

“On the Road Again”: misure di stimolo in tutto mondo

SOLUTIONS & MULTI-ASSET | GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | APPROFONDIMENTI
MACRO | MARZO 2019

Dopo mesi di nervosismo, rialzi e timori sulla crescita globale, le misure di stimolo potrebbero imprimere ai mercati una nuova spinta in grado di rimettere l'economia in carreggiata (“On the Road Again”, come cantava Johnny Cash). La debolezza dei mercati finanziari ha generalmente indotto le banche centrali ad adottare un orientamento più accomodante, visibile in particolare nella recente decisione di sospendere il rialzo dei tassi negli Stati Uniti. Tuttavia, siamo del parere che i programmi di stimolo, che in molti casi prevedono consistenti investimenti nelle infrastrutture, potrebbero svolgere un ruolo vitale nel ridurre il rischio di recessione nel breve termine. Ci aspettiamo che Cina, Stati Uniti ed Eurozona annuncino ulteriori iniziative di stimolo. Con questo intendiamo dire che nel secondo semestre del 2019 potremmo assistere a un aumento ciclico degli investimenti infrastrutturali che potrebbero spingersi fino a 2020 inoltrato.

Cina: che le costruzioni abbiano inizio

L'obiettivo di lungo termine della Cina – ridurre l'indebitamento e migliorare l'efficienza nei diversi settori di attività delle imprese – ha causato un rallentamento dell'economia e un aumento della disoccupazione. Le tensioni commerciali con gli Stati Uniti hanno aggravato la situazione, causando disordini interni. Per contribuire ad alleviare i rischi di tensione, Pechino ha avviato

AUTORE



ANDREW HARMSTONE
Managing Director

Andrew Harmstone è Lead Portfolio Manager per la Strategia Global Balanced Risk Control (GBaR). Approdato in Morgan Stanley nel 2008, vanta oltre 30 anni di esperienza nel settore degli investimenti.

“On the road again,
I just can't wait
to get on the
road again.”

— Johnny Cash



significativi programmi di stimolo, dando prova di un forte impegno per la stabilizzazione dell'economia nazionale nel breve termine.

Per far ripartire l'economia, la Cina ha varato un programma di stimoli su due direttrici: tagli alle imposte e progetti infrastrutturali finanziati con titoli di debito emessi dalle amministrazioni locali. Ci aspettiamo che rispetto al 2018 l'aumento del debito pubblico, comprensivo di obbligazioni emesse dalle amministrazioni locali e altre attività fuori bilancio, si attesti attorno all'1,5%.¹

Allo stesso tempo, abbiamo osservato significative misure di allentamento monetario, ad esempio una riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria (reserve requirement ratio o RRR) e un sostegno maggiormente mirato al credito del settore privato. Se le recenti iniziative della Cina sul fronte monetario e fiscale aiuteranno il Paese a stabilizzare al 6-6,5%² il tasso di crescita previsto per il 2019, un simile risultato dovrebbe avere ripercussioni positive sul resto del mondo, in particolare sull'Asia (Giappone escluso).

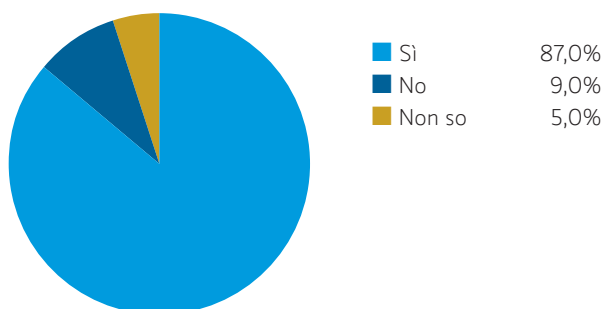
Gli Stati Uniti costruttori di ponti? Sostegno bipartisan per le infrastrutture

