

## Midgame

SOLUTIONS & MULTI-ASSET | GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | MACRO INSIGHT | MAGGIO 2019

Dopo la ripresa dell'economia mondiale dai timori per la crescita prevalsi nel quarto trimestre del 2018, eravamo certi che l'economia statunitense e quella globale fossero in via di stabilizzazione e che non rischiassero la recessione. Secondo le nostre stime, per assistere ad una ripresa sarebbe stato necessario attendere qualche altro trimestre, sulla base di una combinazione di tendenze cicliche e strutturali.

Tutto è cambiato il 10 maggio, quando è entrato in vigore l'aumento dei dazi sulle importazioni dalla Cina annunciato dal Presidente Trump, che ha nuovamente inasprito le relazioni commerciali tra i due Paesi e frenato l'economia globale. Non è stata una sorpresa per noi, in quanto gli attriti commerciali tra Washington e Pechino sono tra i maggiori rischi binari che avevamo evidenziato nelle nostre prospettive di mercato precedenti.

Nonostante le tensioni, riteniamo che il trend di crescita di medio termine rimanga intatto, sebbene la nuova escalation potrebbe ritardarlo. L'instabilità sul versante commerciale potrebbe infatti aumentare le probabilità di ulteriori stimoli fiscali in Cina e negli Stati Uniti, anche se potrebbe verificarsi maggiore volatilità. Gli investitori devono dunque tenere d'occhio la fase di "metà gioco" e la potenziale volatilità nel breve termine. Stiamo affrontando questa perturbazione transitoria riducendo il rischio nei nostri portafogli a breve termine, con l'obiettivo di ritornare successivamente sull'azionario.

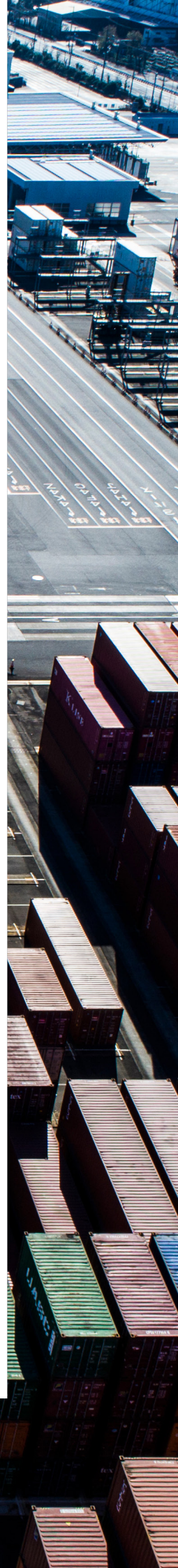
AUTORE



**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.

“Le tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti hanno frenato gli scambi mondiali, provocando il calo dei volumi più marcato dalla crisi del 2008.”



## Nonostante le tensioni, il commercio globale potrebbe aver raggiunto il punto di minimo

Le tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti hanno frenato gli scambi mondiali, provocando il calo dei volumi più marcato dalla crisi del 2008 (Figura 1) e penalizzando le nazioni esportatrici. Dopo il miglioramento di gennaio, a febbraio 2019 i flussi commerciali mondiali hanno subito un rallentamento, una dinamica annunciata dalla debolezza registrata nel primo trimestre dalla componente nuovi ordinativi all'esportazione dell'indice PMI (Purchasing Managers' Index).

Prima del recente aggravamento delle tensioni, i dati relativi ai nuovi ordini all'esportazione indicavano una significativa ripresa degli ordini cinesi e un possibile punto minimo d'inversione per gli ordinativi in Europa (Figura 2). Le battaglie commerciali di inizio maggio potrebbero destabilizzare nuovamente la situazione nell'immediato, ma nel medio termine continuiamo ad aspettarci un miglioramento dei flussi commerciali.

