contesto economico a medio termine. In questo studio, Jim Cielinski, Global Head of Fixed Income, esaminerà i potenziali rischi e effetti sulle obbligazioni. Le aree chiave trattate comprendono:

- ▶ La traiettoria dei cambiamenti, mentre i banchieri centrali mettono in dubbio la propria storia "transitoria", oltre alla crescente divergenza a livello politico.
- ▶ Il rischio di errori politici mentre le economie si adeguano ai fattori favorevoli delle riaperture ma affrontano difficoltà tali da compensarli a causa del fiscal drag, della riduzione dei redditi reali e delle crescenti pressioni dei costi sulle società.
- ▶ Le potenziali implicazioni per asset creditizi sensibili ai tassi e più rischiosi.

Un cambio di direzione

Come diceva lo stratega militare prussiano Helmuth von Moltke (il vecchio) nel diciannovesimo secolo, "nessun piano sopravvive al contatto con il nemico." Per quanto riguarda le banche centrali alle prese con un'inflazione elevata, le loro aspettative e azioni politiche hanno dovuto subire una brusca revisione. Solo un anno fa, nella sua riunione del marzo 2021, la Federal Reserve (Fed) USA prevedeva ancora che non ci sarebbero stati aumenti dei tassi nel 2023, e men che meno nel 2022, secondo il punto mediano del dot plot delle previsioni dei funzionari della Fed. Nel dot plot più recente (dicembre 2021 - v. oltre), la Fed suggeriva tre aumenti dei tassi nel 2022 e ci aspettavamo un'ulteriore revisione al rialzo nella riunione della Fed del marzo 2022. Il repentino cambiamento di posizione della Fed è stato superato solo da quello del mercato, che, il 10 febbraio 2022 – subito dopo la pubblicazione dell'indice dei prezzi al consumo (CPI) USA al 7,5% – prevedeva quasi sette aumenti di 25 punti base da parte della Fed quest'anno.¹ Considerando gli attuali future Fed Fund come proxy di mercato, le previsioni sono che la Fed accelererà sul fronte dell'aumento dei tassi quest'anno mentre vedremo un'attenuazione per il 2024.

Figura 1: Proiezioni del punto medio del dot plot Fed



Fonte: Bloomberg, Federal Reserve USA, 28 febbraio 2022 ¹Fonte: Bloomberg, World interest rate probability, 10 febbraio 2022.

FAIT Compiuto

Può sembrare bizzarro che la Fed abbia dovuto procedere al quantitative easing in febbraio, quando il CPI USA era al di sopra del 7%, imponendo contemporaneamente al mercato un aumento dei tassi d'interesse a marzo per contenere l'inflazione stessa. La Fed è caduta nella sua stessa trappola. Il suo passaggio al Flexible Average Inflation Targeting (FAIT), reso noto nell'agosto 2020, stava ad indicare che la Fed era preparata a sopportare un'inflazione superiore alla media per compensare periodi di inflazione al di sotto della media. Pertanto, gran parte del 2021 è trascorsa a discutere dell'inflazione 'transitoria' mentre la Fed era convinta che l'inflazione nel sistema fosse largamente dovuta a una domanda eccezionale e all'interruzione delle forniture a causa del COVID. La bassa inflazione del 2020, insieme alle aspettative che l'inflazione sarebbe tornata a scendere nel giro di un paio d'anni ha lasciato spazio per questo approccio misurato alla rimozione dell'accomodamento della politica monetaria.

Avevamo avvertito che la Fed avrebbe sopportato un'inflazione più elevata e ci sono alcuni trade-off utili. Dopo il periodo della crisi legata al COVID, un periodo di inflazione offre alle società una qualche copertura all'approvazione di aumenti dei prezzi per contribuire a compensare le perdite degli ultimi anni. In secondo luogo, prezzi più elevati sostengono l'offerta e riducono la domanda, contribuendo ad accelerare un ritorno all'equilibrio sui mercati che non sono in equilibrio. In terzo luogo, riduce il valore reale delle obbligazioni – conveniente, considerato che i prestiti societari e di stato sono aumentati vertiginosamente durante la pandemia.

A fronte di ciò vi è l'aumento del costo della vita, che tende ad avere un impatto enorme sui gruppi a basso reddito considerata l'attuale propensione dell'inflazione a manifestarsi in settori di prima necessità come cibo, energia e affitti. In secondo luogo, spinge in alto i costi per le imprese, che, quando non possono essere trasferiti interamente sui clienti finali incideranno infine sugli utili e potranno richiedere livelli più elevati di capitale circolante. In terzo luogo, i debiti a tasso variabile diventeranno più costosi per famiglie, imprese e governi. Paesi come il Regno Unito, con un'elevata proporzione di debito pubblico indicizzato (21% a fine dicembre 2020)² sono più vulnerabili a quest'ultimo aspetto.