Con il Congresso diviso a metà, gli Stati Uniti si trovano in una situazione di stallo politico. Tuttavia, pare esistere un'area di convergenza bipartisan: la spesa per le infrastrutture. Dopo decenni di trascuratezza, le infrastrutture statunitensi versano in condizioni di notevole degrado al punto da meritare, nel 2017, solo una sufficienza stracchiata da parte dell'American Society of Civil Engineers.³ La spesa per le infrastrutture ha buone probabilità di creare posti di lavoro e rafforzare l'economia. Potrebbe inoltre ridurre il costo dei trasporti e migliorare la sicurezza, con un aumento

FIGURA 1

U.S. Gli elettori statunitensi approvano la spesa per le infrastrutture

La maggioranza democratica al Congresso e il presidente Trump dovrebbero collaborare nel 2019 per approvare misure di spesa volte a potenziare altre infrastrutture?



Fonte: sondaggio condotto il 23-24 gennaio 2019 da Rasmussen Reports per l'American Road & Transportation Builders Association (ARTBA) e l'American Public Transportation Association (APTA). I risultati sono stati uniformi sia tra l'elettorato repubblicano che tra quello democratico.

della redditività delle aziende, che avrebbero così la disponibilità necessaria per aumentare gli investimenti.

Nel 2018, Trump aveva proposto un pacchetto da 1500 miliardi di dollari per le infrastrutture, volto principalmente a modernizzare strade, ponti e aeroporti obsoleti. Anche i democratici hanno reso noti i loro piani di spesa: 500 miliardi di dollari spalmati su 10 anni, da investire in infrastrutture in grado di ridurre la dipendenza dai combustibili fossili.

Per pagare un pacchetto di interventi sulle infrastrutture, il metodo più realistico consiste nell'aumentare le accise sul carburante – ritoccate l'ultima volta dall'amministrazione Clinton – nella misura di 25 centesimi al gallone su cinque anni. Altri metodi per reperire i fondi includono l'aumento del deficit, i tagli ad altre voci di bilancio, una tassa sulla percorrenza dei veicoli o un'imposta sulle operazioni finanziarie.

Se da un lato i piani dei due partiti si differenziano nei dettagli, l'elettorato sia repubblicano che democratico si è espresso in modo inequivocabilmente favorevole all'approvazione di eventuali

proposte di legge per le infrastrutture (Figura 1). Visto il consenso dell'87% dell'elettorato,⁴ ci aspettiamo che a maggio verrà presentata una proposta di legge congiunta.

Europa: programmi di stimolo trainati da Italia e Germania

Nell'Eurozona, i programmi di stimolo per il 2019 non si avvicinano neppure lontanamente a quelli di Cina e Stati Uniti, ma sono comunque in espansione. L'invecchiamento delle infrastrutture in tutto il Continente indurrà probabilmente i governi europei ad adottare programmi di stimolo per una spesa totale di circa 47 miliardi di dollari.

La nostra opinione è che i programmi di stimolo dell'Eurozona siano, almeno in parte, una reazione all'ascesa dei partiti populistici in paesi come l'Italia. Il populismo ha generato un movimento di opposizione all'austerità. Apparentemente, ha anche indotto i partiti politici tradizionali ad aumentare la spesa per migliorare l'economia nazionale... e proteggere le proprie posizioni politiche.

¹ Stima del team GBaR di MSIM.

² Relazione annuale sul lavoro 2019 del governo cinese.

³ Nel 2017, l'American Society of Civil Engineers ha valutato appena sufficienti le infrastrutture statunitensi, dichiarandole "perlopiù inferiori allo standard" e avvisando che il mancato rimedio di tale carenza potrebbe costare migliaia di miliardi di dollari e milioni di posti di lavoro. <https://www.infrastructurereportcard.org/wp-content/uploads/2017/04/2017-IRC-Executive-Summary-FINAL-FINAL.pdf>

⁴ <https://www.artba.org/2019/02/01/poll-shows-strong-partisan-divide-border-wall-funding-strong-bipartisan-support-broad-infrastructure-initiative/>

