



Prospettive 2020

Non si tratta dei soliti sospetti

Con l'inizio del 2020, la crescita economica mondiale sembra, da una parte, sufficientemente solida da evitare la recessione, ma dall'altra, in abbastanza in rallentamento da spingere svariati governi a implementare programmi di stimolo fiscale. Sebbene l'economia statunitense continui a essere sostenuta dal buon andamento dei consumi e la Cina si stia stabilizzando grazie a stimoli solo modesti, riteniamo che le aree più interessanti esulino dai soliti sospetti: nel 2020 le opportunità sembrano presentarsi in regioni quali il Giappone e il Regno Unito, entrambe poco apprezzate per diversi anni.

Stati Uniti: ritmo lento ma costante

Negli Stati Uniti il settore dei consumi registra un buon andamento, con una robusta crescita dell'occupazione e una forte crescita salariale, in particolare nell'ambito di posti vacanti a retribuzione minore che devono essere coperti a livello locale, come nel settore del tempo libero, dei servizi sanitari e dell'assistenza sociale. Le famiglie, che ora detengono un numero di titoli azionari quotati notevolmente superiore rispetto al passato grazie ai tassi d'interesse storicamente bassi offerti attualmente dalle banche, stanno inoltre beneficiando di un positivo effetto ricchezza sulla scia del forte rialzo dell'indice S&P nel corso del 2019.

Anche la domanda di abitazioni è in fase di aumento. A fronte di una compressione dei tassi ipotecari trentennali di oltre 100 punti base (pb) negli ultimi 12 mesi, la domanda di mutui si è impennata (*Figura 1*). Inoltre, quando si acquista una casa si acquistano anche arredi e altri prodotti e servizi correlati, il che sostiene ulteriormente la crescita e i consumi.

Negli Stati Uniti l'anello debole sono stati gli investimenti fissi, frenati dalle incertezze correlate ai dazi e da altre criticità idiosincratiche. Tuttavia, con l'inizio del 2020 ravvisiamo svariati fattori che potrebbero allentare queste pressioni:

- GLI INVESTIMENTI ASSOCIATI AL PETROLIO** si sono ridotti a causa dei ribassi del 2018. Alla fine del 2019, a nostro avviso, il prezzo del petrolio si è stabilizzato, il che dovrebbe ridurre l'effetto negativo sull'economia di questo fattore. Si tratta di un elemento distinto da eventuali pressioni al rialzo sui prezzi petroliferi derivanti dalle tensioni geopolitiche manifestatesi all'inizio del 2020.

- GLI INVESTIMENTI IN ATTREZZATURE** si erano complessivamente arrestati a causa della forte contrazione degli investimenti nel settore dell'aviazione in seguito agli incidenti aerei dei due Boeing 737 Max, che hanno innescato uno stop della produzione. Una stabilizzazione degli investimenti nel settore dell'aviazione dovrebbe riportare in territorio positivo

gli investimenti complessivi nel segmento delle attrezzature.

- GLI INVESTIMENTI NEL CAMPO DELLA PROPRIETÀ INTELLETTUALE** stanno beneficiando del buon andamento dei settori basati sulla tecnologia.

La combinazione di queste rilevazioni con l'età avanzata delle attività fisse statunitensi e con gli sgravi fiscali provvisori, ancora fruibili da parte delle aziende, sugli investimenti fissi a

breve scadenza, ci induce a prevedere un livello costante o in modesto rialzo degli investimenti non residenziali nel 2020. La componente finale del PIL statunitense, la spesa pubblica, dovrebbe rimanere sostanzialmente invariata con un aumento nel settore difesa.