Tutto con moderazione. Per le economie, una bassa inflazione è verosimilmente preferibile a una bassa deflazione, in quanto un lieve aumento dei prezzi favorisce i consumi. Con un'inflazione eccessiva, tuttavia, i costi superano i benefici, ed è per questo che le banche centrali si sono accordate sul criterio guida di un livello di inflazione accettabile del 2% a/a. Con l'inflazione in continuo aumento, i mercati si sono convinti che la Fed era rimasta indietro e che avrebbe infine dovuto cambiare posizione.

Chi è rimasto indietro?

I mercati non aspettano. Hanno sostanzialmente scavalcato la Fed, fissando i prezzi a condizioni finanziarie più difficili prima che la banca centrale procedesse ad un aumento effettivo. Questo è evidente in tutti i mercati dei tassi, in cui i rendimenti del debito a breve termine sono aumentati rapidamente negli ultimi mesi, i tassi d'interesse dei prestiti ipotecari sono cresciuti bruscamente e gli spread creditizi si sono allargati a causa dei timori di una crescita potenzialmente più debole e della riduzione della liquidità.

Figura 2: Tabella dei movimenti dei mercati

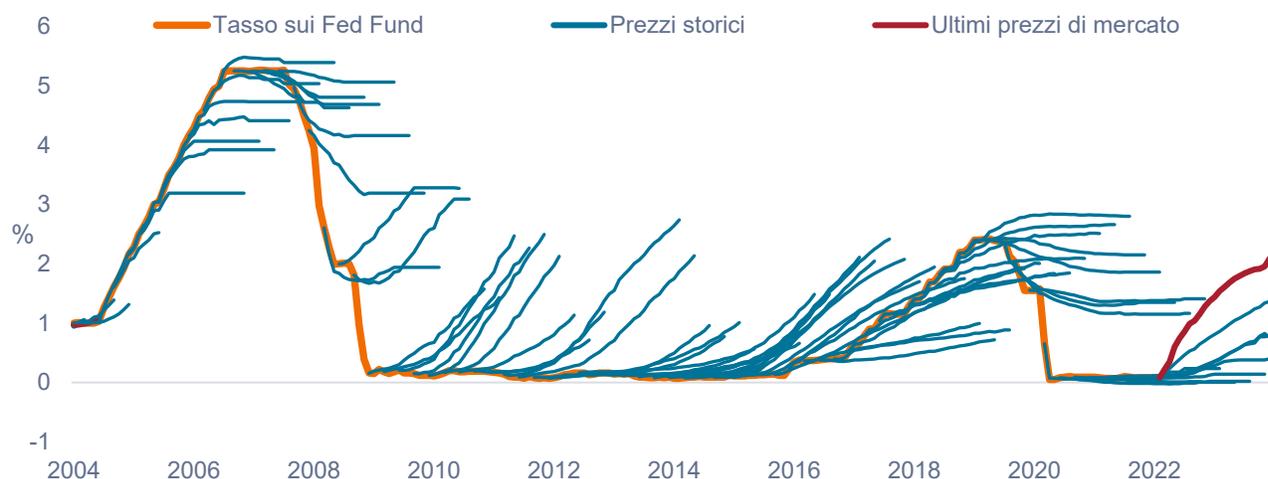
Indice	30 giu 2021	31 dic 2021	Attuale (28 feb 2022)
Rendimento degli US Treasury a 2 anni %	0,24	0,66	1,42
Rendimento degli US Treasury a 10 anni %	1,44	1,50	1,85
Tasso d'interesse sui prestiti ipotecari USA a trent'anni %	3,02	3,11	3,89
Spread creditizi sui titoli corporate US con rating BBB (pb)	107	121	160
Spread creditizi sui titoli corporate US con rating B (pb)	349	351	411

Fonte: Refinitiv Datastream, Benchmark rendimento dei Treasury a due e a dieci anni, rendimento di riscatto; Freddie Mac, tasso sui mutui ipotecari a trent'anni; ICE BofA US BBB Corporate Index e ICE BofA US B High Yield Index, spread creditizio = option adjusted spread su titoli di stato (Govt OAS) in punti base. Un punto base (pb) è pari a 1/100 di punto percentuale. 1 pb = 0,01%, 100 pb = 1%, al 28 febbraio 2022.