I livelli di spesa tra i diversi paesi dell'Eurozona variano notevolmente. L'Italia è il Paese che ha registrato l'incremento più consistente dell'avanzo primario strutturale: 18 miliardi di euro (Figura 2). La Germania dispone di un avanzo da tempo e ha quindi maggiori spazi di manovra per programmi di stimolo. Viceversa, Francia e Spagna hanno subito pressioni politiche per abbandonare i rispettivi tentativi di mantenere il disavanzo sotto alla soglia del 3%. Il governo francese è stato costretto da proteste popolari a sospendere alcuni aumenti delle imposte, mentre il governo spagnolo non è riuscito a fare approvare in parlamento la legge finanziaria. Pressioni di questo tipo potrebbero dar luogo al varo di misure espansive, di conseguenza la cifra netta finale potrebbe superare i previsti 47 miliardi di dollari.

Giappone: spesa infrastrutturale per compensare l'IVA

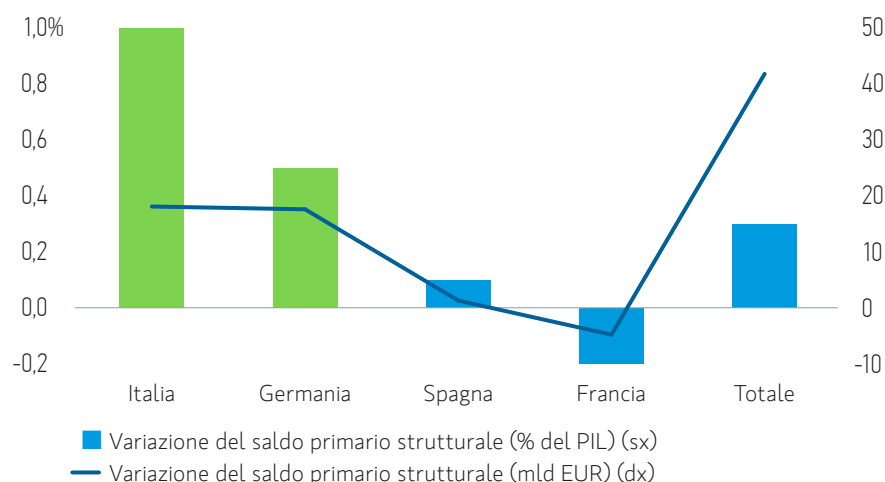
Nell'Ottobre 2019, il Giappone aumenterà l'aliquota IVA dall'8 al 10% per finanziare l'esplosione della spesa previdenziale. L'ultimo aumento dell'IVA, nel 2014, aveva prodotto un visibile rallentamento dell'economia nipponica, un rischio che il governo conosce bene e che sta preventivamente cercando di evitare.

Tra le specifiche misure previste menzioniamo le pressioni esercitate sulle imprese per aumentare gli stipendi e, allo scopo di compensare la maggior pressione fiscale, l'approvazione di una legge di bilancio record per il 2019 che prevede una spesa di 2000 miliardi di yen in iniziative quali buoni spesa per nuclei familiari a basso reddito e 500 miliardi di yen in sussidi statali per incentivare transazioni che non facciano uso di contante. Val la pena notare che la legge di bilancio include anche 1000 miliardi circa di yen destinati a opere pubbliche, sostanzialmente progetti infrastrutturali.

In totale, queste spese ammontano a circa 6.500 miliardi di yen mentre l'aumento previsto del gettito fiscale proveniente dall'IVA sarà di circa 5.600 miliardi di yen. Il saldo netto

FIGURA 2

Chi spende di più: Italia e Germania



Fonte: Commissione europea, MSIM. Dati al 6 marzo 2019.

positivo per le misure di stimolo è di 900 miliardi di yen, cioè circa 9,8 miliardi di dollari o lo 0,16% del PIL. In conclusione, riteniamo che la ferma intenzione di evitare un ripetersi del 2014 possa aiutare l'economia giapponese a contrastare gli effetti di un aumento delle tasse.

Mercati Emergenti: un generale aumento della spesa pubblica, con particolare attenzione alle infrastrutture

Fatte le dovute differenze tra i vari Paesi, nella maggior parte dei Mercati Emergenti il tema degli stimoli – in particolare la spesa per le infrastrutture – è una costante.

