

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

# Webinar – Ottobre 2022

## Il ciclo R.I.P.: Recessione, Inflazione e rischi di Policy

**Jim Caron, Portfolio Manager e Chief Strategist**

**27 ottobre 2022**

Il presente materiale è destinato esclusivamente all'uso da parte dei clienti professionali, non alla distribuzione futura. Negli Stati Uniti, il presente materiale è destinato esclusivamente all'uso da parte degli investitori istituzionali e il materiale non può essere ridistribuito o utilizzato con il pubblico. Per ulteriori informazioni si rimanda alle informative sulla distribuzione alla fine.

4928498 Scad. 31/08/2023



## Il ciclo R.I.P.

### Rallentamento della crescita reale, inflazione elevata e rapidi inasprimenti monetari

#### **R. Recessione:** PMI globali e PIL reale in calo

- I servizi non compenseranno la contrazione del manifatturiero
- Nell'eurozona e nel Regno Unito a fine 2022, negli Stati Uniti nel 2023, in Cina a causa dell'inefficacia degli stimoli, in Australia, Nuova Zelanda, Canada e in alcuni mercati emergenti

#### **I. Inflazione:** l'inflazione rimarrà elevata più a lungo del previsto

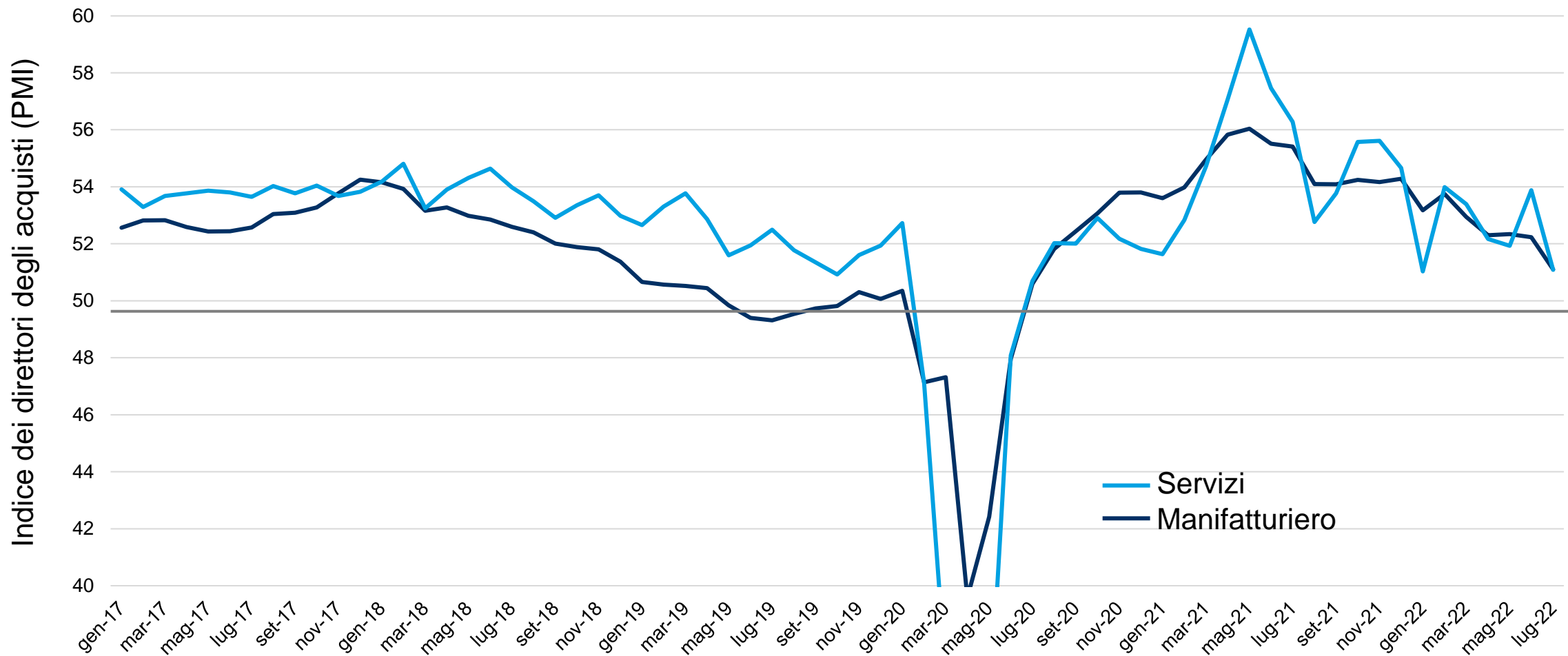
- I servizi (e non più i beni) sono la determinante principale dell'inflazione
- Il costo del lavoro, l'energia e il mercato immobiliare contribuiscono a mantenere l'inflazione elevata

#### **P. Policy:** inasprimenti monetari e crescita in rallentamento

- L'aumento dei tassi rallenterà certamente la *domanda* ma...
- ...l'*offerta* rimane il vero problema