²Fonte: HM Treasury Debt Management - report 2021-22, marzo 2021

Una questione più significativa è ora se il mercato stia valutando correttamente il livello di aumento dei tassi. Storicamente, i mercati sono stati troppo impazienti di fissare i prezzi in condizioni di aumento dei tassi nel periodo successivo alle crisi finanziarie, il che consente di spiegare perché inizialmente hanno supportato la storia di transizione. Tuttavia, negli ultimi due cicli di aumento dei tassi il mercato ha fissato prezzi più elevati rispetto all'aumento dei tassi una volta che la Fed si è avviata ad alzare i tassi. Essendo rimasta verosimilmente indietro, la Fed potrebbe cercare di recuperare terreno. Il mercato ritiene che il dot plot di dicembre sia già superato e che la Fed porterà il tasso sui Fed fund vicino all'1,5% a fine 2022 e sopra il 2% per la fine del 2023, ma prevede che per la fine del 2024 la Fed invertirà la rotta e tornerà a tagliare i tassi.

Figura 3: Tasso sui Fed fund e prezzi storici dei forward



Fonte: BofA Global Research, Janus Henderson Investors, Bloomberg. I dati dei prezzi storici indicano le attese del mercato relativamente al tasso dei Fed fund per i prossimi 24 mesi. Ultimi prezzi di mercato al 28 febbraio 2022 che mostrano i prezzi dei Fed future al 31 dicembre 2023. I prezzi di mercato possono variare e le stime non sono garantite.

Quindi a che punto siamo?

Siamo in una fase di transizione, anche se prevediamo che l'inflazione aumenterà maggiormente rispetto alle stime della Fed e che sarà più persistente. Abbiamo rivisto le nostre valutazioni alla luce di una pluralità di fattori. Era chiaro che l'aumento dei costi per gli affitti avrebbe probabilmente fatto sì che il CPI USA restasse elevato. I prezzi delle commodity continuano a rimanere elevati ed è probabile che il conflitto in Ucraina porti a un ulteriore aumento dei prezzi dell'energia che, in quanto fattori di costo principali, incidono a loro volta su altri costi nell'economia.

Per quanto sia probabile che i conflitti incidano negativamente sugli asset ad alto rischio, è altresì probabile che prevalga il timore di un'inflazione elevata, anche se prevediamo che l'inflazione raggiungerà il suo massimo nei prossimi mesi. Nel brevissimo periodo, le banche centrali saranno ansiose di dimostrare che stanno facendo qualcosa, ed è questa la ragione del loro cambiamento aggressivo. Con un'inflazione elevata e un tasso di disoccupazione contenuto, riteniamo che un nuovo cambio di direzione della Fed, con un mancato aumento dei tassi in marzo, possa essere troppo dannoso per la sua credibilità per essere tollerato. Se non ora, quando? La Banca d'Inghilterra e la Reserve Bank della Nuova Zelanda sono già più avanti della Fed nell'ambito dei mercati sviluppati nell'aumento dei tassi d'interesse. I mercati emergenti sono anche più indietro sulla strada dell'aumento dei tassi, come illustrato nel nostro studio dal titolo "*Divergent Emerging Market outcomes in an uneven recovery*" (Esiti divergenti per i Mercati Emergenti in una ripresa disomogenea), pubblicato nella sezione *Insights* del nostro sito. In questo contesto, l'eccezione più significativa è costituita dalla Cina che, a quanto pare, sta cercando di allentare le restrizioni sul credito che hanno portato a un brusco rallentamento del mercato immobiliare lo scorso anno. La Banca Centrale Europea (BCE) continua a dover riequilibrare le esigenze di economie che si trovano in fasi di crescita diverse. Anche se l'inflazione è motivo di preoccupazione in tutta l'Eurozona, a causa degli sviluppi in Ucraina e degli elevati costi dell'energia in tutta Europa la BCE potrà essere riluttante a penalizzare l'economia con costi finanziari più elevati, per cui gli aumenti dei tassi rimarranno fuori dall'agenda per il 2022.

L'inflazione rimane un freno per l'economia, per quanto abbiamo alcuni dubbi sulla futura solidità dell'economia globale. Riteniamo che un abbassamento dell'inflazione negli ultimi mesi del 2022, con gli effetti di base che continuano a manifestarsi, insieme alle prove di un rallentamento della crescita, possa incoraggiare la Fed e altri a desistere dalla linea dura. Non saremmo sorpresi di vedere i rendimenti dei titoli di stato a medio termine tornare ai livelli di inizio anno. In effetti, è generalmente prima o in occasione dei cambiamenti di posizione delle banche centrali, per quanto minimi, che gli investitori attivi possono cercare di sfruttare il mispricing.

C'è molto lavoro ma i salari reali non stanno andando da nessuna parte

La Fed e le altre banche centrali desiderano impedire una spirale salari-prezzi in cui l'inflazione divenga ancorata alle domande di salari e fissazione dei prezzi. Il mercato del lavoro è forte e i salari sono in crescita ma, in generale, non stanno al passo con l'inflazione. Se il lavoratori non stanno meglio – e questa situazione può essere aggravata dal peggioramento degli effetti della ricchezza a causa del calo del mercato degli asset – è difficile prevedere che la crescita economica possa ripartire, soprattutto con il passaggio dallo stimolo fiscale derivante dalla spesa pubblica al fiscal drag.