L'effetto netto di questi fattori è una crescita positiva, seppur modesta, negli Stati Uniti. Il nostro modello, che vede le sue origini nel 2004, ci suggerisce

FIGURA 1

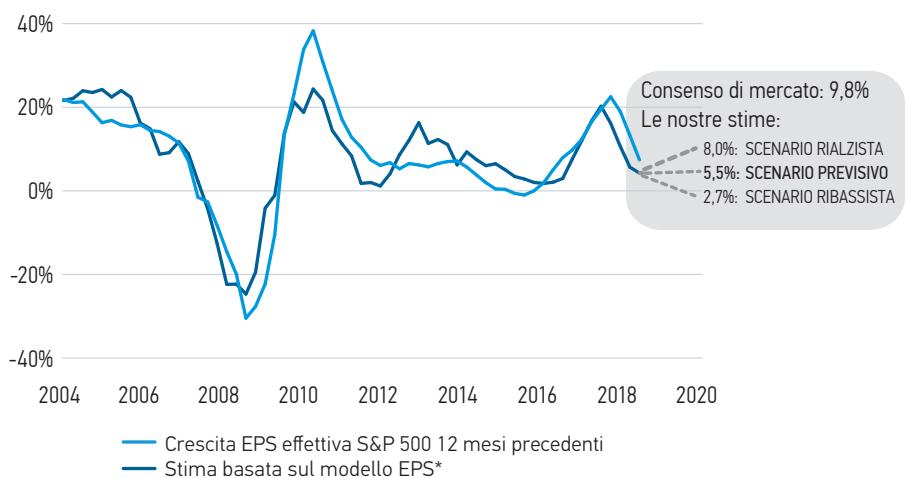
L'abbassamento dei tassi ipotecari sta spingendo le vendite di immobili residenziali



Target: Census Bureau, Federal Home Loan Mortgage Corporation, Haver, MSIM. Dati al 3

FIGURA 2

La nostra previsione di crescita degli utili per azione per il 2020 è inferiore alle stime di consenso



Target: Datastream, MSIM, dati al 30 settembre 2019. Le previsioni e le stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

come scenario base una crescita degli utili per azione nel 2020 pari al 5,5% (*Figura 2*). La stima è basata su una crescita prevista del PIL pari al 2,1% e su un aumento dei riacquisti di azioni proprie del 3,5%. Ciò si discosta in misura significativa dal consenso degli analisti di mercato, che suggerisce una crescita degli utili per azione pari al 9,8%. Anche il nostro scenario più positivo prevede una crescita degli utili per azione pari solo all'8,0%. Tale divario implica che gli investitori che si aspettano una crescita degli utili in linea con le stime di mercato prezzate dagli attuali rapporti prezzo/utili potrebbero restare verosimilmente delusi.

Cina: Stimoli controllati per mantenere la stabilità

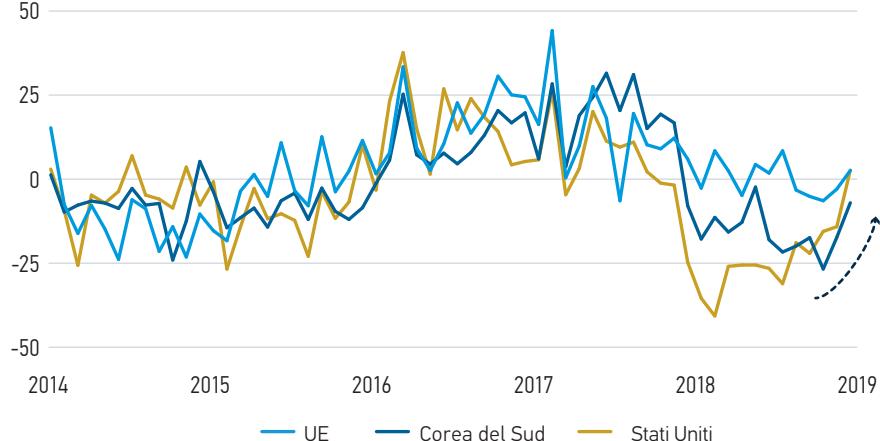
Sebbene il rallentamento della Cina segnali l'esigenza di uno stimolo, le politiche del governo si sono concentrate sulla transizione dal modello basato sugli investimenti indiscriminati ad uno basato su una crescita di maggiore qualità. Per equilibrare queste forze contrapposte, la Cina probabilmente continuerà ad applicare un programma di stimolo controllato che consenta all'economia di crescere a un ritmo moderatamente non molto superiore a quello attuale.