## Gli indici dei direttori degli acquisti (PMI) globali sono in discesa sia nel manifatturiero che nei servizi

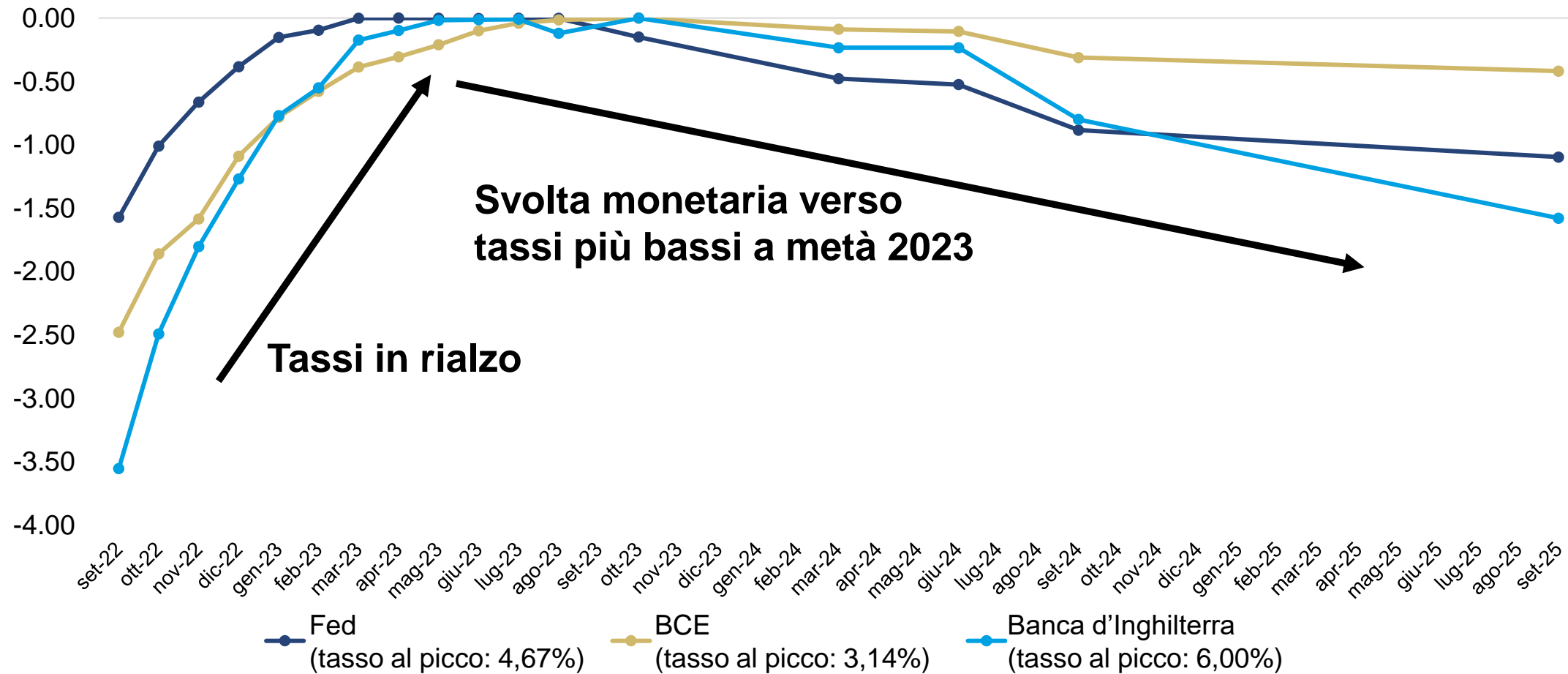
Uguale o superiore a 50: espansione



Fonte: Haver Analytics, Morgan Stanley Investment Management. Dati a settembre 2022.

# Tassi di politica monetaria impliciti vs tassi impliciti al picco (il picco è a 0)

## Tassi di politica monetaria impliciti negli OIS

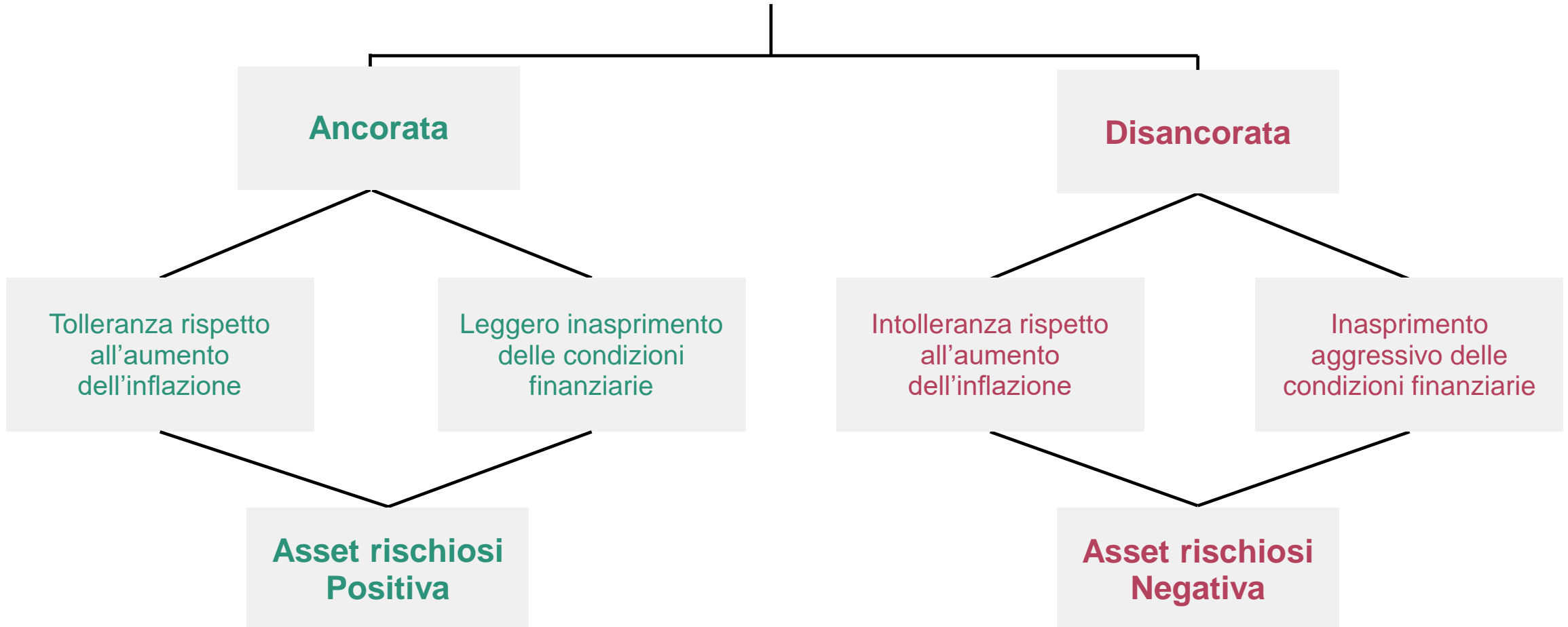


Fonte: Bloomberg e Morgan Stanley Investment Management. Dati al 26 settembre 2022. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

