

# Mercati Emergenti: non giudichiamoli in base agli indici aggregati

OBBLIGAZIONARIO | TEAM EMERGING MARKETS DEBT | MARKET PULSE | 21 maggio 2018

Un recente articolo di Bloomberg<sup>1</sup> che cita l'economista Carmen Reinhart ha sollevato dei dubbi sullo stato di salute delle economie dei mercati emergenti. Nel seguente commento, il team Emerging Market Debt di Morgan Stanley Investment Management analizza alcune delle affermazioni formulate da Reinhart e altri comuni preconcetti sui mercati emergenti.

***"Lo stato complessivo delle economie [dei mercati emergenti (ME)] è molto più precario oggi rispetto a cinque anni fa e certamente più di quanto non fosse al tempo della crisi finanziaria globale."***

Non abbiamo accesso alla fonte dei dati su cui Reinhart basa questa affermazione, ma sospettiamo che il peggioramento di cui parla sia in parte attribuibile al consistente peso dell'economia cinese nel complesso emergente. Si è parlato molto del fatto che la Cina stia attraversando una fase di transizione verso un'economia meno dipendente dagli investimenti e più orientata ai consumi, il che inevitabilmente comporta un rallentamento della crescita e una riduzione dell'avanzo delle partite correnti, oltre a esercitare un forte impatto sugli indici della regione nel complesso.

La quota che la Cina rappresenta nell'universo d'investimento del mercato del reddito fisso emergente è però molto più piccola rispetto alla percentuale del PIL cinese in rapporto al prodotto interno lordo della regione (la Cina al momento rappresenta lo 0% dell'indice JP Morgan GBI-EM, il 9% del JP Morgan EMBIG e l'8% del JP Morgan CEMBI, mentre ben il 31% del PIL complessivo dei ME è generato dalla Cina). Per questo motivo, senza voler sottovalutare l'importanza della Cina nell'economia globale, abbiamo ricalcolato i valori delle principali variabili macroeconomiche della regione (utilizzando i dati del World Economic Outlook (WEO) del Fondo monetario internazionale (FMI)), tenendo conto della quota che la Cina rappresenta in ciascuno dei tre indici che abbiamo scelto come benchmark del debito emergente. A nostro parere, questi parametri rettificati rappresentano infatti un indicatore più efficace della performance macroeconomica dei mercati emergenti in un'ottica di investimento.

## AUTORI

### ERIC BAURMEISTER

*Managing Director*

*Team Emerging Markets Debt*

### SAHIL TANDON

*Executive Director*

*Team Emerging Markets Debt*

### MARIANO PANDO

*Executive Director*

*Team Emerging Markets Debt*

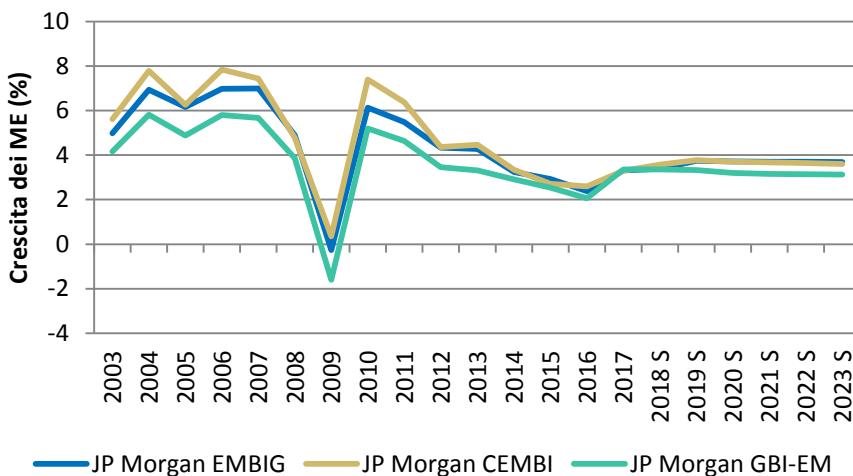
### TEAL EMERY

*Vice President*

*Team Emerging Markets Debt*

<sup>1</sup> Harvard's Reinhart Says Emerging Markets Worse Than '08 Crisis, Bloomberg, 16 maggio 2018.