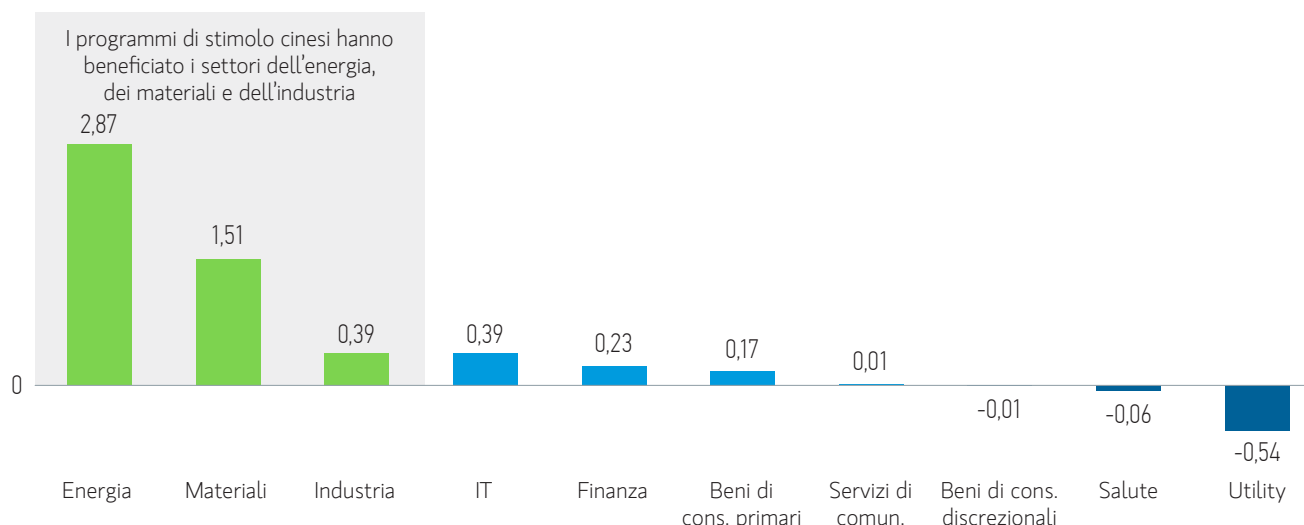
- **ASIA EMERGENTE** – Nel complesso, la regione si presenta positiva. L'India ha avviato iniziative di spesa per strade, ferrovie e sviluppo rurale, nonché spesa previdenziale in termini di sussidi e agevolazioni fiscali per le aziende agricole. Anche le Filippine stanno aumentando la spesa e innalzando il tetto del deficit pubblico per potenziare le infrastrutture. Nella Corea del Sud, il governo ha in programma la più grande espansione di bilancio dalla crisi finanziaria del 2008 – fino a un +9,5% rispetto all'anno passato – principalmente per contrastare gli effetti della debolezza cinese. La

spesa di Taiwan si mantiene neutrale, mentre l'Indonesia, che ha posticipato i progetti infrastrutturali, rappresenta una delle eccezioni della regione.

- **AMERICA LATINA** – Nel complesso, la spesa di questa regione per le infrastrutture è positiva, al netto di un inasprimento fiscale. In Brasile, il governo ha in programma una serie consistente di spese infrastrutturali che includono 12 aeroporti e una importante linea ferroviaria. A marzo lancerà una gara di appalto per la gestione di quattro porti, mentre la politica monetaria è diventata più accomodante. Grazie al nuovo presidente, le prospettive di investimento sono più luminose, nonostante alcuni partecipanti del mercato abbiano espresso preoccupazioni sulle azioni del governo. In Messico, dove i tassi di interesse sono alti da almeno un decennio per scoraggiare piani ambiziosi, la spesa per le infrastrutture si mantiene neutrale.
- **EUROPA ORIENTALE, MEDIO ORIENTE E AFRICA** – La Russia ha lanciato un "fondo per lo sviluppo" per il finanziamento congiunto di progetti infrastrutturali. Si tratta di un'iniziativa positiva. Tuttavia, le ultime sanzioni minacciano di ostacolare gli investimenti.