# Aspettative inflazionistiche ancorate vs disancorate = credibilità

Albero decisionale della politica monetaria della banca centrale

## Inflazione



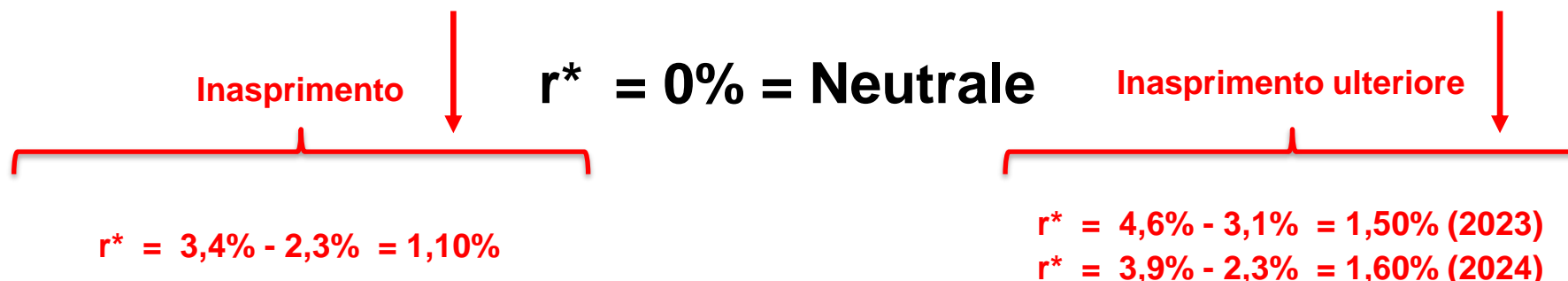
# Le previsioni della politica monetaria si inaspriscono ancora

Giugno 2022 – Previsioni per settembre

Variabile	Mediana <sup>(1)</sup>			
	2022	2023	2024	Lungo termine
Variazione del PIL reale	1,7	1,7	1,9	1,8
Proiezione per marzo	2,8	2,2	2,0	1,8
Tasso di disoccupazione	3,7	3,9	4,1	4,0
Proiezione per marzo	3,5	3,5	3,6	4,0
Inflazione PCE	5,2	2,6	2,2	2,0
Proiezione per marzo	4,3	2,7	2,3	2,0
Inflazione PCE strutturale <sup>(4)</sup>	4,3	2,7	2,3	
Proiezione per marzo	4,1	2,6	2,3	
Memo: proiezione della traiettoria di politica monetaria opportune				
Tasso dei Fed Funds	3,4	3,8	3,4	2,5
Proiezione per marzo	1,9	2,8	2,8	2,4

Settembre 2022 – Previsioni per settembre

Variabile	Mediana <sup>(1)</sup>				
	2022	2023	2024	2025	Lungo termine
Variazione del PIL reale	0,2	1,2	1,7	1,8	1,8
Proiezione per settembre	1,7	1,7	1,9		1,8
Tasso di disoccupazione	3,8	4,4	4,4	4,3	4,0
Proiezione per settembre	3,7	3,9	4,1		4,0
Inflazione PCE	5,4	2,8	2,3	2,0	2,0
Proiezione per settembre	5,2	2,6	2,2		2,0
Inflazione PCE strutturale <sup>(4)</sup>	4,5	3,1	2,3	2,1	
Proiezione per settembre	4,3	2,7	2,3		
Memo: proiezione della traiettoria di politica monetaria opportuna					
Tasso dei Fed Funds	4,4	4,6	3,9	2,9	2,5
Proiezione per settembre	3,4	3,8	3,4		2,5



Fonte: Federal Reserve e Morgan Stanley Investment Management. Dati al 21 settembre 2022: r\* indica la stima del tasso di politica monetaria neutrale.

## Qual è la posta in gioco?

### Quali sono le probabilità che la Fed riesca a realizzare un "atterraggio morbido"?

#### Attuali condizioni del mercato del lavoro rispetto ai periodi precedenti

	1965	1984	1994	Oggi
Tasso di disoccupazione	4,9%	7,9%	6,6%	3,6%
Rapporto posizioni vacanti/disoccupazione	0,7	0,5	0,5	1,9
Inflazione salariale	3,6%	3,8%	2,5%	6,5%
Tasso d'interesse > Tasso di inflazione?	Sì	Sì	Sì	NO

Nota: la presente tabella utilizza le medie trimestrali del primo trimestre del ciclo di inasprimento

- L'esperienza insegna che è molto improbabile che la Fed riesca a realizzare un atterraggio morbido, il cosiddetto "soft landing"
- È più probabile che si arrivi a un atterraggio duro, il cosiddetto "hard landing", o a una recessione
- L'elevato numero sia di posti vacanti che di dimissioni (turnover elevato) rendono il tasso di disoccupazione una misura imprecisa delle condizioni del mercato del lavoro odierno
- In realtà il mercato del lavoro sconta una carenza di manodopera più elevata di quanto traspaia dai dati e rispecchia un tasso di disoccupazione dell'1,5%-2 contro il 3,5%
- Confrontare il contesto odierno con le situazioni analoghe di atterraggio morbido del 1965, 1984 e 1994 non è corretto in quanto l'inflazione e la carenza di offerta di lavoro si discostano notevolmente dal quadro attuale

Fonte: NBER Working Paper 29910, Domash & Summers; MSIM, Dati al 31 maggio 2022.