**Figura 1 - La crescita è più lenta che in passato, ma è più sostenibile e in espansione.**

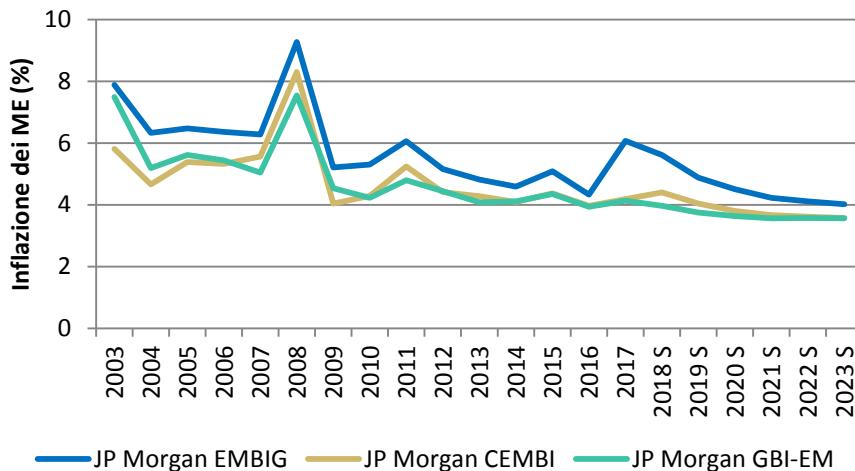


Gli indici riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare le caratteristiche di alcun investimento specifico. Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. Fonte: WEO FMI, MSIM. Dati al 30 aprile 2018.

La Figura 1 mostra che in base a questi indici aggregati rettificati oggi la crescita dei ME è inferiore rispetto al 2013 e al 2008. Tuttavia, a differenza di queste due fasi in cui erano in contrazione, queste economie si stanno ora espandendo e nei prossimi anni l'attività dovrebbe accelerare conseguendo una crescita pari al 4%. Inoltre, oggi la crescita globale è generalmente più solida e uniforme, considerato che tre quarti delle economie mondiali evidenziano un andamento positivo. Al contrario, in passato era stata l'economia statunitense a fare da locomotiva, mentre Eurozona e Giappone attraversavano una fase di ristagno. Una crescita mondiale più sincronizzata è di buon auspicio per la sostenibilità e la durata della ripresa globale, di cui le economie emergenti potrebbero approfittare per ricostituire le riserve finanziarie, ridurre l'indebitamento eccessivo e riformare il quadro politico interno.

Per finire, la scelta stessa del 2008 come parametro di riferimento è discutibile, in particolare per quanto riguarda la crescita. Infatti, nel 2008 i mercati emergenti stavano per entrare nella prima fase della crisi finanziaria globale e, per tale motivo, il ritmo dell'espansione economica era chiaramente insostenibile, come dimostrano il rallentamento della crescita e il calo dell'inflazione l'anno successivo.

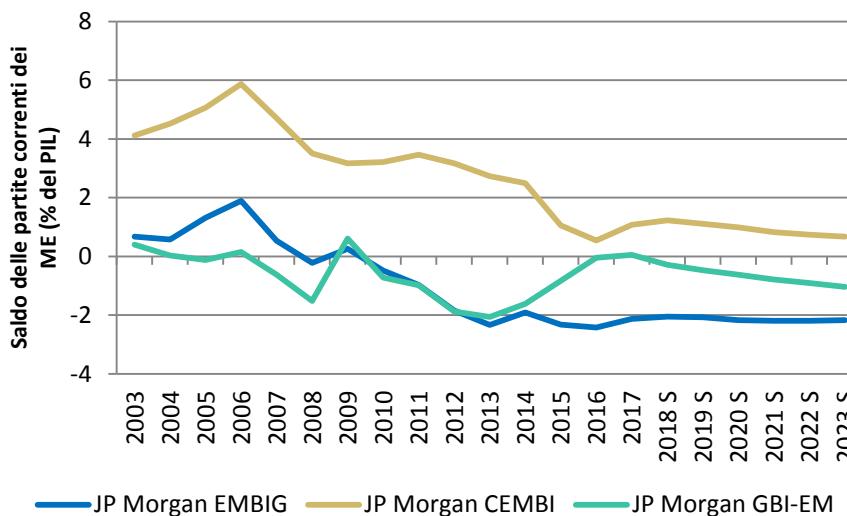
**Figura 2 - Il quadro inflazionario è indiscutibilmente migliore rispetto al 2008 o al 2013.**



Gli indici riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare le caratteristiche di alcun investimento specifico. Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. Fonte: WEO FMI, MSIM. Dati al 30 aprile 2018.

