

# Chi controlla la zuppiera del punch?

SOLUTIONS & MULTI ASSET | GLOBAL MULTI-ASSET TEAM | COMMENTO | 2016

Nel 1955, il presidente della Federal Reserve William McChesney Martin paragonò l'istituto a un sorvegliante per i mercati finanziari:

*“La Federal Reserve... occupa la posizione di un sorvegliante che ha ordinato di portare via il recipiente del punch proprio quando la festa stava iniziando ad animarsi”.*<sup>1</sup>

Vi sono importanti segnali del fatto che i mercati stiano attualmente tenendo una “condotta scorretta”, eppure non sembra esservi alcun sorvegliante pronto a portare via la zuppiera del punch. I mercati finanziari tendono a esibire una condotta pericolosamente scorretta quando le valutazioni raggiungono livelli estremi. I rendimenti reali, come mostra la Figura 1, sono ora ai minimi storici e anche questi dati potrebbero risultare gonfiati: vengono calcolati sottraendo l'inflazione complessiva – che comprende i prezzi energetici – dai rendimenti nominali. Data la brusca flessione dei prezzi energetici nel corso degli ultimi due anni, l'inflazione core – che non comprende i costi di generi alimentari ed energia – è generalmente più elevata dell'inflazione complessiva. Negli Stati Uniti, ad esempio, l'inflazione strutturale è al 2,3%, mentre quella complessiva si attesta all'1,1%.<sup>2</sup> Utilizzando l'inflazione strutturale, i rendimenti reali dei Treasury USA decennali sarebbero negativi e, pertanto, scarsamente appetibili per gli investitori locali che operano in un'ottica di lungo termine.

AUTORE



ANDREW HARMSTONE  
Managing Director

Andrew è Lead Portfolio Manager per la strategia Global Balanced Risk Control (GBaR) e membro del Global Multi Asset Group guidato da Cyril Moullè Berteaux. Lavora presso Morgan Stanley dal 2008 e ha 34 anni di esperienza nel settore finanziario

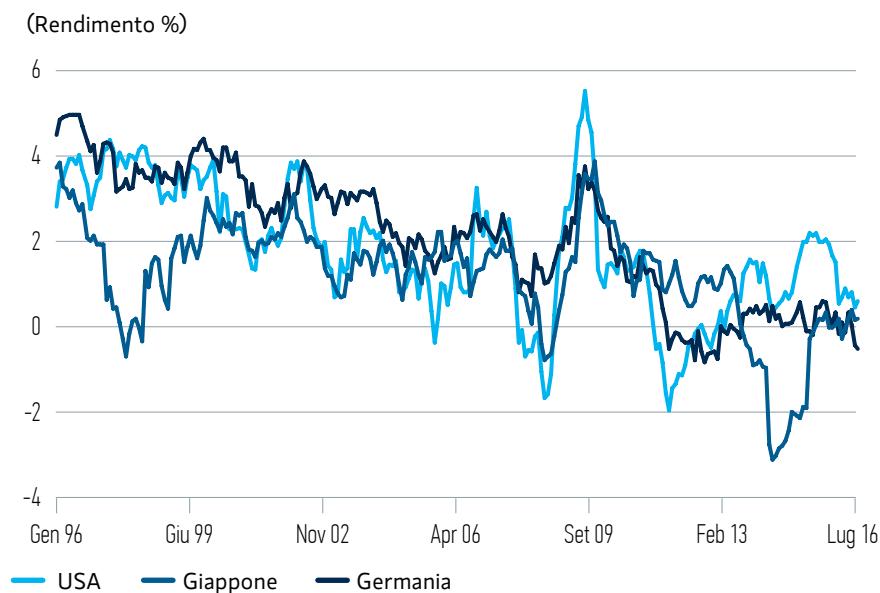


<sup>1</sup> Discorso di Wm. McChesney Martin Jr. davanti al New York Group della Investment Banker's Association of America, 19 ottobre 1955.

<sup>2</sup> Bureau of Labor Statistics.

**FIGURA 1****I rendimenti reali negli USA, in Germania e in Giappone sono ai minimi storici**

Rendimenti obbligazionari a 10 anni al netto dell'inflazione complessiva in un dato anno



Fonte: Bloomberg. Rendimenti reali dei titoli di stato decennali statunitensi, giapponesi e tedeschi al 31/7/2016.