Figura 4: Indice dei costi dell'occupazione e tasso di offerta di lavoro negli USA



Figura 5: Guadagni reali medi settimanali USA



Fonti per la Figura 4: Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, US Job Offerings Rate and Employment Cost Index, dal 31 dicembre 2006 al 31 dicembre 2021. Si noti che il tasso di offerta di lavoro è calcolato dividendo il numero di posizioni offerte per la somma dei posti di lavoro e delle posizioni offerte, per poi moltiplicare il quoziente per 100 e ottenere in tal modo il dato percentuale. L'indice dei costi dell'occupazione misura le variazioni dei costi delle retribuzioni (salari, bonus e benefit in natura) così come i costi indiretti come gli oneri previdenziali, i benefit sanitari, le imposte, etc.

Fonti per la Figura 5: Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, guadagni reali medi settimanali negli USA, variazione % a/a, rettificato stagionalmente, da gennaio 2008 a gennaio 2022.

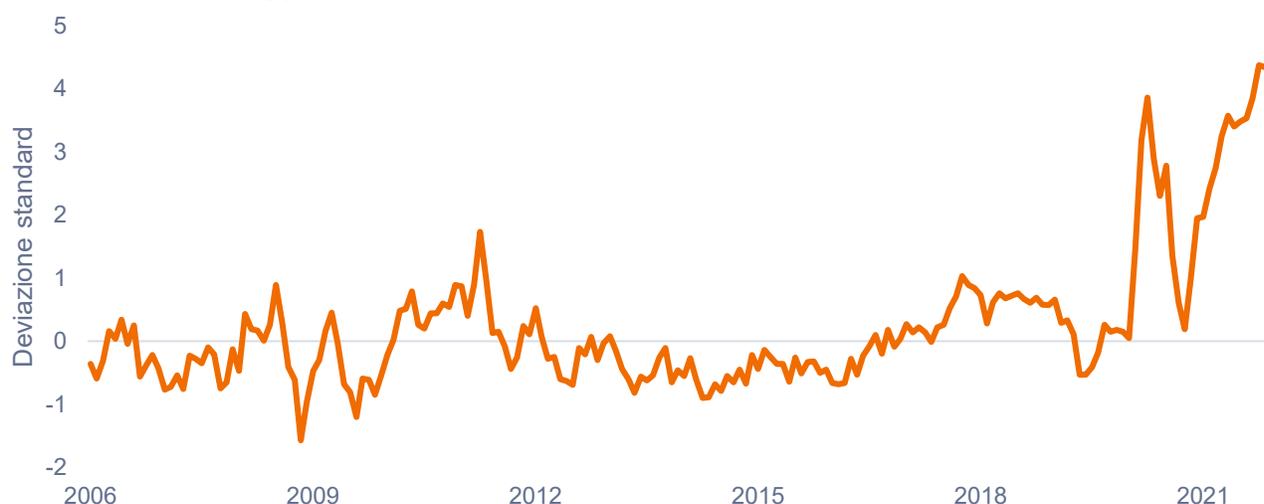
Il sentiment dei consumatori negli USA, nel Regno Unito, nell'Eurozona e in Cina si sta indebolendo. Anche se questo, in parte, può essere dovuto alle restrizioni per il COVID, sono in gioco altri fattori, uno dei più importanti dei quali è l'aumento del costo della vita. Lo scorso anno, le famiglie statunitensi stavano ancora ricevendo agevolazioni fiscali. La maggior parte di queste è stata spesa. La spesa pubblica in proporzione al PIL è destinata a calare mentre i paesi cercano di tenere il debito sotto controllo. Non è ancora chiaro se il Build Back Better Act del Presidente Biden sarà approvato dal Senato americano e, anche se lo fosse, è destinato ad essere fissato a un livello molto più basso rispetto a quanto inizialmente previsto. La costruzione dell'inventario è stato uno dei principali fattori trainanti della crescita nell'ultimo trimestre del 2021 e potrebbe essere un ostacolo nel primo trimestre del 2022. Nel Regno Unito, le imposte personali sono in aumento. Nel complesso, questi fattori, insieme al conflitto tra Russia e Ucraina, possono controbilanciare alcuni degli elementi positivi che si prevede possano provenire dalle economie che emergono dalle restrizioni del COVID.