I giudizi, le opinioni e le previsioni sono quelli del relatore e possono variare in qualsiasi momento a causa delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi.

## Qual è la posta in gioco?

Di quanto deve rallentare l'economia per raggiungere l'obiettivo d'inflazione entro il 2024?

Tasso di disoccupazione previsto ipotizzando un'inflazione salariale del 4%, 3,5% e 3% nel 2024

Inflazione salariale obiettivo	Inflazione dei prezzi	Tasso di disoccupazione implicito da modello
2024	2024	2024
4,0%	2,3%	5,4%
3,5%	2,3%	6,9%
3,0%	2,3%	8,4%

Oggi è al 3,6%

Note: stime basate su un modello di curva salariale di Phillips dell'inflazione dei salari su una media degli ultimi 12 mesi del tasso di disoccupazione e dell'inflazione (IPC) ritardata ponderata di 3 anni. Il modello prevede un'inflazione dei prezzi media per il 2022, il 2023 e il 2024 pari rispettivamente al 4,3%, 2,7% e 2,3%.

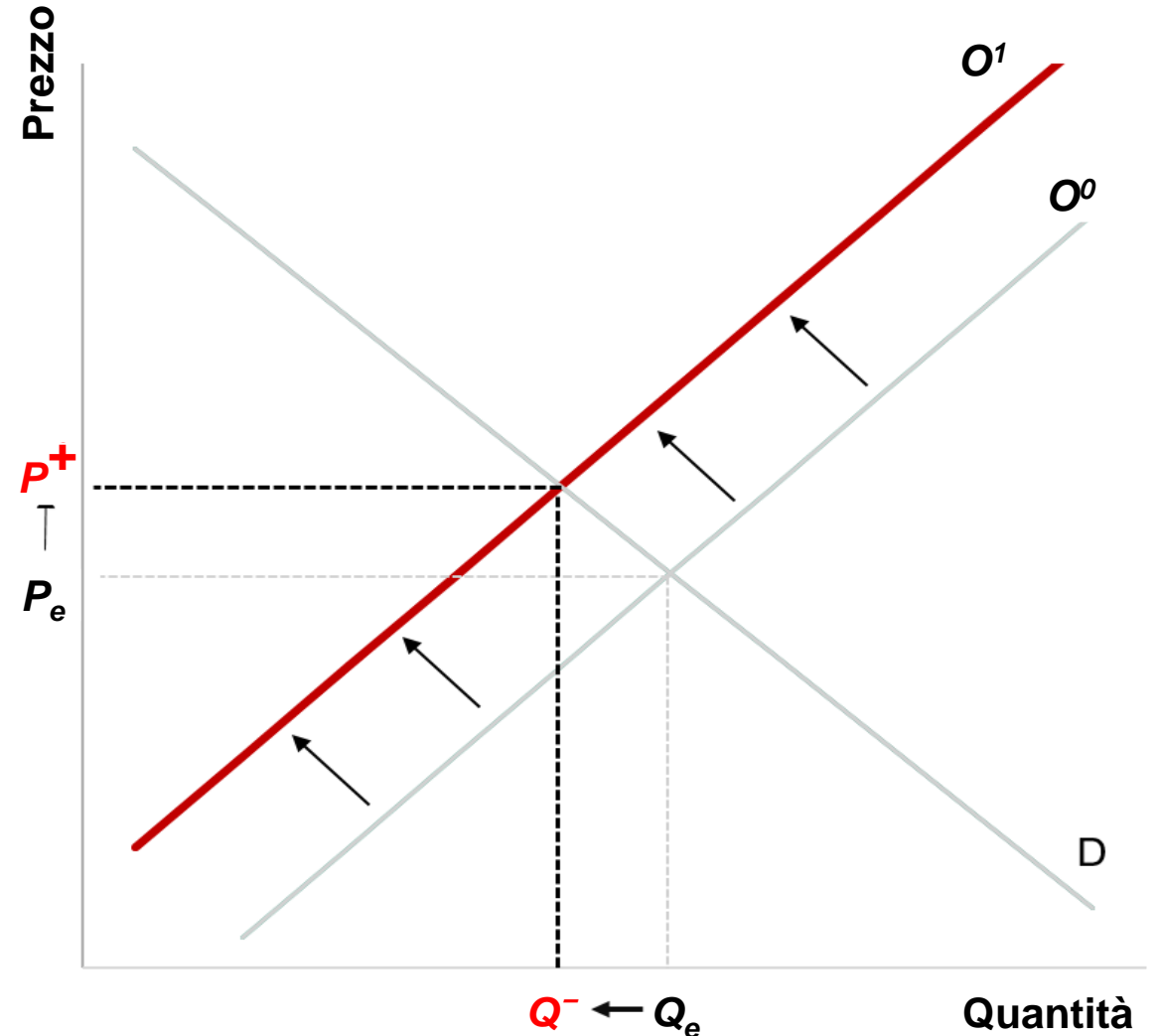
- Il forte mercato del lavoro sta determinando un picco dell'inflazione dei salari pari al 6,5%, il massimo da 40 anni, che a sua volta mantiene alto il livello dell'inflazione complessiva e ne rende difficoltoso il calo
- La Fed potrebbe vedersi costretta a rispondere con un inasprimento più aggressivo, rischiando pertanto una recessione
- Dal 1955, non risulta esserci mai stato un trimestre con un'inflazione dei prezzi superiore al 4% e un tasso di disoccupazione inferiore al 5% che non sia stato seguito da una recessione nei 2 anni successivi

I giudizi, le opinioni e le previsioni sono quelli del relatore e possono variare in qualsiasi momento a causa delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi.  
Fonte: NBER Working Paper 29910, Domash & Summers; MSIM, dati al 31 maggio 2022.