In termini di inflazione, oggi i Paesi Emergenti sono in condizioni decisamente migliori rispetto a cinque anni fa o al periodo della crisi finanziaria globale. Il quadro politico più solido nelle grandi economie come Russia e Brasile (grazie a regimi monetari basati su un obiettivo di inflazione), gli impatti favorevoli sul lato dell'offerta (generi alimentari) e l'apprezzamento delle valute della regione sono tutti fattori che hanno contribuito a ridurre gradualmente l'inflazione nella regione. Il calo dell'inflazione ha consentito alle economie emergenti di allentare la politica monetaria e stimolare la crescita. L'impennata del tasso d'inflazione registrata nel 2017 dai mercati emergenti è attribuibile all'Argentina, che assieme al Venezuela (caso eccezionale non compreso nei dati) ha segnato la maggiore accelerazione dei prezzi in assoluto del complesso emergente. I dati ricavati utilizzando le ponderazioni degli indici JP Morgan GBI-EM o JP Morgan CEMBI (dove il peso dell'Argentina è inferiore) mostrano una tendenza disinflazionistica molto più evidente che, a nostro avviso, è destinata a proseguire nei prossimi anni.

**Figura 3 - I disavanzi delle partite correnti sono nel complesso perfettamente gestibili.**



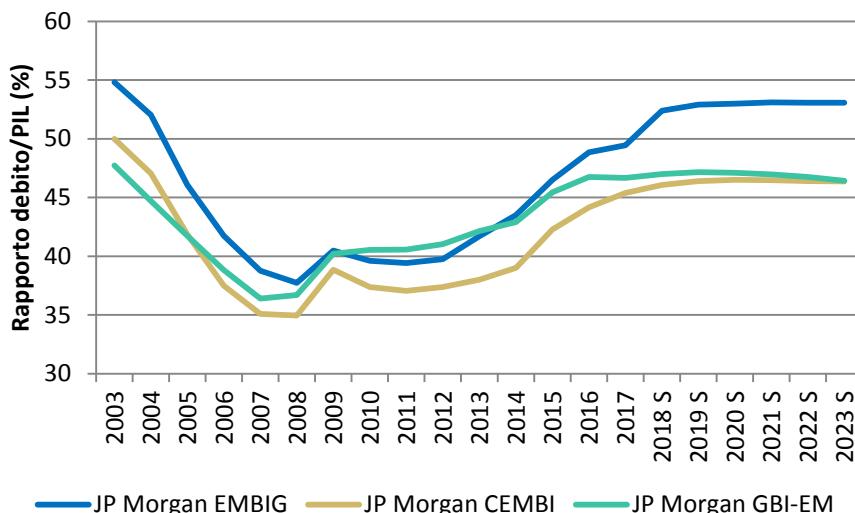
Gli indici riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare le caratteristiche di alcun investimento specifico. Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. Fonte: WEO FMI, MSIM. Dati al 30 aprile 2018.

I saldi esteri, rappresentati dall'avanzo commerciale in percentuale del PIL, non appaiono particolarmente preoccupanti nel complesso. Al contrario, dopo il "taper tantrum" sono addirittura migliorati o si sono mantenuti attorno a livelli perfettamente gestibili. Infatti, l'anno scorso il saldo della bilancia commerciale della regione nel complesso si è riportato in pareggio rispetto al disavanzo del 2% del 2013. Ciò è dovuto al successo degli sforzi compiuti dai maggiori Paesi Emergenti - come Indonesia, Brasile e Sudafrica, che in passato facevano parte dei cosiddetti "Fragili Cinque" (in quanto vulnerabili agli sviluppi esterni) - per ribilanciare le rispettive economie.

L'ultima considerazione relativa ai deficit delle partite correnti riguarda la teoria economica. I modelli intertemporali delle partite correnti<sup>2</sup> prevedono disavanzi di parte corrente nelle economie in via di sviluppo: il comportamento ottimale che dovrebbe tenere un Paese il cui reddito aumenterà in futuro e ha accesso ai mercati dei capitali consiste nel contrarre debiti oggi per sostenere i consumi attuali e utilizzare la ricchezza così creata per rimborsare in futuro i prestiti contratti. In altre parole, anche se al momento il Paese registra un disavanzo commerciale in futuro genererà saldi positivi che saranno utilizzati per il rimborso del debito. Per tale motivo, un temporaneo deficit di parte corrente non ci sembra un problema, in particolare se i fondi presi a prestito vengono investiti per finanziare attività produttive che stimoleranno la produzione futura, migliorando quindi la capacità di rimborsare i prestiti contratti.

<sup>2</sup> Obstfeld, M. e K. Rogoff, Foundations of International Macroeconomics, MIT Press, 1996.

**Figura 4 - Il debito pubblico è aumentato, ma la sua struttura è decisamente migliore.**



Gli indici riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare le caratteristiche di alcun investimento specifico. Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. Fonte: WEO FMI, MSIM. Dati al 30 aprile 2018.