## L'importanza della Cina per la ripresa

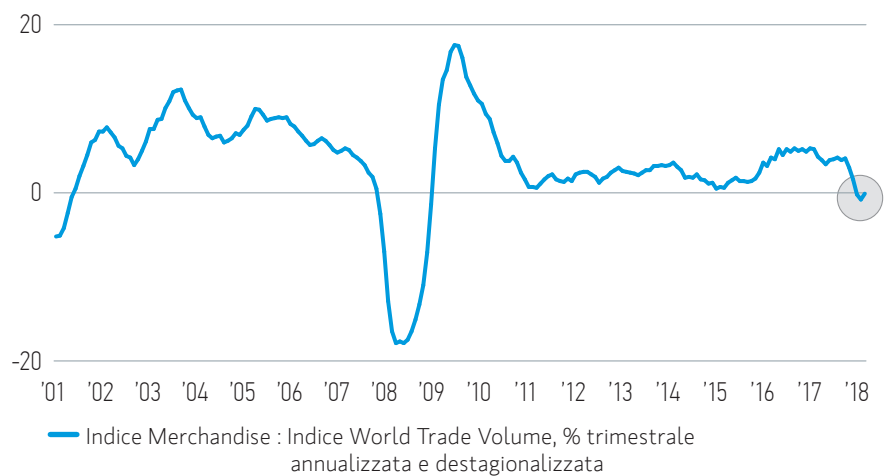
I programmi di stimolo varati in Cina sono stati determinanti ai fini della svolta. Sebbene gli attuali stimoli rappresentino solo l'1,5% circa del PIL dal punto di vista fiscale – un forte calo rispetto al 10% circa del 2008 – si tratta di misure molto più mirate.<sup>1</sup>

Gli ultimi tre piani di stimolo cinesi hanno indirizzato i capitali verso i mercati immobiliari, un modo rapido per promuovere i consumi. Città come Pechino, Shanghai e Shenzhen hanno registrato aumenti dei prezzi degli immobili pari al 30-40% annuo<sup>2</sup> e ciò ha creato una bolla in quanto gli investitori cercavano di spostare sempre più capitali nei mercati immobiliari, fonte di "denaro facile".

<sup>1</sup> Aumento dei deficit allargati della Cina. Fonte: FMI, [www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13211.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13211.pdf) Repubblica popolare cinese: 2013 Article IV Consultants, luglio 2013, pag. 13.

<sup>2</sup> Bloomberg, Cina. Città di 1° fascia, edifici residenziali commerciali di nuova costruzione, prezzo medio su base annua.

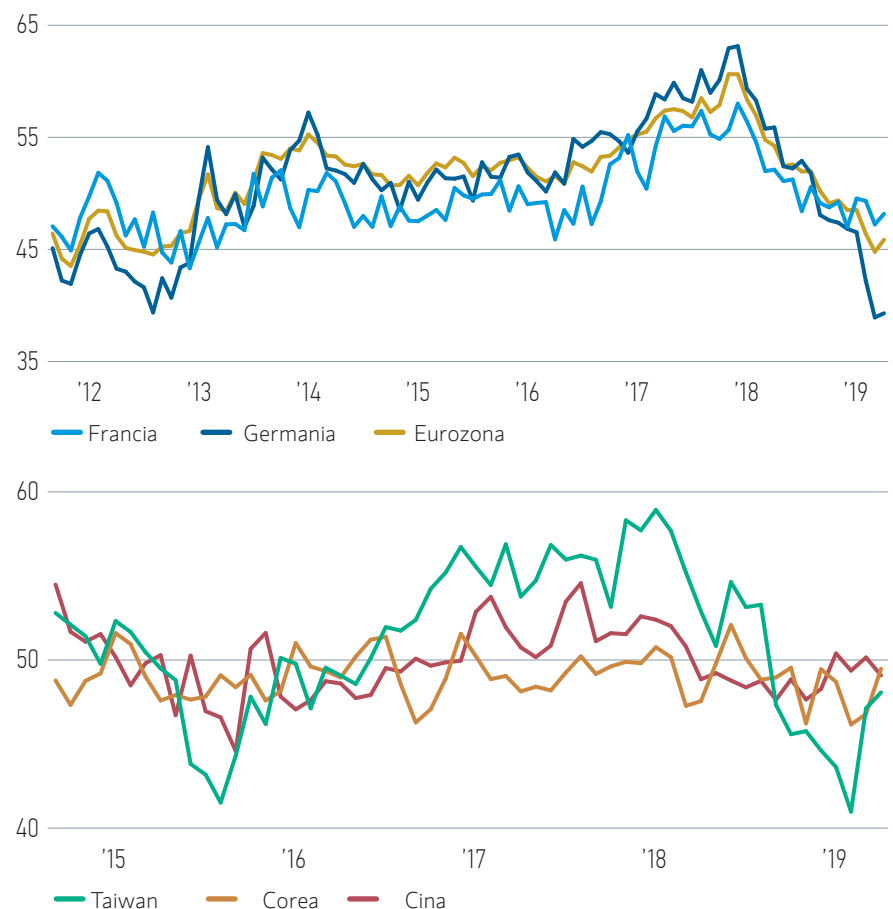
**FIGURA 1**  
Flussi commerciali danneggiati dai dazi



Fonte: CPB, Bloomberg. Dati al 10 maggio 2019.