A novembre, la Banca popolare cinese (PBoC) ha inaspettatamente attuato un taglio da 5 pb del tasso sulle sue linee di credito a medio termine annuali, ha lanciato un pronto contro termine attivo a sette giorni del quale ha tagliato il tasso al 2,5% per la prima volta dal 2015 e infine ha abbassato i propri tassi annuali e quinquennali sui prestiti. A gennaio, la PBoC ha continuato il suo programma di stimolo iniettando 115 miliardi di dollari nel sistema finanziario del Paese.¹ Ci aspettiamo che la PBoC continui con queste caute manovre espansive.

Sul fronte fiscale, due anni di interventi di riduzione del debito pubblico hanno lasciato alla Cina il margine per aumentare le misure di stimolo e per continuare a fissare una quota ragionevole per le emissioni obbligazionarie. Ciò offre alla Cina gli strumenti necessari per preservare la crescita. Tuttavia, per

FIGURA 3
Negli ultimi mesi le importazioni cinesi hanno riacquistato slancio

Importazioni cinesi %A/A



Target: Bloomberg, MSIM, dati al 30 novembre 2019.

effetto del miglioramento dei PMI, dell'accelerazione nel settore dei servizi e dell'espansione dell'attività manifatturiera, che a novembre è avanzata al ritmo più rapido da tre anni, il governo cinese sembra meno preoccupato dall'eventualità che la crescita economica possa scendere sotto il 6%. Inoltre, le tensioni commerciali hanno iniziato ad attenuarsi come emerso da una ripresa delle importazioni cinesi negli ultimi mesi (*Figura 3*). Pertanto, con ogni probabilità, dovremmo assistere solamente a uno stimolo fiscale mirato con una persistente riforma strutturale.

Resto del mondo: Anche in questo caso un'evoluzione verso le politiche di stimolo fiscale²

Le aspettative di un rallentamento della crescita nelle due principali economie stanno finalmente promuovendo imponenti misure di stimolo fiscale, ma queste arrivano da aree geografiche meno scontate dagli investitori:

- **GIAPPONE:** 120 miliardi di dollari di stimolo fiscale (circa 1,9% del PIL) su 15 mesi
- **GERMANIA:** Grazie a un rassicurante avanzo di bilancio, il nuovo governo sta prendendo in considerazione una politica di stimolo fiscale oltre al pacchetto da 60 miliardi di dollari per il clima recentemente annunciato.

Tale pacchetto si aggiunge all'European Green Deal, che prevede oltre 100 miliardi di dollari di investimenti mirati

- **REGNO UNITO:** prevede di mettere in atto un programma di stimolo fiscale pari all'1,2-2,4% del PIL a partire dal mese di aprile 2020 per aiutare la ripresa dell'economia dopo il contraccolpo dell'incertezza generata dalla Brexit
- **COREA DEL SUD:** la legge di bilancio più espansiva dal 2008-2009, circa l'1,9% del PIL
- **INDIA:** programma di stimolo da 20 miliardi di dollari

A nostro avviso questi e altri analoghi pacchetti di stimoli dovrebbero dare slancio alla crescita globale, anche in assenza di interventi da parte degli Stati Uniti e della Cina.

Prospettive: le azioni battono le obbligazioni . . .

La stabilizzazione dei dati manifatturieri, l'accelerazione della crescita del credito, una certa ricostituzione delle scorte in Asia e l'allentamento delle tensioni commerciali giocano tutti a favore di solidi fondamentali globali, con un certo potenziale slancio a seguito del passaggio dalle politiche di stimolo monetario a quelle di stimolo fiscale.

¹ Fonte: Financial Times, 5 novembre 2019 e 2 gennaio 2020

² Fonte: Haver, FT, Morgan Stanley Research, MSIM al 6 dicembre 2019

In generale le azioni sembrano più appetibili delle obbligazioni. I tassi d'interesse sono talmente bassi che sembrano prezzare una recessione e il posizionamento azionario rimane sbilanciato al ribasso. Di fatto, i deflussi dai fondi azionari degli investitori retail sono su livelli record, superiori a quelli del 2008 – una chiara indicazione di clima di sfiducia (di norma un indicatore positivo). Con il progressivo manifestarsi di segnali di una moderata crescita, è probabile che i rendimenti obbligazionari acquisiscano slancio, che le azioni registrino un rialzo e che gli investitori si spostino dalle obbligazioni alle azioni.