Per quanto concerne il debito pubblico, il commento di Reinhart appare giustificato dai dati. A prescindere dalle ponderazioni applicate, i coefficienti debito pubblico/PIL sono innegabilmente più alti rispetto al periodo anteriore alla crisi finanziaria e al “taper tantrum”, e secondo l’FMI potrebbero continuare a salire, stabilizzandosi verso il 2020. È interessante notare che il debito dei Paesi Emergenti dovrebbe stabilizzarsi su livelli inferiori alla soglia del 60% del PIL (individuata da Reinhart e Rogoff<sup>3</sup>), oltre la quale il debito inizia a frenare la crescita del PIL.

Tuttavia, a parte il livello di indebitamento, anche la composizione valutaria del debito pubblico è importante. Le economie emergenti sono riuscite a rimediare con sempre maggior successo al “peccato originale”<sup>4</sup> (cioè l’impossibilità di un Paese di assumere prestiti nella valuta nazionale), come dimostra la rapida crescita dei mercati del debito in valuta locale di molte di queste nazioni. L’accesso a finanziamenti in valuta locale protegge le economie emergenti da shock esterni (e/o dal rafforzamento del dollaro) e riduce inoltre la necessità di prendere misure costose per compensare le vulnerabilità legate al peccato originale (ad esempio, la copertura dei prestiti in valuta estera tramite l’accantonamento di ampie riserve è costosa e genera un carry negativo, ma anche le restrizioni al conto capitale per assicurare il rimborso del debito sono onerose).

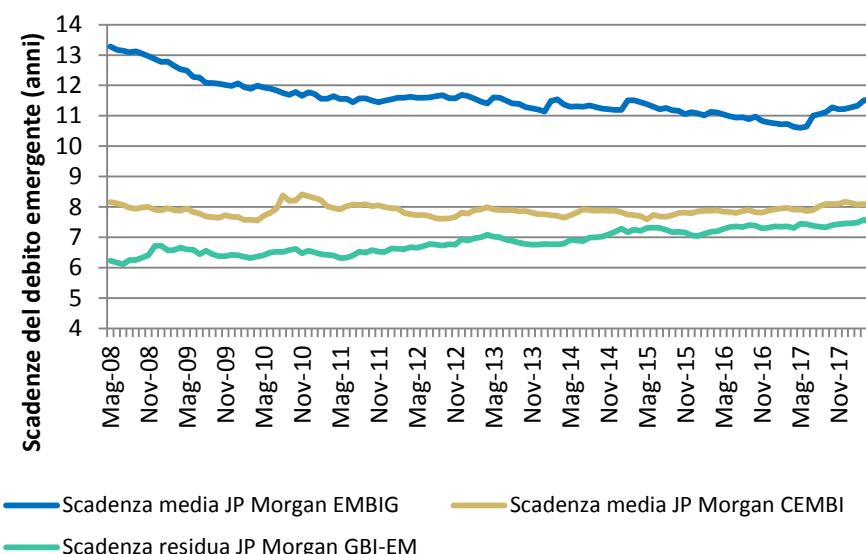
<sup>3</sup> Reinhart, C. e K. Rogoff, *Growth in a time of debt*, NBER, 2010.

<sup>4</sup> Eichengreen, B., Hausmann R., e U. Panizza, *Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption*, 2002.

Ed infine, è vero che il debito pubblico è maggiore che in passato, ma è altrettanto vero che i costi di finanziamento (sia per i governi, in valuta forte e locale, che per le aziende) sono scesi, in particolare rispetto al 2008. Inoltre, la struttura media delle scadenze del debito dei mercati emergenti sembra aggirarsi attorno a 12 anni in base alle ponderazioni dell'indice JP Morgan EMBIG e a 7-8 anni rispettivamente sulla base degli indici JP Morgan GBI-EM e CEMBI. Scadenze medie più lunghe contribuiscono ad attenuare i timori sui rinnovi e consentono di beneficiare di tassi bassi per un periodo di tempo maggiore. Inoltre, la tendenza negativa della scadenza media ponderata dell'indice JP Morgan EMBIG osservata l'anno scorso è attribuibile in larga misura all'ingresso di nuovi emittenti nell'indice, le cui emissioni sono in genere di minori dimensioni e hanno scadenze più brevi. Le economie emergenti di importanza sistematica come Messico o Sudafrica hanno invece sostanzialmente allungato le rispettive strutture delle scadenze del debito nel corso degli ultimi dieci anni.

Inoltre, come abbiamo spiegato nel precedente paragrafo, oggi i Paesi emergenti possono finanziarsi con emissioni in valuta locale e sono in grado di collocare obbligazioni di questo tipo con scadenze sempre più lunghe, per questo il profilo del loro debito pubblico è più solido che in passato.