**FIGURA 2**  
In Cina salgono i nuovi ordinativi all'esportazione e l'Eurozona potrebbe aver trovato il punto minimo d'inversione

Nuovi ordinativi all'esportazione degli indici PMI



Fonte: Nikkei, Markit, Datastream. Dati al 10 maggio 2019.

L'attuale piano di stimolo è stato ideato per evitare lo scoppio della bolla: da una parte esso prevede politiche volte a preservare le condizioni di relativo restringimento sul settore immobiliare, dall'altra indirizza gli stimoli fiscali verso il settore privato e i consumatori. Data la natura delle nuove misure di stimolo, ci aspettiamo un effetto più ritardato rispetto al passato ma anche più sostenibile.

Oggi, i consumatori cinesi sono molto più indebitati che in passato. Negli ultimi 10 anni, i livelli di indebitamento sono quasi raddoppiati (Figura 3). Anche se ancora gestibile rispetto all'indebitamento di altri Paesi, la rapidità con cui questo livello è aumentato è motivo di apprensione. Preoccupa anche la lotta delle nuove generazioni per riuscire a risparmiare: il costo della vita è in aumento e i tassi ipotecari si aggirano sul 5-6%, contro il 2% nel Regno Unito. Pertanto, difficilmente i consumatori si abbandoneranno a "spese pazze".

Pur consapevoli dei rischi di lungo termine comportati dall'aumento del debito delle famiglie, i legislatori cinesi non vogliono che l'economia nazionale rallenti ulteriormente. Visto il ripresentarsi delle tensioni tariffarie, Pechino ha già cercato di potenziare i programmi di stimolo, ma sembra che mantengano un ulteriore aumento dei prezzi degli immobili come ultima risorsa.

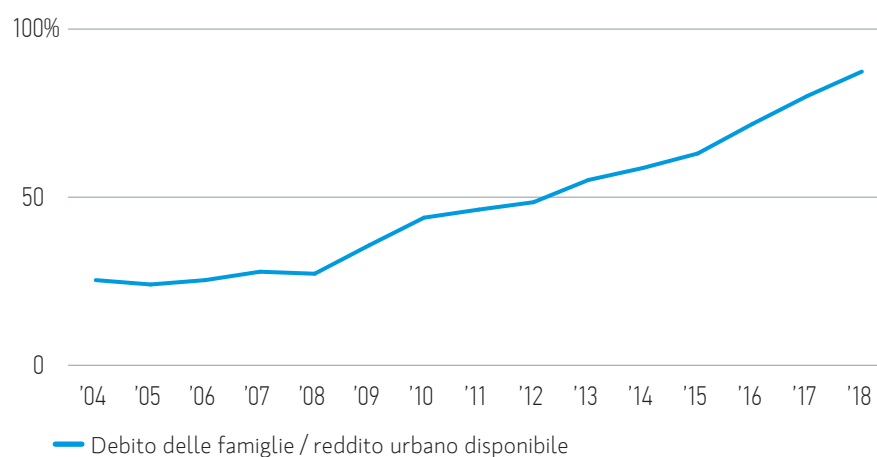
### Il valore delle infrastrutture pubbliche americane. . .

Sia il Presidente che il partito democratico al Congresso hanno sostenuto l'idea di uno stimolo fiscale sotto forma di piani infrastrutturali, parlando, lo scorso novembre, di interventi per USD 2000 miliardi. Tuttavia, durante un recente incontro con i leader democratici, Trump ha imposto come condizione del suo supporto la conclusione delle indagini del Congresso sulla sua amministrazione e sui suoi affari. Nonostante questo passo indietro, i canali secondari attraverso cui far

progredire le iniziative legislative sembrano rimanere aperti (è il caso, ad esempio, del disegno di legge sugli aiuti per calamità appena approvato dal Senato e ancora sostenuto da Trump). Restiamo dell'idea che un piano di spesa infrastrutturale verrebbe accolto molto positivamente dalla popolazione e che aiuterebbe a scongiurare una recessione nel 2020. La potenza di questi supporti politici lascia supporre che la proposta