**I rischi di un allentamento della sorveglianza**

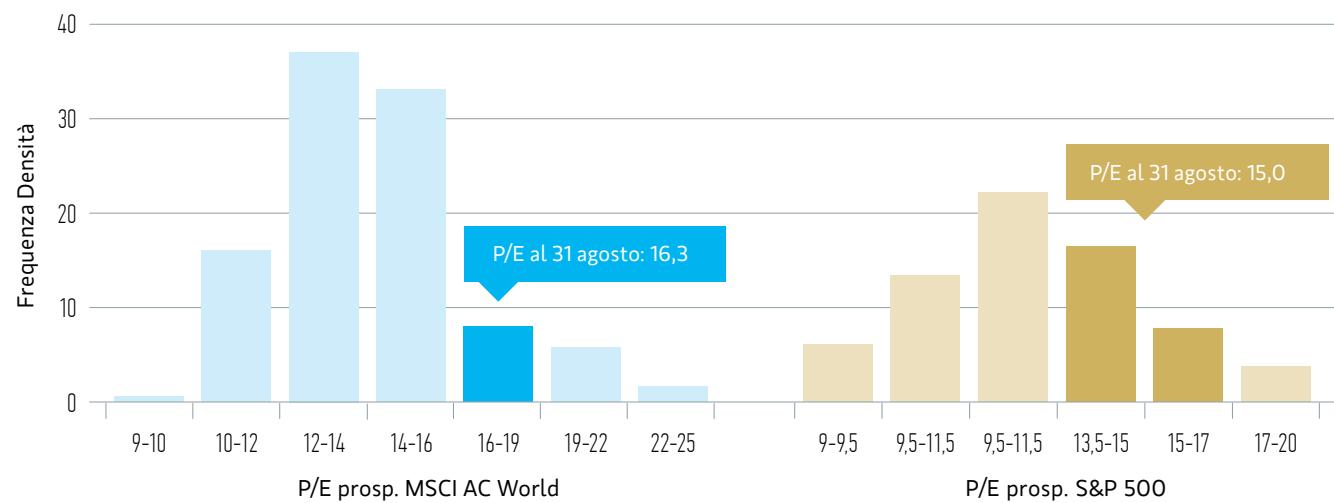
Pare che, ironicamente, siano state le stesse banche centrali – i presunti organi di sorveglianza – a incoraggiare la condotta scorretta che ha portato i rendimenti ai minimi estremi. Avendo riscontrato una mancanza di “spirito animale”<sup>3</sup> nelle proprie economie, gli istituti hanno voluto stimolare i soggetti da loro controllati con cocktail rinvigorenti di politica monetaria non convenzionale per abbassare i tassi d’interesse e rinvigorire le rispettive economie letargiche.

Sebbene possa funzionare nel breve periodo, questa strategia comporta anche sostanziali conseguenze negative. In primo luogo, le anomalie di prezzo in una classe di attivo possono trasmettersi ad altre. I rapporti prezzo-utili, sia a livello globale che negli Stati Uniti, sono elevati se confrontati con i valori medi storici e indicano che i mercati azionari sono sopravvalutati a livello globale (Figura 2). Al 31 agosto, il rapporto prospettico prezzo/utili per l’indice S&P

**FIGURA 2****Le valutazioni azionarie sono elevate in chiave storica**

Distribuzione dei rapporti P/E dell’indice S&amp;P 500 (1990-2016)

Distribuzione dei rapporti P/E dell’indice MSCI AC World (2001-2016)



**La performance passata non è garanzia di risultati futuri.** Fonte: Bloomberg; dati al 15/09/2016. I dati sono forniti esclusivamente a scopo illustrativo e non intendono rappresentare la performance di un investimento specifico. Si veda la sezione Informazioni importanti per la definizione degli indici.

<sup>3</sup> “Spirito animale” era un termine utilizzato da John Maynard Keynes per descrivere le emozioni e gli istinti che guidano il comportamento umano. “Probabilmente, la maggioranza delle nostre decisioni di compiere qualcosa di positivo, le cui conseguenze complete saranno tratte nel corso di un periodo futuro molto lungo, può essere presa solo come risultato di uno spirito animale – una spinta spontanea all’azione piuttosto che all’azione – e non come il prodotto di una media ponderata dei vantaggi quantitativi moltiplicati per le probabilità quantitative”. Keynes, Teoria generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta, 1936.

500 si attestava a 16,3 e per l'MSCI AC World a 15. L'istogramma alla Figura 2 illustra come tali dati siano nettamente superiori alla media, a indicazione di una potenziale sopravvalutazione.

Alcuni potrebbero sostenere che queste valutazioni sono giustificate dai bassi livelli degli attuali rendimenti obbligazionari, perché i corsi azionari possono essere interpretati come il valore scontato degli utili futuri delle aziende che emettono il titolo. Se i rendimenti obbligazionari sono bassi, allora il tasso di sconto effettivo sarà basso, quindi il "valore equo" dei corsi azionari sarà maggiore. In questo senso, la Figura 2 illustra il grado potenziale a cui le anomalie di prezzo del comparto obbligazionario si sono estese ai titoli azionari. Il rischio sta nel fatto che se i rendimenti obbligazionari raggiungessero livelli più normali, i titoli azionari risulterebbero realmente sopravvalutati e potrebbero subire un calo fino allo stabilizzarsi dei rapporti prezzo/utili a livelli più normali.