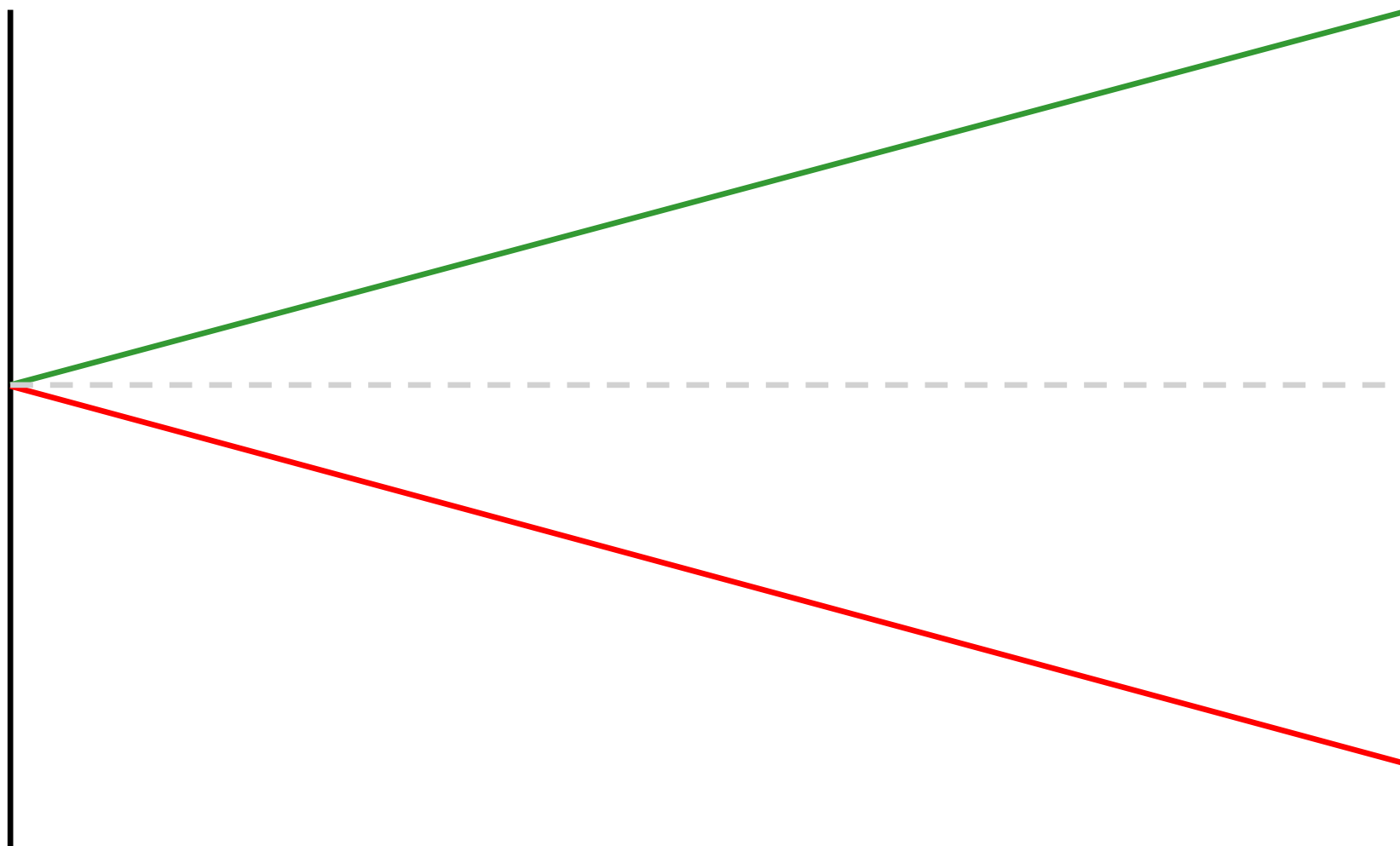
## Un modello per comprendere l'attuale inflazione

- **Shock sul fronte dell'offerta:** movimento al rialzo nella curva dell'offerta
- **Aumento dei prezzi a fronte della contrazione dell'offerta**
- **Dibattito sull'inflazione:**
  - Inflazione da costi di produzione?
  - Stagflazione?
  - Transitoria?



## Frenare l'entusiasmo in “curva”: interpretare i segnali della curva dei rendimenti

### Curva dei rendimenti USA



#### Curva ripida

- Tasso di politica monetaria < 3%
- > Crescita potenziale
- Atterraggio morbido/volatilità