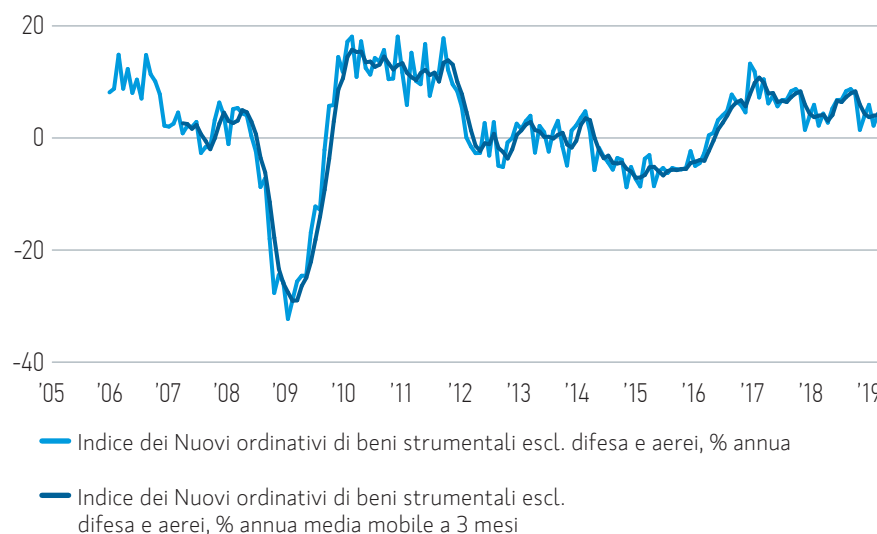
potrebbe presto essere rispolverata. Il sostegno repubblicano al Senato sarebbe subordinato alle coperture e a un aumento dell'accisa sul carburante, che non avviene dai tempi dell'amministrazione Clinton e rimane dunque un'opzione valida, anche se probabilmente una spesa infrastrutturale sostanziosa verrebbe messa subito a bilancio e coperta inizialmente mediante ricorso al debito.

**FIGURA 3**  
Più proprietari: aumenta il debito dei consumatori cinesi



Fonte: Bloomberg, National Bureau of Statistics of China. dati al 10 maggio 2019.

**FIGURA 4**  
Negli Stati Uniti, gli ordinativi di attrezzature aziendali sono stabili o in miglioramento



Fonte: U.S. Census Bureau, Bloomberg. Dati al 10 maggio 2019.

### ... e la tesi a favore di una ripresa degli investimenti privati

Di norma, gli investimenti fissi delle imprese sono l'elemento più ciclico del PIL, che ha un impatto sproporzionato sul ciclo economico. La (Figura 4) mostra come la crescita core della spesa per investimenti si è risolledata dai minimi del 2015 e 2016, ha raggiunto il picco nel dicembre 2017 per poi in parte stabilizzarsi prima di precipitare nel 2018. È probabile che questo brusco calo sia stato dovuto in larga parte alla guerra commerciale. Le incertezze sulle supply chain globali hanno costretto le imprese a rinviare gli investimenti necessari. Il leggero recupero di marzo 2019 rappresenta l'incremento degli investimenti aziendali più significativo degli ultimi otto mesi.

Il recente aggravamento delle tensioni rischia senz'altro di far rinviare nuovamente la spesa per investimenti, ma vi sono varie dinamiche indicanti una ripartenza degli investimenti fissi aziendali nel medio termine. Fra queste, l'elevata domanda inespressa: le attrezzature esistenti sono molto obsolete, i cambiamenti tecnologici sono in rapida evoluzione e le imprese hanno un disperato bisogno di ammodernare le loro attività fisse.

Nel frattempo, la trasformazione legata al cambiamento climatico tenderà a far accelerare il tasso di investimento in conto capitale, in quanto l'economia dovrà spostarsi su fonti sostenibili quali i veicoli elettrici e l'energia solare. Inoltre, qualsiasi programma di stimolo fiscale basato sulla spesa infrastrutturale imprimerebbe slancio anche alla spesa in conto capitale (o spesa per gli investimenti).