**Figura 5 - Una struttura delle scadenze lunga attenua i rischi di rinnovo dei prestiti.**



Gli indici riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare le caratteristiche di alcun investimento specifico. Fonte: JP Morgan. Dati al 30 aprile 2018.

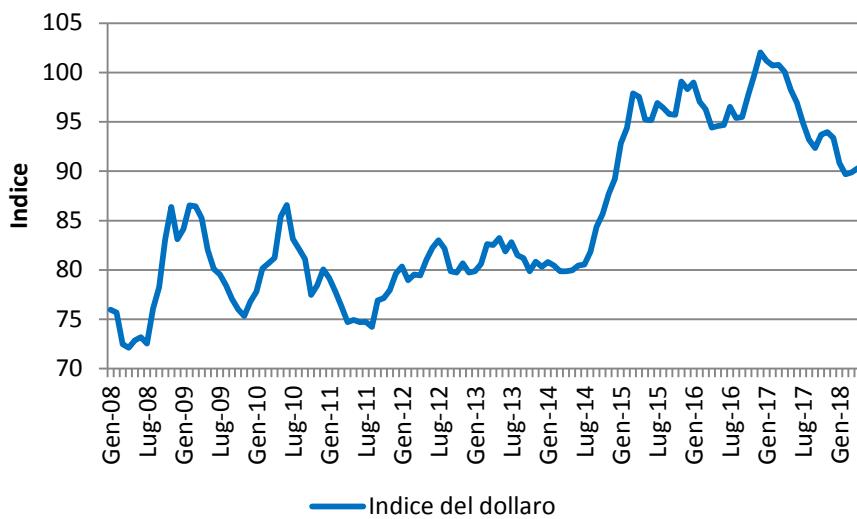
*"L'inflazione è legata ai tassi d'interesse. Non è inflazione endogena. È una conseguenza della politica monetaria statunitense. Maggiore è la stretta, maggiori sono le attese di un aumento dei tassi e questo amplifica le ripercussioni sui mercati emergenti".*

Non siamo d'accordo. Il Federal Open Market Committee (FOMC) della Fed ha iniziato ad alzare i tassi nel 2015, mentre nel frattempo la Banca Centrale Europea (BCE) e la Banca del Giappone hanno mantenuto una politica monetaria relativamente espansiva. In tutto questo periodo non vi sono state "ripercussioni negative amplificate" sui mercati emergenti in generale. Al contrario, molte valute emergenti si sono invece apprezzate rispetto al dollaro, grazie alla riduzione degli spread sul debito in valuta forte, e molte banche centrali della regione hanno tagliato i tassi a fronte del calo dell'inflazione.

*"Se gli Stati Uniti inaspriscono la politica monetaria e le altre economie non seguono il loro esempio, il dollaro si apprezza. Di conseguenza l'impatto è doppio. Anche le ripercussioni sulle valute sono importanti: il debito dei mercati emergenti è denominato per oltre due terzi in dollari, un livello superiore al passato a causa dei prestiti contratti dalla Cina".*

Innanzitutto, resta da vedere se l'attuale rafforzamento del dollaro sia permanente o meno. Gli sgravi fiscali negli Stati Uniti introdotti in questa fase avanzata del ciclo economico, con il tasso di disoccupazione ai minimi storici e nessun segnale palese di rallentamento della crescita, potrebbero esacerbare gli squilibri macroeconomici e influire negativamente sul deficit commerciale futuro, nel qual caso il dollaro perderebbe terreno. Inoltre il biglietto verde appare sopravvalutato su base ponderata per gli scambi commerciali, il che non lascia molto spazio di manovra per un ulteriore rafforzamento di entità rilevante.