#### Curva piatta

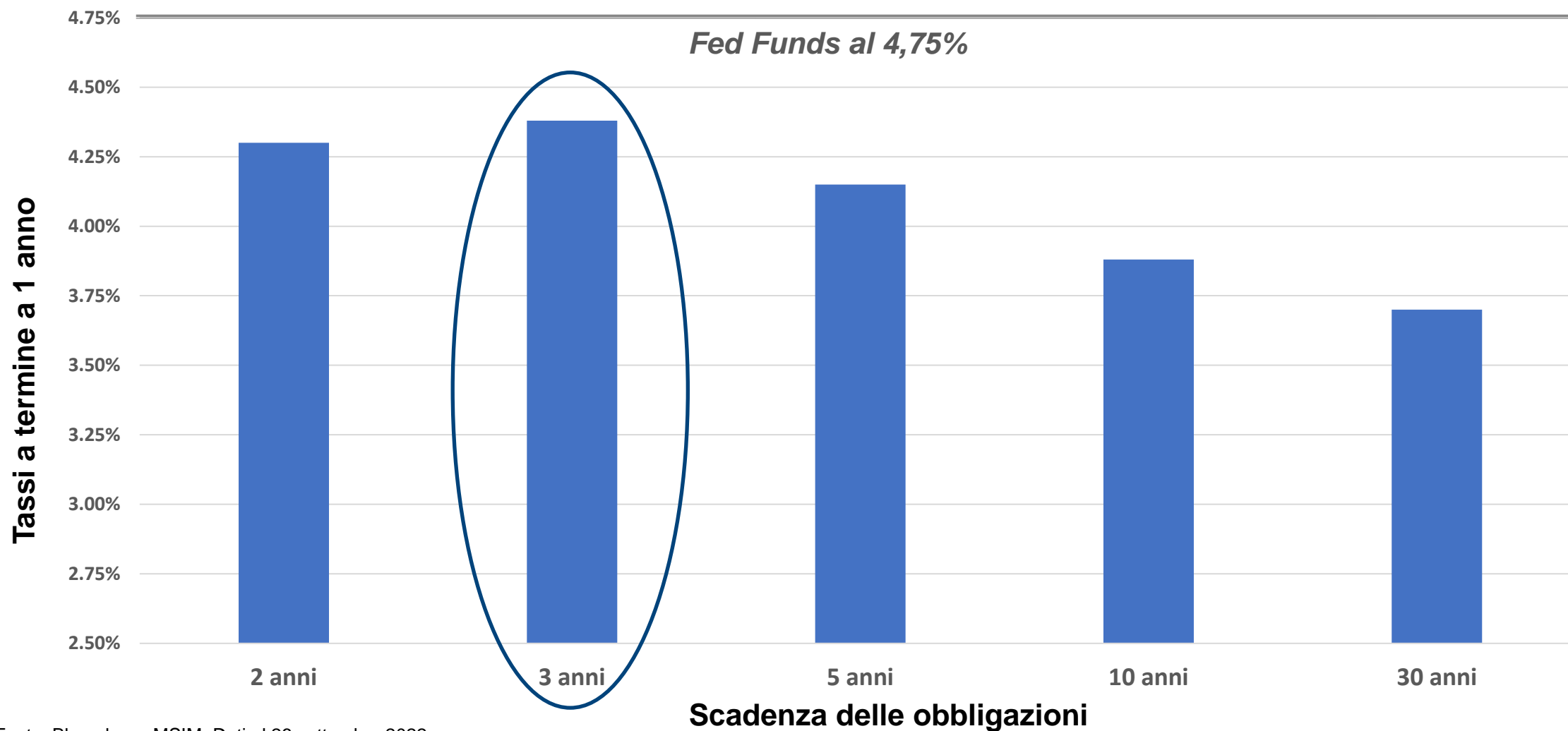
- Tasso di politica monetaria = 3%
- Crescita travagliata
- Atterraggio accidentato

#### Curva invertita

- Tasso di politica monetaria > 3%
- < Crescita potenziale
- Atterraggio duro/recessione

## Individuare una duration ottimale

I rischi di inflazione e di rialzo dei tassi suggeriscono una duration intorno ai 3 anni



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 26 settembre 2022.

## Gestione dell'esposizione obbligazionaria – Trovare una soluzione

Una duration di 3 anni potrebbe essere ottimale – Come arrivarci...

	Ponderazione	Duration
<b>Tasso variabile</b>	<b>25%</b>	<b>0 anni</b>
<b>Bassa duration</b>	<b>15%</b>	<b>2,2 anni</b>
<b>Gestione attiva</b>	<b>20%</b>	<b>2,6 anni</b>
<b>Obbligaz. Core</b>	<b>25%</b>	<b>6,1 anni</b>
<b>Opportunità</b>	<b>15%</b>	<b>4,2 anni</b>

**Duration ponderata del portafoglio = 3 anni**

Nota:

$$0,25*0 + 0,15*2,2 + 0,20*2,6 + 0,25*6,1 + 0,15*4,2 = 3 \text{ anni}$$

### ~ Menu delle soluzioni ~

- Prestiti a tasso variabile, senza leva
- Alto reddito a bassa duration: duration di 1,7 anni
- Opportunità ad alto reddito: duration di 4 anni
- Gestione attiva, globale, duration di 2,6 anni
- Reddito indicizzato all'inflazione: duration di 2,2 anni
- Debito emergente
- Obbligazioni municipali, rendimento totale, Core+

## 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 che il valore delle azioni del portafoglio sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarle. I valori di mercato possono cambiare quotidianamente a causa di eventi economici e di altro tipo (ad es. catastrofi naturali, crisi sanitarie, terrorismo, conflitti e disordini sociali) che interessano mercati, paesi, aziende o governi. È difficile prevedere le tempistiche, la durata e i potenziali effetti negativi (ad esempio la liquidità del portafoglio) degli eventi. Di conseguenza, l'investimento in un portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. **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). In un 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. In un contesto di calo dei tassi d'interesse, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. **I titoli con scadenze più lunghe** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. Determinati **titoli di Stato americani**, 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 bond")** 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 estremamente 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. Le **strategie ESG** che incorporano investimenti a impatto e/o fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) potrebbero generare una performance relativa che si discosta da quella di altre strategie o benchmark generali a seconda del gradimento del mercato verso tali settori o investimenti. Di conseguenza, non vi è alcuna garanzia che le strategie ESG possano offrire una migliore performance relativamente agli investimenti.