FIGURA 3**Ipotesi basate sull'esperienza cinese**

Variazione del beta su 12 mesi nella crescita degli EPS prospettici a 12 mesi dell'MSCI All Country World



Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

Fonte: IBES, Datastream, MSIM. Beta calcolato utilizzando i dati mensili tra febbraio 2011 e febbraio 2018

Implicazione: i beneficiari della spesa per le infrastrutture

Per gli investitori, la spesa per le infrastrutture ha implicazioni che interessano diversi settori. Per evincere le possibili implicazioni, possiamo dare uno sguardo all'esperienza cinese con i recenti programmi di stimolo. La *Figura 3* illustra gli effetti degli stimoli sulle aspettative del China Credit Impulse

a/a in diversi settori, indicando che il maggior potenziale di rialzo per gli investitori azionari si troverebbe nei settori dell'energia, dei materiali e dell'industria. Siamo ottimisti anche per il settore dei metalli industriali poiché rivestono una certa importanza per le infrastrutture, nonostante in questa classifica occupino una delle ultime posizioni.

In chiave obbligazionaria, le politiche di stimolo sembrano delineare prospettive positive per la crescita globale, con un'inversione dai minimi prodotti dalla recente debolezza. Nel breve termine, la debolezza dell'economia e l'orientamento accomodante della Fed potrebbero determinare una flessione dei rendimenti obbligazionari, ma continuiamo a considerare poco

FIGURA 4**Rischi di breve termine relativi alle nostre prospettive sulle infrastrutture**

Diversi eventi binari potrebbero generare un aumento della volatilità

| EVENTO RISCHIOSO FUTURO | POTENZIALE ESITO BINARIO |
|---|--|
| 1. Accordo Cina-USA sugli scambi commerciali | Viene concluso (esito moderatamente positivo) o fallisce (esito significativamente negativo) |
| 2. Dazi sull'importazione di auto europee da parte degli USA | Vengono imposti (esito significativamente negativo) oppure no (esito neutrale) |
| 3. Intervento militare degli Stati Uniti in Venezuela | Viene effettuato (esito significativamente negativo) oppure no (esito neutrale) |
| 4. Varo di un consistente programma di stimoli da parte degli Stati Uniti con investimenti nelle infrastrutture | Viene effettuato (esito significativamente positivo) oppure no (esito moderatamente negativo) |
| 5. Negoziati sulla Brexit | Si concludono con una hard Brexit (esito significativamente negativo) o con un accordo (esito significativamente positivo) |
| 6. Sospensione delle sanzioni sul petrolio iraniano prorogate fino a maggio | Concessa (esito moderatamente positivo) o rifiutata (esito significativamente negativo) |

Fonte: MSIM. Dati al 26 marzo 2019. Le tesi, le opinioni e le previsioni sono quelle del team d'investimento, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. 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.

interessante, in relazione al rischio, la riapertura di posizioni obbligazionarie a più lunga scadenza. L'andamento piatto della curva dei rendimenti implica che qualunque indicatore di ritorno alla crescita – grazie ad esempio a un imponente programma di stimoli statunitense basato sugli investimenti nelle infrastrutture – potrebbe generare una brusca impennata dei rendimenti e rendimenti negativi per le obbligazioni a più lunga scadenza, rispetto ai livelli attuali. I programmi di stimolo implicherebbero anche un aumento delle emissioni obbligazionarie che con ogni probabilità spingerebbero i rendimenti al rialzo. Secondo le nostre previsioni, l'economia si rafforzerà, forse ci sarà un modesto aumento delle aspettative di inflazione e una maggiore offerta di titoli di debito, tutti fattori negativi per le obbligazioni a lunga scadenza.