Pressioni sulle filiere

I problemi a livello di supply chain si stanno attenuando, ma solo lentamente. Come emerge dal nuovo New York Fed Global Supply Chain Pressure Index, c'era la speranza che le difficoltà abbiano raggiunto il massimo alla fine dello scorso anno. Il Baltic Dry Index, che misura i costi di trasporto delle materie prime, è sceso ma gli indici Harpex sui costi dei noli marittimi delle spedizioni containerizzate continuano ad essere elevati. Mentre il COVID tende a non essere più una minaccia nell'Occidente, è ancora un problema in Asia, e si prevede che i problemi della supply chain continueranno. L'incertezza è aggravata dal conflitto tra Russia e Ucraina. Questi due paesi sono player chiave nel settore dell'energia, dei metalli, dei cereali e dei fertilizzanti. Oltre l'immediata interruzione causata dal conflitto, qualora le sanzioni dovessero aggravarsi o la Russia scegliesse di porre restrizioni alle esportazioni, tutto ciò potrebbe creare nuove difficoltà.

Le pressioni sulle supply chain possono ridursi rapidamente, come accaduto tra agosto e ottobre 2020 dopo l'attenuazione dei primi lockdown per il COVID (v. la Figura 6), ma un'interruzione prolungata implica che le pressioni dovute alle riduzioni delle forniture potrebbero essere meno rapide in futuro. Le pressioni sulla supply chain stanno contribuendo all'inflazione, ma le banche centrali dovrebbero riconoscere che i tassi d'interesse sono un'arma spuntata per affrontare i costi delle forniture, in quanto possono incidere solo sul lato della domanda dell'equazione.

Figura 6: Global Supply Chain Pressure Index della Fed di New York



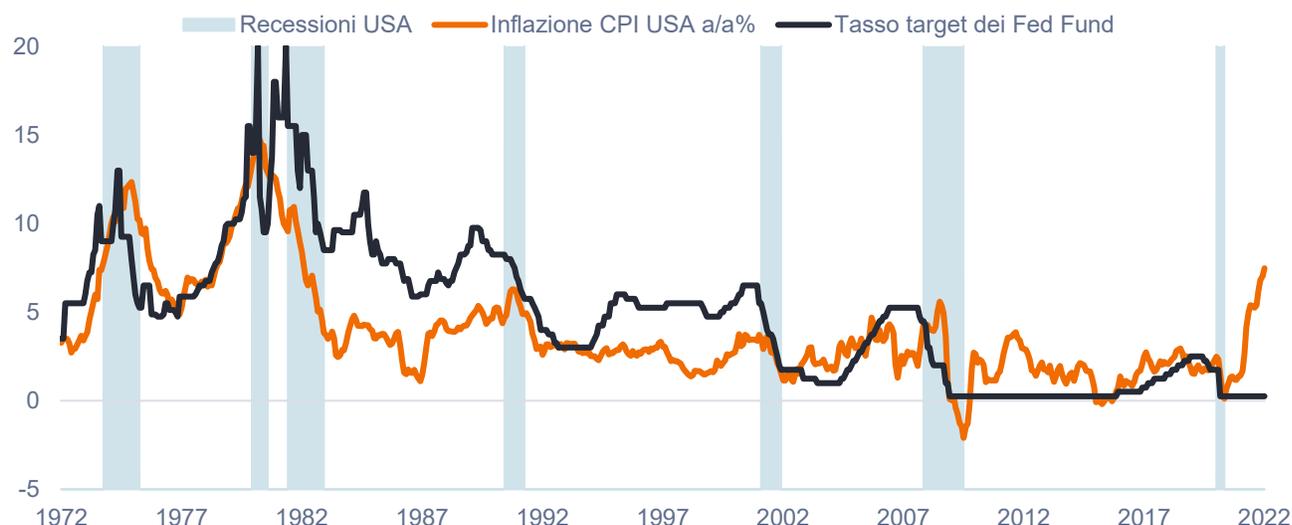
Fonte: New York Federal Reserve, Bloomberg, da gennaio 2006 a dicembre 2021.

L'outlook generale per l'economia globale nel 2022 appare quindi meno sereno, e questo prima dell'effetto ritardato degli oneri finanziari. Siamo quindi a rischio di un errore politico?

Siamo all'inizio di una recessione?