## Informazioni importanti

Non vi è alcuna garanzia che qualsiasi strategia d'investimento funzionerà in tutte le condizioni di mercato, e ogni investitore dovrebbe valutare la propria capacità di investire nel lungo termine, soprattutto durante i periodi di ribasso del mercato.

**Un conto a gestione separata potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori. Conti separati gestiti in base alla particolare Strategia e possono includere titoli che potrebbero non replicare necessariamente la performance di un particolare indice. Prima di investire si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e le commissioni della Strategia. È richiesto un livello minimo di attività.**

**Per informazioni importanti sui gestori degli investimenti, si rimanda al Modulo ADV Parte 2.**

Le opinioni e/o analisi espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale e possono variare in qualsiasi momento senza preavviso a causa delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, i giudizi non saranno aggiornati o altrimenti rivisti per riflettere le informazioni che divengono successivamente disponibili o le circostanze esistenti o le modifiche che si verificano dopo la data di pubblicazione. I giudizi espressi non riflettono i giudizi di tutto il personale d'investimento di Morgan Stanley Investment Management (MSIM) e delle sue controllate e affiliate (collettivamente "la Società") e potrebbero non riflettersi in tutte le strategie e i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o le stime fornite nel presente documento sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni relative ai rendimenti di mercato attesi e alle prospettive di mercato si basano sulla ricerca, l'analisi e le opinioni degli autori o del team d'investimento. Queste conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere le performance future di alcuna strategia o prodotto specifico offerto dalla Società. I risultati futuri possono differire significativamente a seconda di fattori quali variazioni dei titoli o dei mercati finanziari o condizioni economiche generali.

Ciò è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al pubblico, dei dati sviluppati internamente e di altre fonti terze ritenute affidabili. Tuttavia, non sono fornite garanzie circa l'affidabilità di tali informazioni e la Società non ha cercato di verificare in modo indipendente le informazioni ottenute da fonti pubbliche e di terze parti.

Il presente materiale è una comunicazione generale, che non è imparziale e tutte le informazioni fornite sono state redatte esclusivamente a scopo informativo ed educativo e non costituisce un'offerta o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di alcun titolo specifico o all'adozione di alcuna strategia d'investimento specifica. Le informazioni contenute nel presente documento non si basano su circostanze di singoli investitori e non costituiscono una consulenza d'investimento, né devono essere in alcun modo interpretate come consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento, gli investitori devono rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti, tra cui consulenza sulle conseguenze fiscali.

Le tabelle e i grafici qui riportati sono a solo scopo illustrativo. **La performance passata non è garanzia dei risultati futuri.**

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni o oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Qualsiasi indice di cui al presente documento è la proprietà intellettuale (compresi i marchi registrati) del licenziante applicabile. I prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal licenziante applicabile e non hanno alcuna responsabilità in merito.

# Informazioni importanti

La presente comunicazione non è un prodotto del dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non va considerata come una raccomandazione di ricerca.

La Società non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione non avvengano in conformità alle leggi e ai regolamenti applicabili. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti a confermare che le informazioni contenute nel presente documento sono appropriate per qualsiasi persona a cui forniscono il presente documento in vista delle circostanze e dello scopo di tale persona. La Società declina ogni responsabilità per l'utilizzo o l'uso improprio del presente documento da parte di tali intermediari finanziari.

Il presente documento può essere tradotto in altre lingue. Laddove tale traduzione sia resa definitiva, la presente versione in lingua inglese rimane definitiva. In caso di discrepanze tra la versione inglese e qualsiasi versione del presente documento in un'altra lingua, prevarrà la versione inglese.

L'intera o parte di questa opera non può essere riprodotta, copiata, modificata, utilizzata per creare un'opera derivata, eseguita, visualizzata, pubblicata, concessa in licenza, incorniciata, distribuita o trasmessa o qualsiasi suo contenuto divulgato a terzi senza l'esplicito consenso scritto della Società. Questo lavoro non può essere collegato a meno che tale collegamento ipertestuale non sia per uso personale e non commerciale. Tutte le informazioni contenute nel presente documento sono di proprietà e tutelate ai sensi del diritto d'autore e di altre leggi applicabili.

Eaton Vance e Calvert fanno parte di Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

## **DIVULGAZIONE**

**Il presente materiale è destinato e sarà distribuito solo a persone residenti in giurisdizioni in cui tale distribuzione o disponibilità non sia in contrasto con le leggi o le normative locali.**

**MSIM, la divisione di asset management di Morgan Stanley (NYSE: MS) e le sue affiliate hanno predisposto accordi per commercializzare reciprocamente prodotti e servizi. Ciascuna affiliata di MSIM è regolamentata in base alla giurisdizione in cui opera. Le affiliate di MSIM sono: Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC e Atlanta Capital Management LLC.**

Il presente materiale è stato pubblicato da una o più delle seguenti entità legali:

**EMEA: Il presente materiale è destinato esclusivamente a clienti professionali/investitori accreditati.**

Nell'UE, i materiali di MSIM ed Eaton Vance sono emessi da MSIM Fund Management (Ireland) Limited ("FMIL"). FMIL è regolamentata dalla Banca centrale d'Irlanda ed è costituita in Irlanda come società privata con numero di registrazione 616661 e ha sede legale presso The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 VC42, Irlanda.

Al di fuori dell'UE, i materiali MSIM sono emessi da Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd) ed è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. Numero di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

In Svizzera, i materiali MSIM sono emessi da Morgan Stanley & Co. International plc, London (Zurich Branch) Autorizzata e regolamentata dalla Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera.