Eventi rischiosi di grande portata potrebbero modificare le nostre prospettive

L'elemento che potrebbe complicare queste prospettive perlopiù positive per le infrastrutture – e penalizzare i settori posizionati per trarne vantaggio – è la quantità insolitamente elevata di eventi binari che potrebbero causare un momentaneo arretramento dei mercati e smorzare gli entusiasmi per le misure di stimolo. Intendiamo servirvi di questi

FIGURA 5

Spesa per le infrastrutture: una tendenza globale

VARIAZIONE STIMATA DELLA SPESA PUBBLICA NEL 2019*

| | STATI UNITI | EUROPA | CINA | GIAPPONE |
|--------------------|-------------|----------|---------|----------|
| % del PIL nominale | 0,5% | 0,3% | 1,5% | -0,4% |
| Valore in USD | 304 mld | 47,4 mld | 225 mld | -18 mld |

VARIAZIONE STIMATA DELLA SPESA PER LE INFRASTRUTTURE NEL 2019*

| | STATI UNITI | EUROPA | CINA | GIAPPONE |
|--------------------|-------------|--------|---------|----------|
| % del PIL nominale | 0,2% | n.d. | 0,8% | 0,1% |
| Valore in USD | 50 mld | n.d. | 120 mld | 8,4 mld |

Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

Fonte: Ministero della finanza (Giappone), Ufficio del bilancio del Congresso, Commissione europea, MSIM. Dati al 6 marzo 2019.

*Questo parametro viene calcolato come confronto della variazione stimata del saldo primario 2019-2018. L'esercizio fiscale statunitense va dal 1° ottobre al 30 settembre. Le cifre sopra riportate si riferiscono all'esercizio fiscale 2019 chiuso a settembre 2019.

eventi più come opportunità di acquisto che come impegni in posizioni negative. Tali rischi sono illustrati nella *Figura 4*.

Sono rischi sbilanciati al ribasso.

Che i costruttori costruiscano

Il rinnovato interesse per le infrastrutture è una tendenza globale. Persino in Giappone, dove la spesa pubblica è complessivamente in calo, la

spesa per le infrastrutture è leggermente cresciuta (*Figura 5*). Con ogni probabilità, il lancio di nuovi progetti – sotto forma di strade, ponti, poli di trasporto potenziati, sviluppo rurale e altro – ridurrà al minimo la minaccia di una recessione. Anzi, riteniamo che possa rimettere in carreggiata – “back on the road again” – l'economia mondiale e condurla a un rialzo ciclico significativo fino a 2020 inoltrato.

Considerazioni sui rischi

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento della strategia venga 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. Di conseguenza, l'investimento in questo portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Inoltre, la strategia può essere esposta ad alcuni rischi aggiuntivi. Esiste il rischio che, in base alle effettive condizioni di mercato, **la metodologia e le ipotesi di asset allocation** elaborate dal Consulente per i portafogli sottostanti si rivelino errate e che il portafoglio non raggiunga il suo obiettivo d'investimento. I corsi azionari tendono inoltre a essere volatili e la possibilità di subire perdite è significativa. Gli investimenti del portafoglio in **certificati legati alle materie prime** comportano rischi notevoli, ivi compreso il rischio di un sensibile deprezzamento del capitale investito. In aggiunta ai rischi inerenti alle materie prime, tali investimenti sono esposti a rischi specifici, quali il rischio di perdita di capitale e interessi, l'assenza di un mercato secondario e il rischio di livelli superiori di volatilità, che non interessano i tradizionali titoli azionari e di debito. Le **oscillazioni dei cambi** potrebbero annullare i guadagni generati dagli investimenti o accentuare le perdite. 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 aumento dei tassi d'interesse, i prezzi obbligazionari possono scendere. Le valutazioni dei titoli azionari tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I **titoli delle società a bassa capitalizzazione** comportano rischi particolari, come l'esiguità delle linee di prodotto, dei mercati e delle risorse finanziarie, e possono registrare una maggiore volatilità di mercato rispetto a quelli di società più consolidate di dimensioni maggiori. I rischi associati agli investimenti nei **mercati emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei mercati sviluppati esteri. Le azioni degli **exchange traded funds (ETF)** comportano molti dei rischi associati agli investimenti diretti in azioni ordinarie o obbligazioni e il loro valore di mercato oscilla al variare del valore dell'indice sottostante. Investendo in ETF e in altri **Fondi d'investimento**, il portafoglio assorbe sia le proprie spese che quelle degli ETF e dei Fondi d'investimento nei quali investe. La domanda e l'offerta di ETF e di Fondi d'investimento potrebbero non essere correlate con quelle dei titoli sottostanti. **Gli strumenti derivati** possono essere illiquidi, amplificare le perdite in misura più che proporzionale e avere un impatto negativo potenzialmente consistente sulla performance del portafoglio. L'uso della **leva finanziaria** può accentuare la volatilità del Portafoglio. La **diversificazione** non protegge dalle perdite in un particolare mercato, tuttavia permette di distribuire il rischio tra le varie classi di attività.