... in mercati con valutazioni ragionevoli

Malgrado i fondamentali solidi e il clima di sfiducia – che lascia intendere la possibilità di segnali positivi – gli investitori che operano sui mercati azionari dovrebbero mantenersi cauti. Le quotazioni di alcuni mercati, tra cui quello statunitense, indiano, taiwanese, sudcoreano, australiano e a livello mondiale, sembrano molto elevate. Se si osservano i rapporti prezzo/utili a 12 mesi su scala mondiale, gli Stati Uniti si collocano nel 95o percentile, secondo solo all'Australia.

Come già detto, il rapporto prezzo/utili negli Stati Uniti rispecchia una previsione di crescita degli utili del 9%, che a nostro avviso è eccessiva. Altri mercati offrono un valore migliore. Molte delle regioni con prezzi interessanti, tra cui l'Europa, l'America Latina, il Regno Unito, la Cina, l'Europa orientale e in particolare il Giappone, sono risultate poco apprezzate per un certo periodo di tempo. Il figura 4 mostra le implicazioni sul posizionamento nei principali mercati.

Reddito fisso: prospettive negative per gli attivi con duration lunga

I mercati obbligazionari stanno scontando una crescita estremamente lenta, se non addirittura una recessione. Riteniamo che la reazione del mercato sia stata eccessiva. In un contesto che vede il progressivo abbandono delle politiche monetarie aggressive da parte delle banche centrali e il rafforzamento

FIGURA 4

SOVRAPPESO

Regno Unito	La risoluzione dell'incertezza relativa alla Brexit dovrebbe sbloccare parte della domanda arretrata. Le revisioni degli utili hanno seguito un trend discendente per tre anni, ma osserviamo una ripresa nell'attività interna nel breve termine. Il dividend yield pari al 3,6% ³ è interessante e le valutazioni convenienti, in particolare nel segmento mid cap.
Giappone	Il miglioramento dei margini di profitto aziendali potrebbe consentire al Giappone di liberarsi della fama di "trappola del valore". Il pacchetto di stimoli da 120 miliardi di dollari è molto ⁴ positivo e le valutazioni sono convenienti, con un miglioramento del ROE e un potenziale di rialzo del 10% che lo riporterebbe al livello di valutazioni relative del 2018 rispetto al resto del mondo.

POSIZIONAMENTO NEUTRALE

Asia	I fondamentali stanno lentamente migliorando, le valutazioni sono eque, ma il clima di fiducia resta ancora improntato alla cautela.
Eurozona	La riduzione dei rischi legati al commercio, il Green Deal, la possibilità di ulteriori stimoli fiscali, le valutazioni neutrali e il prevalente clima di sfiducia (un indicatore positivo) rendono interessante l'Eurozona rispetto agli Stati Uniti, anche se meno allettante del Regno Unito o del Giappone.

SOTTOPESO

Stati Uniti	Nonostante la stabilità della crescita, sia il trend di crescita degli utili che le attività di riacquisto di azioni proprie stanno registrando una flessione, è improbabile che vengano attuate politiche di stimolo fiscale e le valutazioni sono tanto elevate da risultare scarsamente interessanti. Negli Stati Uniti il clima di fiducia è stato ragionevolmente positivo, il che di norma rappresenta un indicatore sfavorevole.
--------------------	---

FIGURA 5

Le obbligazioni sovrane dei Mercati Emergenti sono meno vulnerabili ai rialzi dei tassi

SHERMAN RATIO (RENDIMENTO/DURATION)

		More attractive
1	Indice ICE BofAML Global High Yield	1,41
2	Indice ICE BofAML US High Yield 100	1,24
3	Indice ICE BofAML Global High Yield European Issuers	1,15
4	Debito sovrano dei ME in valuta locale	0,98
5	Debito sovrano dei ME in valuta forte	0,68
6	Barclays U.S. Aggregate USD	0,37
7	Barclays U.S. Credit USD	0,37
8	Barclays U.S. Government USD	0,27
9	Barclays Euro Credit EUR	0,10
10	Barclays Euro Aggregate	0,02
11	Barclays Euro Government EUR	0,01

↓
Less attractive

Target: Datastream, Bloomberg, MSIM, dati al 29 novembre 2019. Lo Sherman Ratio misura gli interessi attivi generati rispetto al rischio di tasso d'interesse assunto (l'aumento percentuale dei tassi necessario per annullare il rendimento).