**Figura 6 - Il rafforzamento del dollaro è permanente o temporaneo?**



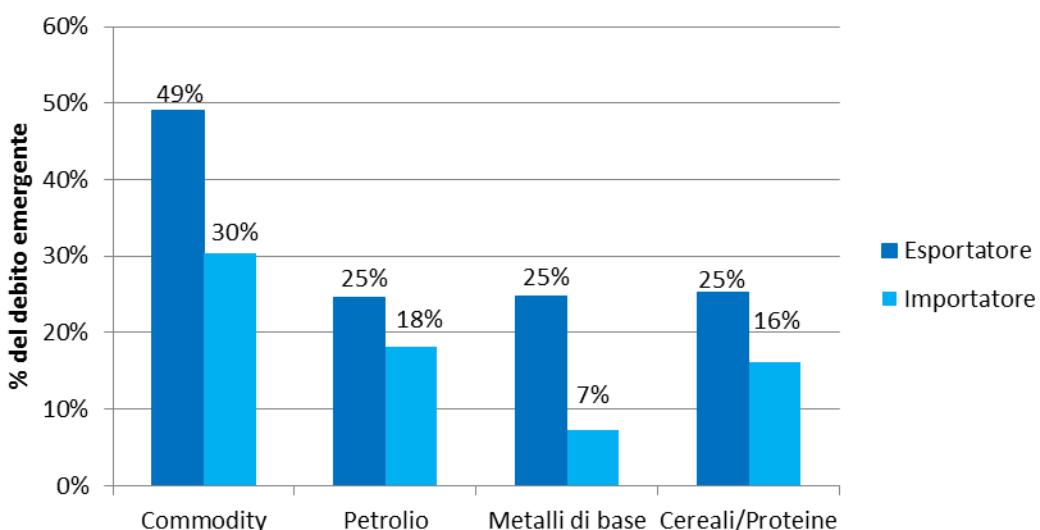
Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 30 aprile 2018.

Anche i motivi dell'apprezzamento del dollaro sono importanti. Se la forza del biglietto verde è dovuta a un'impennata dell'avversione al rischio globale, che spinge

gli investitori a cercare rifugio negli attivi di qualità, riteniamo indubbiamente che penalizzerà le economie e i mercati dei Paesi emergenti (deprezzamento delle valute, spread e rendimenti più alti). Se invece è riconducibile alle prospettive di crescita della maggiore economia mondiale, le ripercussioni positive per i Paesi Emergenti compenserebbero gli impatti negativi del dollaro forte. Il quadro attuale, di rialzo dei rendimenti dei Treasury e prezzi delle commodity elevati (con il greggio attorno a 80 dollari al barile), depone chiaramente a favore della seconda tesi.

Inoltre, l'aumento delle quotazioni petrolifere ha effetti diversi nei vari Paesi e crea vincitori e vinti anche tra le economie emergenti. Difatti, come mostra il grafico in basso, le nazioni esportatrici di petrolio rappresentano una quota consistente dell'indice JP Morgan EMBIG (25%), leggermente maggiore di quelle importatrici<sup>5</sup>. Per di più, questa eterogeneità interessa anche altri gruppi di commodity, come ad esempio metalli di base e cereali/proteine, sottolineando l'esigenza di un'analisi più granulare delle economie emergenti.

**Figura 7 - Non tutti i mercati emergenti sono uguali. La diversa esposizione alle commodity ha creato vincitori e vinti anche tra questi Paesi.**



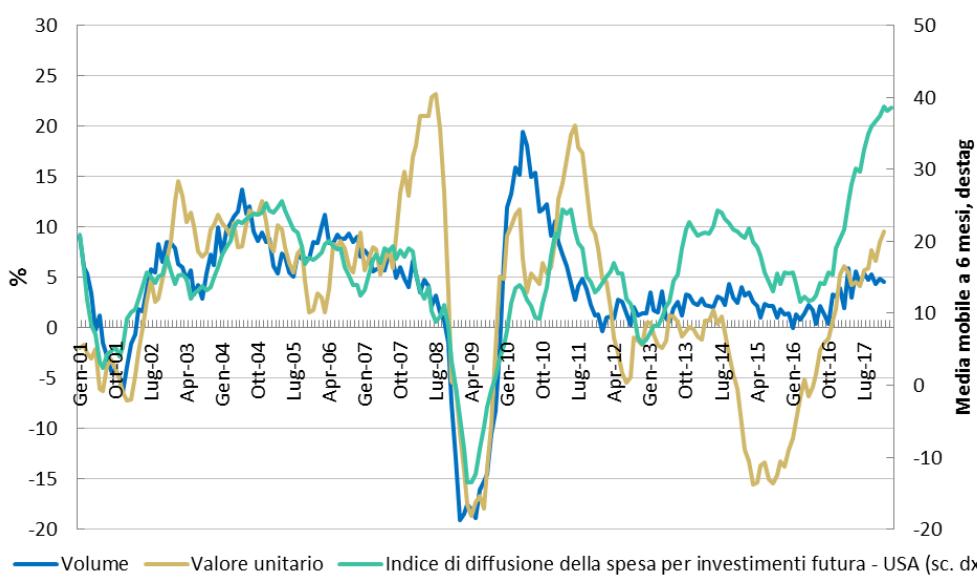
Fonte: JP Morgan. Dati al 20 luglio 2017.