Le banche centrali desideravano lasciare che la ripresa dal COVID si radicasse, anche se questo voleva dire accettare un'inflazione più alta. Ora, il timore è che le banche centrali, essendo rimaste indietro e avendo potenzialmente ecceduto nell'abbassare i tassi, rischino il whipsaw dell'economia alzando i tassi in maniera troppo aggressiva e trascinando l'economia in recessione. È un difficile equilibrio, reso più complicato dall'incertezza che circonda il conflitto tra Russia e Ucraina. Per come stanno le cose, con i timori inflazionistici ancora prevalenti, ed escludendo una grave escalation, è difficile credere che il conflitto possa indurre le banche centrali dei mercati sviluppati a rinunciare ad aumentare i tassi. Come si può vedere dalla tabella seguente, in passato combinazioni di inflazione e alti tassi d'interesse non hanno avuto in generale esiti positivi, sebbene si possa assistere ad una crescita dell'economia per periodi di tempo prolungati in queste condizioni. Sarebbe insolito entrare in recessione dopo che è trascorso così poco tempo dalla recessione precedente, anche se i primi anni '80 si sono rivelati come l'eccezione alla regola.

Figura 7: Inflazione, tassi e recessioni negli USA



Fonte: Janus Henderson Investors, Bloomberg, dal 31 gennaio 1972 al 31 gennaio 2022. Le aree colorate indicano i periodi di recessione negli USA come riportato dal National Bureau of Economic Research.

I mercati temono che la Fed alzerà troppo i tassi. L'appiattimento della curva dei rendimenti negli USA, man mano che i tassi a breve termine aumentano e quelli a medio termine rimangono relativamente invariati o scendono, è indicativo del fatto che i mercati obbligazionari non sono convinti che la Fed riuscirà a raggiungere il suo tasso di equilibrio a lungo termine del 2,5%. Sospettiamo che il tasso neutrale - vale a dire il tasso coerente con la piena occupazione, crescita dei trend e prezzi stabili, vale a dire né accomodativo né restrittivo - sia inferiore al 2,5%, non in ultimo a causa del maggior peso del debito nel sistema.

La curva dei rendimenti si sta appiattendo – non dappertutto

È facile adottare una visione americanocentrica del mondo. Mentre la curva dei rendimenti USA si sta abbassando marcatamente, la curva dei rendimenti in Germania si è impennata come non si era mai visto negli ultimi tre anni. Questo riflette la posizione che la BCE aspetterà ad alzare i tassi nel 2022. L'aumento dei tassi – o una minore riduzione degli stessi – nell'Eurozona deve essere perseguito in primis attraverso la conclusione dei programmi di acquisto di asset, anche se la debolezza della crescita di offerta di moneta potrebbe indurre la BCE a differire la riduzione del quantitative easing.

Figura 8: La curva dei rendimenti si sta impennando in Germania mentre è in calo negli USA

Differenza tra lo spread dei titoli di stato a 2 anni e quelli a 10 anni



Fonte: Bloomberg, differenziale degli spread dei titoli di stato a due e a dieci anni, dal 28 febbraio 2017 al 28 febbraio 2022.

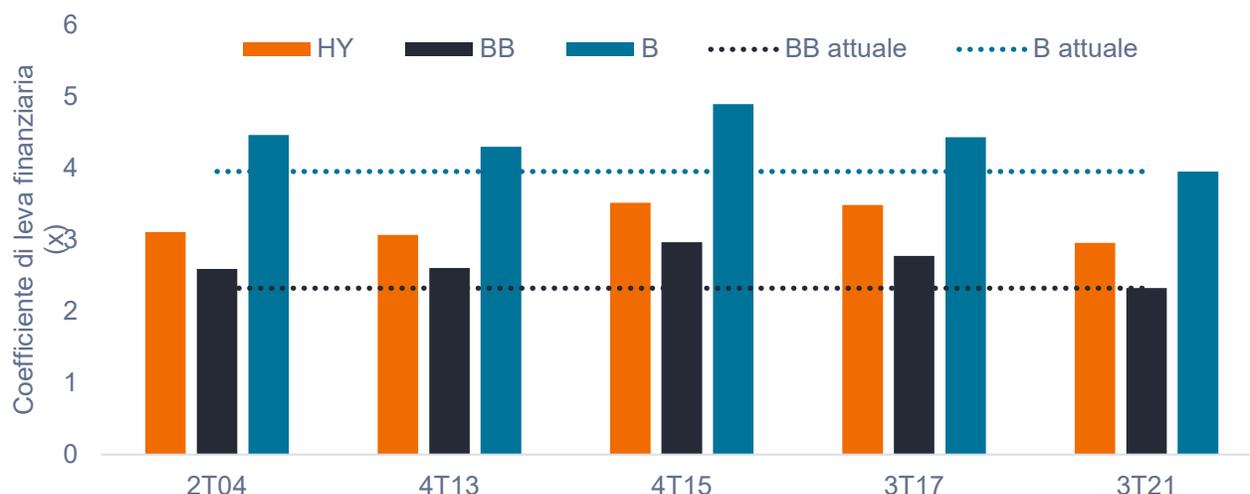
Il front end della curva dei rendimenti negli USA sta quindi cominciando ad apparire interessante, in particolare se la nostra opinione che una crescita più debole e l'inflazione in calo dal suo massimo impone di rivalutare il percorso di riduzione dei tassi delle banche centrali. Il verbale della riunione di politica della Fed del dicembre 2021 ha anche accennato a come le riduzioni del bilancio della Fed (quantitative tightening) possano tendenzialmente essere utilizzate in parallelo alle modifiche ai tassi di interesse per limitare l'appiattimento della curva dei rendimenti durante la normalizzazione politica. Prevediamo di ottenere maggiori informazioni in occasione della riunione politica di marzo in cui si deciderà se e quando le riduzioni di bilancio possano avere inizio; tuttavia, almeno per ora, riteniamo che le decisioni sul quantitative tightening USA rimangano relativamente isolate dal conflitto tra Russia e Ucraina.