³. Fonte: Bloomberg, dati a dicembre 2019

⁴. Fonte: Reuters, 5 dicembre 2019

della crescita tramite gli stimoli fiscali, prevediamo pressioni al rialzo sui rendimenti, che rappresentano un fattore negativo per i titoli a più lungo termine. Al contempo, negli Stati Uniti cresce la probabilità di un rialzo dell'inflazione, sostenuta sia dall'aumento delle retribuzioni che dagli effetti residui delle tensioni commerciali.

Manteniamo il sottopeso alle obbligazioni sovrane dei Mercati Sviluppati, in particolare nei titoli di alta qualità a duration elevata, mentre sovrappesiamo il debito dei Mercati Emergenti (ME). A fronte della probabilità di un irripidoamento della curva dei rendimenti statunitense, della convenienza delle valute emergenti e della duration delle obbligazioni in valuta forte superiore a quella dei titoli in valuta locale, predilegiamo inoltre le obbligazioni in valuta locale rispetto a quelle in valuta forte.

La *Figura 5* ne spiega il motivo. Gli Sherman Ratio di queste obbligazioni – gli interessi attivi generati rispetto al rischio di tasso d'interesse assunto

o l'aumento percentuale dei tassi che annullerebbe il rendimento – prediligono chiaramente le obbligazioni high yield e sovrane dei Mercati Emergenti.

Sintesi: un anno destinato agli investitori attenti

I fondamentali dignitosi ma non eccezionali previsti in tutto il mondo sembrano destinati a rendere il 2020, nel complesso, un anno all'insegna di una crescita lenta ma stabile. Tuttavia, il potenziale di rendimento dei vari mercati presenta ampie differenze in considerazione delle circostanze eccezionali di ognuno di essi. Inoltre, la prima settimana del 2020 ha dimostrato l'impossibilità per gli investitori di prevedere in che misura determinati eventi siano in grado di danneggiare i mercati, di far aumentare la volatilità e, nel caso dell'escalation delle tensioni tra Stati Uniti e Iran, di determinare un brusco aumento delle quotazioni petrolifere e della domanda di beni rifugio. Il nostro processo ci consente di modificare in modo flessibile la nostra

asset allocation nel caso di un perdurare di tali fasi, pertanto intende proteggere i portafogli dalla volatilità al ribasso. In alternativa, abbiamo la possibilità di esaminare quella che potrebbe rivelarsi solo volatilità di breve termine. Al momento della redazione di questo testo, confermiamo un'esposizione prudente agli attivi di rischio e un'esposizione leggermente più elevata all'oro, che consideriamo una copertura contro i rischi geopolitici, poiché continuiamo a monitorare gli sviluppi della situazione. Con il progressivo ritorno dell'enfasi sui fondamentali sottostanti, a nostro avviso gli investitori troveranno opportunità particolarmente interessanti nelle azioni giapponesi e britanniche (soprattutto nel segmento mid cap del Regno Unito) rispetto all'Eurozona e agli Stati Uniti. Nell'ambito dell'obbligazionario, riteniamo che le obbligazioni in valuta locale dei Mercati Emergenti offrano opportunità più allettanti rispetto a quelle investment grade e high yield o alle obbligazioni a lunga durata.