DEFINIZIONI

China Credit Impulse è la variazione del tasso di crescita del rapporto credito aggregato/PIL. Un contratto di cambio a termine è uno strumento di copertura che non implica alcun pagamento anticipato. L'Eurozona, ufficialmente "Area Euro", è l'unione monetaria di 19 dei 28 Stati membri dell'Unione europea (UE) che hanno adottato l'euro (€) come valuta comune e come unica moneta di corso legale. Nell'Unione europea, l'imposta sul valore aggiunto o IVA è un'imposta generale sui consumi applicata sul valore aggiunto a merci e servizi. Si applica in maggior o minor misura a tutte le merci e tutti i servizi acquistati e venduti per l'uso e il consumo all'interno dell'Unione europea.

INFORMATIVA DI LEGGE

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore alla data di pubblicazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni resi 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, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

Ove non diversamente indicato, le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio, sono basati sui dati disponibili alla data di redazione e non in date future e non saranno aggiornati né altrimenti rivisti per riflettere informazioni resi disponibili in un momento successivo, circostanze esistenti o modifiche che si verifichino successivamente alla data di pubblicazione.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Ciò nonostante, non abbiamo verificato tali informazioni e non rilasciamo dichiarazione alcuna circa la loro correttezza o completezza.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale e redatta esclusivamente a scopi informativi e divulgativi e non costituisce un'offerta o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari o all'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento non tengono conto delle circostanze personali del singolo cliente e non rappresentano una consulenza d'investimento, né sono in alcun modo da interpretarsi 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 performance passata non è garanzia di risultati futuri. Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

Il presente commento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata 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 deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

DISTRIBUZIONE

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

Irlanda – Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. **Regno Unito** – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158). **Germania** – Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland 4th Floor Junghofstrasse 18-26, 60311 Frankfurt am Main, 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, 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 dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Facsimile Fax: +41(0)44 588 1074.

Stati Uniti

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. Nei conti separati gestiti in base alla strategia illustrata sono inseriti diversi valori mobiliari; essi potrebbero non replicare la performance di un indice. Si prega di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e gli oneri della strategia prima di effettuare investimenti. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

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

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

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che

comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. Il presente materiale non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL No. 314182, che si assume la responsabilità dei relativi contenuti. 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 destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati discrezionali di gestione degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA"). e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni od offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati 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. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), membro di: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Giappone, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Autorizzata e regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. ("MSIM Ireland").

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 licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

Le informazioni contenute nella presente comunicazione non costituiscono una raccomandazione di ricerca o una "ricerca in materia di investimenti" e sono classificate come "Comunicazione di marketing" ai sensi delle normative europee e svizzere applicabili. Pertanto questa comunicazione di marketing (a) non è stata predisposta in conformità a requisiti di legge tesi a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti, (b) non è soggetta ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

MSIM Ireland non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. MSIM Ireland non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari. Per i soggetti incaricati del collocamento dei comparti di Morgan Stanley Investment Funds, non tutti i comparti e non tutte le azioni dei comparti potrebbero essere disponibili per la distribuzione. Si invita a consultare il contratto di collocamento per ulteriori dettagli in merito prima di inoltrare informazioni sui comparti ai propri clienti.

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 Ireland.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

Visitate il nostro nuovo sito all'indirizzo www.morganstanley.com/im