Prospettiva creditizia

I fondamentali creditizi continuano ad essere solidi. La maggior parte degli utili sono stati elevati e l'outlook relativo ai default rimane basso. Tuttavia, gli spread creditizi si sono allargati. Questo riflette potenzialmente una minor fiducia nella crescita in futuro. Gli utili potrebbero non essere al loro massimo ma la crescita degli utili sta chiaramente rallentando. La guidance delle società ha avuto una posizione meno rialzista nell'ultimo ciclo di report trimestrali per effetto dell'aumento di pressione dei costi. La geopolitica avrà giocato un ruolo, ma anche così il nervosismo intorno alle banche centrali potrebbe soffocare la crescita.

Gli spread creditizi europei si sono allargati di più dei quelli USA.³ Questo riflette verosimilmente una maggiore incertezza sulle implicazioni del conflitto tra Russia e Ucraina, considerati i maggiori collegamenti economici tra Russia ed Europa e le corrispondenti difficoltà che le sanzioni applicate alla Russia porranno a carico delle società europee. Cosa molto interessante, dai recenti minimi, in proporzione agli spread di partenza, l'allargamento degli spread creditizi è stato relativamente più significativo nei titoli investment grade rispetto a quelli high yield.³ Questo può essere spiegato in parte dall'iniziale rigore che ha caratterizzato i titoli investment grade ma anche dalla composizione dei mercati, con la maggiore ponderazione dei titoli high yield sull'energia che contribuisce ad attenuare le difficoltà. I titoli high yield entrano nell'attuale ciclo di rigore con un indebitamento netto ai minimi storici (debito come multiplo di utili prima di interessi, imposte, ammortamento e svalutazione). Tuttavia, dobbiamo considerare che se i costi non possono essere trasferiti, l'indebitamento netto potrebbe iniziare a risalire se gli utili diminuiscono.

Figura 9: L'indebitamento netto dei titoli USA high yield non è mai sceso entrando in recente ciclo di riduzione dei tassi



Fonte: Morgan Stanley Research, Bloomberg, S&P Capital IQ, 2004 = aumento dei tassi, 4T13 = tapering, 4T15 = aumento dei tassi, 3T17 = quantitative tightening, al 21 gennaio 2022.

³Fonte: Bloomberg, ICE BofA US Corporate Index, ICE BofA Euro Corporate Index, ICE BofA US High Yield Index, ICE BofA Euro High Yield Index, Govt OAS, variazioni degli spread nei sei mesi fino al 28 febbraio 2022.

Nel breve periodo, i titoli a tasso variabile possono offrire un investimento più allettante, ma gli investitori dovrebbero considerare che, nel lungo periodo, tassi più elevati comportano maggiori rischi di credito per le società con alti livelli di indebitamento a tasso variabile.

SINTESI

Il tragico conflitto tra Russia e Ucraina non dovrebbe modificare in modo significativo il percorso politico delle banche centrali. I timori inflazionistici continueranno a prevalere, con una conseguente attenuazione degli interventi di riduzione dei tassi che sono stati chiaramente preannunciati nei mesi scorsi. Tuttavia, riteniamo che una crescita più debole nel corso dell'anno porterà a far fare marcia indietro rispetto a certe posizioni aggressive.

- ▶ Le banche centrali sono rimaste indietro ma rischiano di causare problemi all'economia se abbasseranno troppo i tassi di fronte a una crescita debole.
- ▶ I rischi geopolitici tendono a stabilizzarsi rapidamente e, al di fuori dei paesi e delle società direttamente coinvolti, non dovrebbero lasciare un premio al rischio duraturo sugli asset.
- ▶ Riteniamo che cominci a emergere il valore nei tassi, in particolare nel front end della curva dei rendimenti USA, se la nostra valutazione dell'economia è corretta.
- ▶ Spread creditizi più allargati stanno creando sacche di valore, ma indicazioni crescenti che le banche centrali stanno cambiando nuovamente posizione dovrebbero offrire una forte indicazione di acquisto.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Le opinioni riportate sono aggiornate alla data di pubblicazione. Hanno scopo unicamente informativo e non devono essere usate o interpretate come una consulenza fiscale, legale o di investimento né come un'offerta di