Ed infine, dato che le commodity sono quotate in USD, tipicamente la loro correlazione con il dollaro è negativa. Tuttavia, ora le cose sembrano essere cambiate: l'ultima fase di rafforzamento del biglietto verde (+4%), iniziata un mese fa, si accompagna a prezzi del greggio e delle derrate agricole più alti (rispettivamente +11% e 8% per Brent e WTI e +7% e 4% per frumento e mais).

<sup>5</sup> JP Morgan. Presentazione degli indici EMBI del settore delle commodity. Luglio 2017. I Paesi esportatori/importatori di commodity sono quelli le cui esportazioni di commodity rappresentano almeno il 10% dell'import/export.

Per di più, la riforma fiscale approvata l'anno scorso dal Congresso statunitense offre ingenti incentivi alla spesa per investimenti delle aziende (grazie alla possibilità di detrarre dal reddito i nuovi investimenti, al taglio delle aliquote d'imposta marginali sulle società e al passaggio verso un sistema fiscale territoriale). La ricerca condotta dall'FMI<sup>6</sup> dimostra che gli investimenti aziendali nei Paesi Sviluppati hanno una correlazione positiva con gli scambi globali. Per tale motivo, molte economie aperte di piccole dimensioni dell'universo emergente dovrebbero beneficiare della riforma fiscale negli Stati Uniti.

**Figura 8 - Ripresa del commercio globale e della spesa per investimenti nei mercati sviluppati**



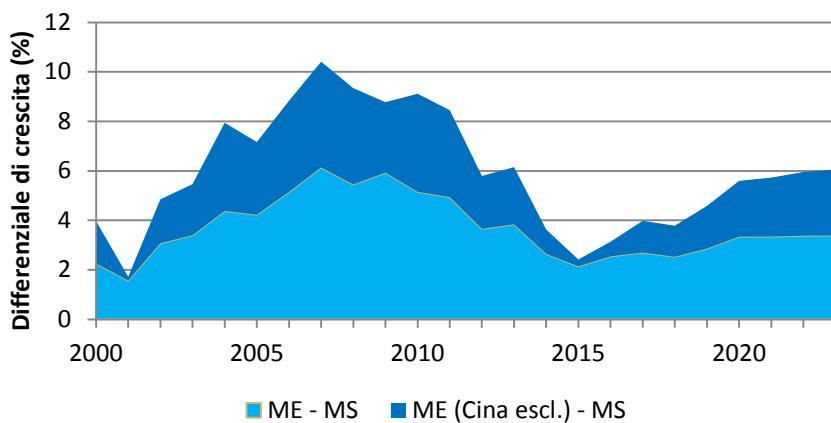
***"Esaminando i flussi di capitali verso i mercati emergenti si nota che sono strettamente collegati alla volatilità. Non solo per un certo periodo i tassi d'interesse sono rimasti bassi, ma la volatilità è stata del tutto assente. La volatilità sta aumentando e nessuno di questi fattori è di buon auspicio per i flussi di capitali verso i Paesi Emergenti".***

Non solo la volatilità, ma anche i rendimenti attesi corretti per la volatilità. Dopo l'ultima correzione le valutazioni delle emissioni in valuta forte e in valuta locale dei Paesi Emergenti appaiono più convenienti. Per di più le monete emergenti hanno perso circa il 7% negli ultimi tre mesi, passando da livelli prossimi al fair value a leggermente sottovalutate (salvo quelle che risentono di rischi idiosincratici come il peso messicano, oggi particolarmente conveniente in base ai fondamentali). Inoltre,

<sup>6</sup> FMI, World Economic Outlook, capitolo 2: Global Trade: What's behind the Slowdown?, ottobre 2016.

i flussi verso i mercati emergenti presentano una correlazione positiva con i differenziali di crescita tra Paesi Emergenti e Sviluppati<sup>7</sup> e, a nostro avviso, nei prossimi anni, non appena i mercati più grandi come India, Brasile e Russia si saranno ripresi dalle ultime correzioni/recessioni, gli spread saranno più favorevoli alle economie emergenti.

**Figura 9 - I differenziali di crescita lasciano ben sperare per gli afflussi di capitali verso i mercati emergenti**



Fonte: WEO FMI. Dati ad aprile 2018.

## CONSIDERAZIONI SUI RISCHI

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del portafoglio sarà raggiunto. I Portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal Portafoglio diminuisca e sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarli. Di conseguenza l'investimento in questo Portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa altresì presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi.

I **titoli obbligazionari** risentono della capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), delle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), del merito di credito dell'emittente e delle 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 più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di tassi d'interesse in diminuzione, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. Le **obbligazioni high yield (dette anche "junk bond")** sono titoli con rating inferiori che possono comportare un rischio di credito e di liquidità maggiore. I **titoli esteri** sono soggetti a rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli

<sup>7</sup> Hannan, S., The drivers of capital flows in Emerging Markets Post Global Financial Crisis, Documento di lavoro dell'FMI 17/52, 10 marzo 2017.