### Quali prospettive per le misure di stimolo in Europa?

La continua ascesa dei movimenti populisti – visibile anche nelle ultime elezioni per il Parlamento europeo – fa crescere la pressione sui governi europei affinché aumentino la spesa pubblica, e ciò sembra deporre a favore di manovre basate su misure di stimolo. Le quattro

maggiori economie dell'Eurozona sembrano attualmente intenzionate ad attuare misure fiscali espansive nel 2019. L'aspettativa è supportata dagli ultimi dati della Commissione europea, che prevedono manovre di stimolo in Germania, Francia, Italia e Spagna (Figura 5).

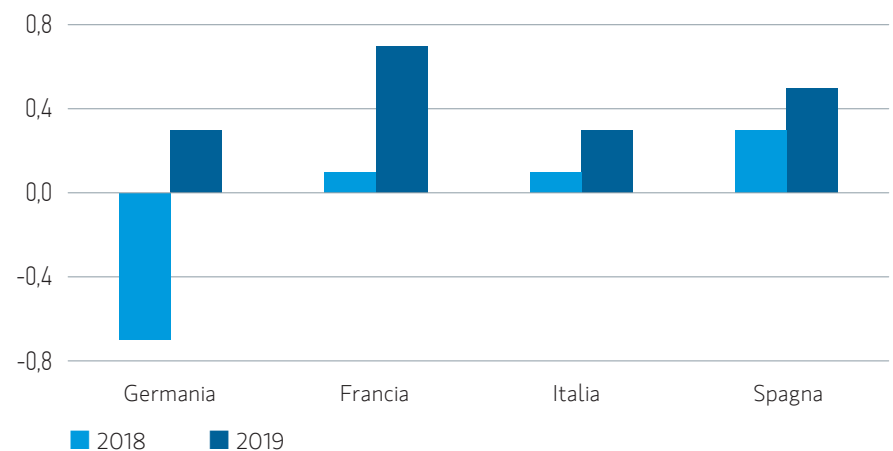
### Le prospettive per il settore automobilistico

Il tradizionale recupero della produzione di auto potrebbe non essere così marcato come nei cicli precedenti. Di fatto, la transizione rivoluzionaria dal motore a combustione ai veicoli elettrici può indebolire l'effetto della crescita di breve termine del settore.

**FIGURA 5**

#### Si prospettano misure di stimolo per le quattro maggiori economie dell'Eurozona

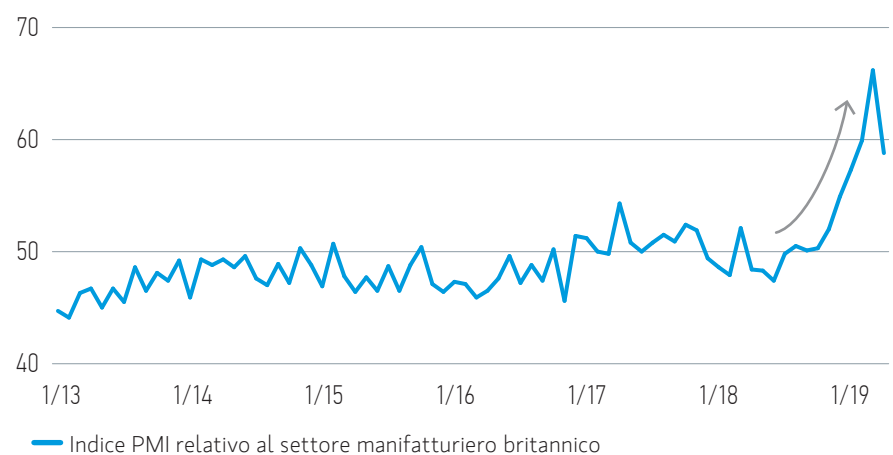
Variatione del saldo primario corretto per il ciclo (+ corrisponde a un'espansione fiscale)



Fonte: Commissione europea, MSIM. Dati tratti dalle Previsioni economiche europee (primavera 2019) pubblicate il 7 maggio 2019. Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

**FIGURA 6**

#### Le scorte britanniche di prodotti manifatturieri mostrano segni di accumulo



Fonte: Markit/CIPS, Bloomberg. Dati al 10 maggio 2019.