Al di fuori degli Stati Uniti e dell'UE, i materiali di Eaton Vance sono emessi da Eaton Vance Management (International) Limited ("EVM") 125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR, Regno Unito, autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

Italia: MSIM FMIL (Sede Secondaria di Milano), Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italia. Paesi Bassi: MSIM FMIL (Amsterdam Branch), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Francia: MSIM FMIL (Parigi Branch), 61 rue de Monceau 75008 Parigi, Francia. Spagna: MSIM FMIL (Madrid Branch), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Spagna. Germania: MSIM FMIL (Ireland) Limited Frankfurt Branch, Große Gallusstraße 18, 60312 Frankfurt am Main, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). Danimarca: MSIM FMIL (Copenhagen Branch), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhagen V, Danimarca.

# Informazioni importanti

## MEDIO ORIENTE

Dubai: MSIM Ltd (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).

U.S. NON ASSICURATO | OFFER NO BANK GUARANTEE | MAY LOSE VALUE | NOT INSURED BY ANY FEDERAL GOVERNMENT AGENCY | NOT A DEPOSIT

## America Latina (Brasile, Cile Colombia, Messico, Perù e Uruguay)

Il presente materiale è destinato esclusivamente all'uso con investitori istituzionali o qualificati. Tutte le informazioni contenute nel presente documento sono riservate e sono destinate all'uso e alla revisione esclusivi del destinatario previsto, e non possono essere trasmesse a terzi. Il presente materiale è fornito a solo scopo informativo e non costituisce un'offerta pubblica, una sollecitazione o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di prodotti, servizi, titoli e/o strategie. La decisione di investire deve essere presa solo dopo aver letto la documentazione della strategia e aver condotto una due diligence approfondita e indipendente.

## ASIA PACIFIC

Hong Kong: il presente materiale è diffuso da Morgan Stanley Asia Limited per l'uso a Hong Kong e deve essere reso disponibile solo a "investitori professionisti" ai sensi della definizione di Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap 571). I contenuti del presente materiale non sono stati esaminati né approvati da alcuna autorità di regolamentazione, compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, salvo laddove sia disponibile un'esenzione ai sensi della legge pertinente, il presente materiale non deve essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico di Hong Kong. Singapore: Il presente materiale è diffuso da Morgan Stanley Investment Management Company e non deve essere considerato come oggetto di un invito a sottoscrivere o acquistare, direttamente o indirettamente, al pubblico o a qualsiasi membro del pubblico di Singapore diverso da (i) a un investitore istituzionale ai sensi della sezione 304 del Securities and Futures Act, Capitolo 289 di Singapore ("SFA"); (ii) a una "persona rilevante" (che include un investitore accreditato) ai sensi della sezione 305 dell'SFA, e tale distribuzione è conforme alle condizioni specificate nella sezione 305 dell'SFA; o (iii) altrimenti ai sensi di, e in conformità alle condizioni di, qualsiasi altra disposizione applicabile dell'SFA. Questa pubblicazione non è stata rivista dall'Autorità monetaria di Singapore. Australia: il presente materiale è diffuso in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL N. 314182, che si assume la responsabilità del suo contenuto. La presente pubblicazione e l'accesso ad essa sono destinati esclusivamente ai "clienti all'ingrosso" ai sensi dell'Australian Corporations Act. Calvert Research and Management, ARBN 635 157 434 è regolamentata dalla U.S. Securities and Exchange Commission ai sensi delle leggi statunitensi che differiscono dalle leggi australiane. Calvert Research and Management è esente dall'obbligo di detenere una licenza per i servizi finanziari australiani in conformità con l'ordine di classe 03/1100 in relazione alla fornitura di servizi finanziari a clienti all'ingrosso in Australia.

## Giappone

Per gli investitori professionali, il presente materiale viene diffuso o distribuito a solo scopo informativo. Per coloro che non sono investitori professionali, il presente materiale è fornito in relazione a Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") relativamente agli accordi discrezionali di gestione degli investimenti ("IMA") e agli accordi di consulenza sugli investimenti ("IAA"). Ciò non è ai fini di una raccomandazione o sollecitazione di transazioni o offerte di strumenti finanziari particolari. Ai sensi di un IMA, per quanto riguarda la gestione del patrimonio di un cliente, il cliente prescrive in anticipo le politiche di gestione di base e commissiona a MSIMJ tutte le decisioni d'investimento basate su un'analisi del valore, ecc. dei titoli, e MSIMJ accetta tale commissione. Il cliente delega a MSIMJ le autorità necessarie per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita le autorità delegate in base alle decisioni d'investimento di MSIMJ, e il cliente non deve impartire istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite d'investimento appartengono ai clienti; il capitale non è garantito. Prima di investire, si prega di considerare gli obiettivi e la natura dei rischi. In qualità di commissione di consulenza d'investimento per un IAA o un IMA, l'importo delle attività soggette al contratto moltiplicato per un determinato tasso (il limite superiore è pari al 2,20% annuo (tasse incluse)) sarà sostenuto in proporzione al periodo contrattuale. Per alcune strategie, è possibile che venga applicata una commissione di contingenza in aggiunta alla commissione sopra menzionata. Possono inoltre essere sostenute commissioni indirette, come ad esempio commissioni di brokeraggio per titoli incorporati. Poiché questi costi e spese sono diversi a seconda di un contratto e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di presentare i tassi, i limiti superiori, ecc. in anticipo. Tutti i clienti devono leggere attentamente i documenti forniti prima della conclusione di un contratto prima di sottoscrivere un contratto. Il presente materiale è diffuso in Giappone da MSIMJ, numero di registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), appartenenza: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.