## MARKET PULSE

investimenti nei **Paesi Emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei Paesi Sviluppati esteri. I **titoli di debito sovrani** sono soggetti al rischio di insolvenza. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere materialmente sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato. L'uso della **leva finanziaria** può accentuare la volatilità del Portafoglio. I **titoli vincolati e illiquid** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità).

## MARKET PULSE

### DEFINIZIONI DEGLI INDICI

L'indice **JP Morgan Government Bond Index-Emerging Markets (GBI- EM)** è un indice ampio dei mercati emergenti globali denominati in valuta locale, è composto da titoli di Stato denominati in valuta locale, negoziati regolarmente, liquidi e a tasso fisso, e include soltanto i paesi che offrono accesso al proprio mercato dei capitali agli investitori esteri (non comprende Cina e India).

L'indice è ponderato per la capitalizzazione di mercato, con un tetto massimo del 10% per ciascun singolo Paese.

L'indice **JPM Corporate Emerging Markets Bond Index-Broad Diversified (CEMBI)** 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. I rendimenti mostrati per i periodi antecedenti al 28 settembre 2015 si riferiscono al JP Morgan Emerging Markets Bond Global Index, il benchmark del comparto prima della fusione.

L'indice **JPM Emerging Markets Bond Global (EMBGI)** riproduce il rendimento totale degli strumenti di debito in valuta estera negoziati nei mercati emergenti ed è una versione ampliata dell'EMBI+. Come l'EMBI+, l'Indice EMBI Global include obbligazioni Brady denominate in dollari USA, prestiti ed Eurobond con valore nominale in circolazione minimo di USD 500 milioni.

### INFORMAZIONI IMPORTANTI

**La performance passata non è garanzia di risultati futuri.** I rendimenti di cui si parla nel commento sono quelli degli indici di riferimento e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico.

Le opinioni, previsioni e stime espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale e possono variare in qualsiasi momento in virtù di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura. Inoltre le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni resesi disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le opinioni espresse non riflettono i giudizi di tutti i gestori di portafoglio 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 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. Tuttavia non abbiamo verificato tali informazioni e non ci esprimiamo in alcun modo circa la loro accuratezza o completezza.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale e tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo ed educativo e non sono da intendersi quale offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una specifica strategia d'investimento. 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.

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.

### DISTRIBUZIONE

**Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non siano vietate dalle leggi locali e dalle normative vigenti.**

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

**Regno Unito** – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. Registrazione n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **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). **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), e con sede legale in 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, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Amsterdam, Paesi Bassi. Telefono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dalla Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Registrata presso il 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.

**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,

## MARKET PULSE

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 dalla SFA. **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.

**Giappone** – Il presente documento è fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. (“MSIMJ”) concernenti mandati discrezionali di gestione degli investimenti (“IMA”) e mandati di consulenza di investimento (“IAA”) e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni od offerte relative a qualsiasi 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, ecc., dei 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.

La gestione fiduciaria degli investimenti è soggetta ai rischi intrinseci degli investimenti fiduciari, come ad esempio il rischio di oscillazioni dei prezzi delle azioni e di altri titoli, ecc. Altri rischi possono comprendere, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, il rischio di credito, di liquidità, di valuta, il rischio sulle operazioni in derivati e il rischio Paese. Tutti gli utili e le perdite derivanti dalla gestione fiduciaria di investimenti sono a carico dei clienti. Il capitale investito non è garantito e potrebbe non essere interamente recuperato. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d’investimento e la natura dei rischi prima di effettuare un investimento.

La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d’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. Inoltre, alcune strategie sono soggette a una commissione (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Tra gli altri costi sono comprese le spese indirette, come ad esempio le commissioni di intermediazione per i titoli di società quotate, i costi connessi alle operazioni in contratti future o di opzione, le spese di custodia dei titoli, ecc. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo tassi, limiti massimi, ecc. Si raccomanda ai clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscrivere un mandato di consulenza d’investimento.

Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), aderente a: The Investment Trusts Association, Giappone, the 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.

**Prima di investire si consiglia di valutare attentamente l’obiettivo di investimento, i rischi, le commissioni e le spese del comparto. Il prospetto contiene queste e altre informazioni sul comparto. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito [morganstanley.com/im](http://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**

### 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 al n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni od oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziatore e il licenziatore declina ogni responsabilità in merito.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzi e distribuzioni 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 tali soggetti. 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 definitiva. 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.