vendita, una sollecitazione di un'offerta d'acquisto o una raccomandazione di acquisto, vendita o detenzione di qualsivoglia titolo, strategia di investimento o segmento di mercato. Nessuna parte del presente materiale deve essere considerata una prestazione diretta o indiretta di servizi di gestione degli investimenti specifici per le esigenze di un determinato cliente. Le opinioni e gli esempi sono proposti a illustrazione di tematiche più ampie e non rappresentano un'indicazione sulle operazioni da eseguire, sono soggetti a variazioni e potrebbero non riflettere l'opinione di altri soggetti dell'entità. Non si intende suggerire, in modo implicito o esplicito, che le opinioni o gli esempi forniti siano o siano stati inseriti in un qualsiasi portafoglio. Non è possibile garantire che le previsioni siano corrette e che le informazioni fornite siano complete o tempestive, né si offrono garanzie in merito ai risultati derivanti dal loro utilizzo. Salvo quanto altrimenti indicato, Janus Henderson Investors è la fonte dei dati e ritiene di poter fare affidamento sulle informazioni e sui dati ottenuti da terzi. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. Investire comporta dei rischi, fra cui la possibile perdita del capitale e la fluttuazione del valore.**

Non tutti i prodotti o servizi sono disponibili in tutte le giurisdizioni. Il presente materiale e le informazioni in esso contenute possono essere soggetti a vincoli di legge e potrebbe non essere consentito riprodurli o farvi riferimento senza espresso consenso scritto o utilizzarli in una giurisdizione o in determinate circostanze in cui tale utilizzo non sia legale. Janus Henderson non è responsabile di eventuali distribuzioni non consentite dalla legge del presente materiale o di parte di esso a soggetti terzi. I contenuti non sono stati approvati né autorizzati da alcun ente normativo.

Janus Henderson Investors è la denominazione con cui vengono forniti prodotti e servizi di investimento nelle seguenti giurisdizioni dalle società indicate: (a) Europa da Janus Capital International Limited (reg. n. 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg. n. 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg. n. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (reg. n. 2606646), (ciascuno registrato in Inghilterra e Galles all'indirizzo 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE e regolamentato dalla Financial Conduct Authority) e Henderson Management S.A. (reg. n. B22848 all'indirizzo 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Lussemburgo e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier) (b) USA da consulenti degli investimenti registrati presso la SEC controllati da Janus Henderson Group plc, (c) Canada tramite Janus Henderson Investors US LLC esclusivamente per investitori istituzionali in certe giurisdizioni, (d) Singapore da Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (registrazione aziendale n. 199700782N). Questa comunicazione promozionale o pubblicazione non è stata rivista dalla Monetary Authority of Singapore; (e) Hong Kong da Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Questo documento non è stato rivisto dalla Securities and Futures Commission of Hong Kong; (f) Taiwan R.O.C da Janus Henderson Investors Taiwan Limited, (operante indipendentemente), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, n. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Tel: (02) 8101-1001. Licenza SICE approvata numero 023, emessa nel 2018 dalla Financial Supervisory Commission, (g) Corea del Sud da Janus Henderson Investors (Singapore) Limited solo a Investitori Professionali Qualificati (come definiti nel Financial Investment Services and Capital Market Act e nei regolamenti collegati); (h) Giappone da Janus Henderson Investors (Japan) Limited, società regolamentata dalla Financial Services Agency e registrata come Financial Instruments Firm che svolge Investment Management Business, Investment Advisory e Agency Business e Type II Financial Instruments Business, (i) Australia e Nuova Zelanda da Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518 e dai suoi organismi collegati, tra cui Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) e Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268; (j) Medio Oriente da Janus Capital International Limited, società regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority quale Representative Office. Non si effettuano transazioni in Medio Oriente, per qualsiasi informazione in merito si prega di contattare Janus Henderson. Le conversazioni telefoniche potrebbero essere registrate a fini di reciproca tutela, per migliorare il servizio offerto ai clienti e per finalità normative di conservazione della documentazione.

Al di fuori degli USA: Riservato agli investitori istituzionali, professionali, qualificati e sofisticati, ai distributori qualificati, agli investitori all'ingrosso e ai clienti all'ingrosso come definiti dalla giurisdizione applicabile. Non destinato alla distribuzione né alla consultazione da parte del pubblico. Comunicazione di marketing.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Intech, Knowledge Shared e Knowledge Labs sono marchi commerciali di Janus Henderson Group plc o di una delle sue controllate. © Janus Henderson Group plc