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 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 tassi d'interesse al ribasso, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. I **titoli con scadenze più lunghe** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. 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 od 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

Il **buyback**, o riacquisto di azioni proprie repurchase, è l'operazione di acquisto delle proprie azioni in circolazione da parte di una società per ridurre il numero di azioni disponibili sul mercato aperto. Le società riacquistano le proprie azioni per una serie di motivi, ad esempio per aumentare il valore delle restanti azioni disponibili riducendo l'offerta o per impedire ad altri azionisti di assumere il controllo di una quota maggioritaria. Il **prodotto interno lordo (PIL)** è il valore monetario di tutte le merci finite e di tutti i servizi prodotti all'interno dei confini di un Paese in un dato lasso di tempo. Comprende tutti i consumi pubblici e privati, la spesa pubblica, gli investimenti e le esportazioni nette. Il **tasso di crescita degli utili per azione (EPS)** è definito come gli utili totali divisi per il numero di azioni circolanti. Le società utilizzano spesso una media ponderata delle azioni in circolazione nell'arco del periodo di rendicontazione. L'EPS può essere calcolato per l'anno precedente ("trailing EPS"), per l'anno corrente ("current EPS") o per l'anno successivo ("forward EPS"). Si fa presente che l'EPS dell'anno precedente sarebbe effettivo, mentre l'EPS per l'anno corrente e l'EPS per quello successivo rappresenterebbero delle stime. **Rapporto prezzo/utili (P/E)** indica la quotazione di un'azione divisa per i rispettivi utili per azione nei 12 mesi precedenti. Talvolta detto anche multiplo, il P/E offre agli investitori un'idea del prezzo che pagano a fronte della capacità di generazione di utili di una società. Più alto è il P/E, più gli investitori pagano e più si aspettano una crescita degli utili maggiore. **L'indice dei direttori degli acquisti (PMI)** è un indicatore dello stato di salute economica del settore manifatturiero. L'indice PMI si basa su cinque indicatori principali: nuovi ordini, livelli di scorte, produzione, consegne dei fornitori e quadro occupazionale. **La redditività del capitale proprio (ROE)** è il reddito netto realizzato come percentuale del patrimonio netto. Il ROE misura la redditività di una società determinando il profitto da esso generato mediante il capitale investito dagli azionisti.

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni od oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziatore e il licenziatore declina ogni responsabilità in merito. L'**Indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate** replica la performance di tutti i Treasury, titoli emessi da agenzie del governo degli Stati Uniti, titoli di debito societari investment grade, titoli garantiti da ipoteca di agenzia, titoli garantiti da collaterale e titoli garantiti da ipoteche commerciali. L'**Indice Bloomberg Barclays U.S. Credit** misura l'andamento del mercato dei titoli obbligazionari societari e di Stato investment grade, denominati in dollari statunitensi, a tasso fisso e fiscalmente imponibili. È costituito dall'Indice US Corporate e da una componente non societaria che comprende agenzie estere, enti sovrani, sovranazionali e locali. L'**Indice Bloomberg Barclays U.S. Government/Credit** replica la performance di titoli di Stato e di obbligazioni societarie, tra cui titoli di agenzie federali statunitensi e Treasury, nonché obbligazioni societarie e bond "Yankee". L'**Indice Bloomberg Barclays Euro Credit** è una componente obbligazionaria del principale benchmark ad ampia base che misura il mercato obbligazionario investment grade, denominato in euro e a tasso fisso, incluse le emissioni di treasury, governative, societarie e cartolarizzate. L'inclusione si basa sulla valuta di denominazione di un'obbligazione e non sul paese di rischio dell'emittente. L'**Indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond** è il principale benchmark ad ampia base che misura il mercato obbligazionario investment grade, denominato in euro e a tasso fisso, incluse le emissioni di treasury, governative, societarie e cartolarizzate. Inclusion is based on currency denomination of a bond and not country of risk of the issuer.

INFORMATIVE LEGALI

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 resesi disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificate 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 resesi 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, 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, Grosse Gallusstrasse 18, 60312, Francoforte sul Meno, 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), con sede legale a 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, Zurich Branch, 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 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** – La presente pubblicazione non deve essere considerata 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. La presente pubblicazione non è stata esaminata 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 relativi regolamenti. Il fondo o 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 impedisce 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 2,20% 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 è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA.

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 e (b) non è soggetta ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

MSIM 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.

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 prevalente. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

Explore nuestro sitio web en www.morganstanley.com/im