Molte case automobilistiche stanno progettando il passaggio alle vetture elettriche, e questo cambiamento potrebbe rivelarsi decisamente positivo per la spesa in conto capitale di lungo termine. Di ciò potrebbe tuttavia risentire l'occupazione, perché la produzione di veicoli elettrici richiede molta meno manodopera. Le case automobilistiche potrebbero decidere di chiudere i vecchi impianti prima di aprirne di nuovi, e in tal caso la spinta potenziale fornita agli investimenti netti potrebbe manifestarsi solo dopo qualche tempo.

### Prevediamo un rimbalzo, ma non con la tradizionale forma a "V"

Se le misure di stimolo varate in Cina nel 2015-2016 hanno favorito un rimbalzo a "V", oggi gli stimoli decisi da Pechino sono più esigui nonché destinati a favorire unicamente la Cina, con minore probabilità che gli effetti positivi si propaghino nel resto del mondo.

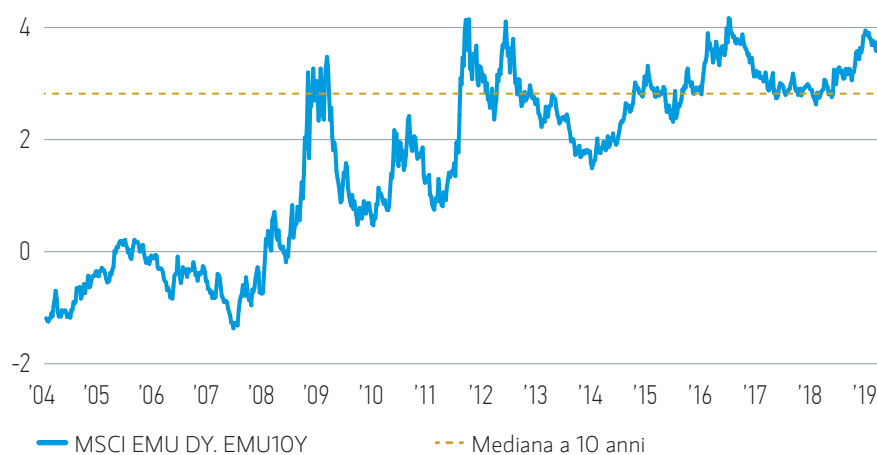
Tra l'altro, le scorte globali sono generalmente troppo elevate, probabilmente a causa degli accumuli effettuati in previsione della Brexit e della guerra commerciale (Figura 6). Questo ciclo di scorte in eccesso dovrà essere smaltito. Ad esempio, la decelerazione dei semiconduttori non ha ancora raggiunto il punto minimo, pertanto le scorte elevate di chip agiscono ancora da freno sulla spesa.

Tuttavia, ciò che di solito manca a una ripresa sostenibile è la crescita della spesa per investimenti. Attualmente, intravediamo un forte potenziale di crescita della spesa in conto capitale, anche se le tensioni commerciali potrebbero posticiparla. Inoltre, scorgiamo un circolo virtuoso di elementi anticiclici che potrebbero rivelarsi utili anche in caso di guerra commerciale. Quanto più intense diventeranno le tensioni tariffarie, tante più probabilità ci sono che i cinesi aumentino le loro misure di stimolo e che gli Stati Uniti adottino un piano infrastrutturale imponente. Attualmente, inoltre, le aziende sono

**FIGURA 7**

### I dividendi azionari dell'Eurozona offrono un sostanzioso premio rispetto ai rendimenti obbligazionari

Dividend yield meno rendimento obbligazionario (premio al rischio azionario)



Fonte: IBES. Dati al 10 maggio 2019. Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri. La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. Per le definizioni degli indici si rimanda alla sezione Informazioni importanti.

più preparate allo spostamento delle supply chain rispetto a quando è cominciata la guerra commerciale.

### Ignorare (quasi sempre) i rumori di sottofondo

Le prospettive di medio termine sono positive. Benché gli attriti commerciali inducano sicuramente alla cautela nell'immediato, gli stimoli fiscali in Cina, la potenziale spesa infrastrutturale statunitense e la domanda inespressa di investimenti in conto capitale sono tutti elementi fortemente positivi, in grado di imprimere slancio ai mercati non appena sarà stata risolta la disputa commerciale.

Un epilogo positivo in tal senso aiuterebbe anche gli investimenti fissi europei, legati a doppio filo agli scambi commerciali.

Le valutazioni azionarie dell'Eurozona sono interessanti in base al premio medio di rendimento rispetto alle obbligazioni (Figura 7). Inoltre, la Banca centrale europea (BCE) sta adottando un approccio molto più favorevole al sistema bancario rispetto al passato. Ci attendiamo altresì un ulteriore

consolidamento delle banche europee. Un'area in cui preferiamo muoverci con cautela è il settore tecnologico statunitense, dove le valutazioni sembrano essersi portate nuovamente al di sopra della capacità reddituale.

Più a lungo termine, siamo positivi circa le prospettive per l'economia e conseguentemente negativi nei confronti delle obbligazioni. Tuttavia, la guerra dei dazi potrebbe aumentare temporaneamente l'attrattiva dell'obbligazionario.

### Le prospettive di crescita rimangono intatte

Come evidenziato in uno dei nostri ultimi commenti, il ripresentarsi delle tensioni commerciali USA-Cina è uno dei rischi binari passibili di complicare la nostra fiducia di fondo in uno scenario di ripresa globale. E sebbene le esternazioni imprevedibili della Casa Bianca abbiano un impatto destabilizzante nel breve termine, rimaniamo comunque ottimisti circa la tesi di una crescita nel medio termine: la "metà gioco" che dà il nome alla nostra analisi.

## 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 fund (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 a quelle dei titoli sottostanti. **Gli strumenti derivati** possono essere illiquidi, amplificare in misura più che proporzionale le perdite e avere un impatto negativo potenzialmente rilevante 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

L'indice **Merchandise World Trade Volume del CPB** misura il volume degli scambi transfrontalieri tra le principali regioni del mondo. L'indice dei direttori degli acquisti **CIPS/Markit UK (PMI)** è un indice composito basato su cinque dei singoli indici con le seguenti ponderazioni: nuovi ordinativi - 0,3, produzione - 0,25, occupazione. Il **World Trade Monitor del CPB** mostra che il volume del commercio mondiale è diminuito dell'1,7% a febbraio, dopo un aumento del 2,1% a gennaio (stima iniziale del 2,3%). L'indice **MSCI EMU (European Economic and Monetary Union)** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei mercati azionari dell'UEM. Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni o 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 licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

Per **investimento fisso aziendale** si intende l'investimento in macchinari, strumenti e attrezzature che gli imprenditori acquistano per portare avanti la produzione di beni e servizi. Lo stock di tali macchinari, impianti, attrezzature ecc. rappresenta un capitale fisso. **Le spese in conto capitale (o spesa per investimenti) sono i soldi che un'azienda spende per acquistare, mantenere o migliorare le proprie immobilizzazioni, come edifici, veicoli, attrezzature o terreni.**

## 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 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.

**Le performance passate non sono 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, Dublino 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, Londra 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 11096HA, 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. Una 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 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 dalla 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.

**Taiwan** – Questo materiale viene fornito a scopo esclusivamente informativo e non costituisce una sollecitazione ove tale sollecitazione è vietata dalla legge. Non tutti i prodotti menzionati nella presente comunicazione sono stati registrati presso il Securities and Futures Bureau della Financial Supervisory Commission di Taiwan, Repubblica di Cina ("ROC") ai sensi delle leggi e delle normative vigenti in materia di valori mobiliari. Tali prodotti possono essere resi disponibili nella ROC solo se (a) sono registrati per la vendita al pubblico nella ROC o (b) sono resi disponibili per il collocamento privato a istituti finanziari specifici e altre persone fisiche e giuridiche idonee ai sensi delle disposizioni in materia di collocamento privato di cui alla normativa della ROC che disciplina i fondi esteri.

**Corea** – Il presente documento non costituisce un'offerta di valori mobiliari in Corea e non deve essere in alcun caso interpretato come tale. Non si garantisce l'idoneità dei destinatari del presente documento ai sensi delle leggi coreane, compresi, a mero titolo esemplificativo, la Legge sulle transazioni valutarie e i regolamenti che ne derivano. Il fondo o i fondi menzionati nel presente documento non sono necessariamente registrati presso la Financial Services Commission coreana ai sensi del Financial Investment Services and Capital Markets Act e non possono essere offerti, direttamente o indirettamente, in Corea o a qualsivoglia residente coreano se non in conformità alle leggi e ai regolamenti vigenti in Corea.

**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 di gestione discrezionale 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 Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublino 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Autorizzata e regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. ("MSIM Ireland").**

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 ai 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.