Anche se i corsi azionari sono per il momento "equi" – fintanto che i rendimenti restano artificialmente contenuti – la situazione non è rassicurante, perché una distorsione dei rendimenti, in conseguenza di una sorveglianza monetaria allentata, rischia di causare una significativa ripartizione errata delle risorse: rendimenti obbligazionari artificialmente bassi riducono il costo del capitale di un'azienda, incoraggiandone in tal modo un utilizzo economicamente inefficiente. Le aziende potrebbero continuare a ricorrere a beni strumentali inefficienti e obsoleti, che normalmente sarebbero stati smantellati in un contesto di costo del capitale più elevato, e a investire in progetti inefficienti sotto la media.

In un normale contesto di tassi più elevati, tali investimenti non verrebbero effettuati, perché non soddisfarebbero la soglia minima di rendimento. L'impiego di beni strumentali inefficienti e obsoleti comporta tuttavia sostanziali ripercussioni economiche, ivi inclusa una minore produttività del lavoro. Gli scarsi livelli attuali di produttività del lavoro negli Stati Uniti potrebbero essere anche il risultato indiretto di rendimenti obbligazionari artificialmente deppressi (Figura 3). La scarsa produttività

**FIGURA 3**

## La produttività del lavoro USA è bassa, eppure i salari tendono alla crescita

Media di quattro trimestri nella produttività del lavoro e variazione su 12 mesi nel salario orario



Fonte: Bureau of Labor Statistics; dati al 30/06/2016.

**FIGURA 4**

## I riacquisti azionari sono aumentati considerevolmente negli ultimi anni

Riacquisti azionari S&P 500 (1994-2016)



Fonte: Bloomberg; dati a settembre 2016.

del lavoro, a sua volta, presenta la conseguenza negativa di rendere più difficile la ripresa economica, un risultato che, paradossalmente, è l'esatto opposto dell'obiettivo che le autorità monetarie si erano prefisse all'avvio della politica monetaria non convenzionale, estremamente accomodante. La situazione peggiora se i tassi salariali iniziano ad aumentare come sembra stia accadendo ultimamente. Le aziende sono costrette a pagare di più un lavoro meno produttivo, certamente non una ricetta per una solida ripresa economica.

Ancora peggio, oltre a incoraggiare le aziende ad avvalersi di beni strumentali inefficienti e obsoleti, rendimenti obbligazionari eccessivamente bassi possono indurre modifiche completamente improduttive alla struttura del capitale se le aziende emettono titoli di debito a un costo molto basso e li utilizzano per finanziare il riacquisto dei rispettivi titoli azionari. Negli Stati Uniti, ad esempio, i riacquisti sono cresciuti in misura esponenziale negli ultimi anni (Figura 4). Questo elevato livello

di riacquisti azionari aiuta a spiegare il motivo per cui le azioni vengono scambiate a quelli che sembrano essere rapporti prezzo/utili eccezionalmente elevati. Ciò incoraggia inoltre le aziende ad attizzare strutture di capitale eccessivamente sbilanciate sul debito, che possono compromettere la tenuta in condizioni economiche difficili e aumentare il rischio di fallimento nel corso del tempo.

### Credibilità: fattore chiave per un'efficace politica delle banche centrali

Un organo di sorveglianza deve godere di credibilità se intende far sì che i soggetti che controlla non adottino comportamenti scorretti. Le banche centrali ne sono consapevoli. In un working paper del NBER dal titolo “Central Bank Credibility: Why do we care? How do we build it?”, Alan Blinder illustra i risultati di un’indagine da lui condotta su 127 banche centrali. Su una scala da 1 (“irrilevante”) a 5 (“di massima importanza”), il punteggio medio assegnato dalle banche centrali interpellate sull’importanza della “credibilità” è stato di 4,83. Secondo il parere di Blinder, “le banche centrali accettano il concetto secondo cui una maggiore credibilità migliora il rapporto di breve periodo tra inflazione e disoccupazione.”<sup>4</sup> Questa affermazione equivale a sostenere che una banca centrale “credibile” sarebbe in grado di ridurre la disoccupazione con un’inflazione minore rispetto a una banca centrale non credibile.

Nel sondaggio condotto da Blinder, il punteggio più elevato è stato assegnato al fatto di vantare una “storia di onestà”, ovvero di “aver costanza nel mantenere le promesse fatte.”<sup>5</sup> Considerato che dal 2008 le banche centrali, dalla Fed alla BCE alla Banca del Giappone, sostengono di voler portare l’inflazione al 2% – e hanno costantemente mancato questo obiettivo – non sorprende che la loro credibilità sia scarsa.

Non dimostrandosi in grado di raggiungere il tasso di inflazione prefissato, le banche centrali sembrano aver adottato la trasparenza quale nuova tattica per ottenere credibilità e fanno la fila per esternare le loro osservazioni. Nell’ultimo mese, si sono espressi praticamente tutti i membri principali del Federal Reserve Board. Questo non rappresenterebbe un problema se tutti trasmettessero lo stesso messaggio, ma sfortunatamente si contraddicono l’un l’altro.

Il 9 settembre, il Presidente della Boston Federal Bank Eric Rosengren ha accennato di aver la sensazione che i tassi d’interesse siano in procinto di aumentare, perché attendere troppo crea il rischio che alcuni mercati finanziari “possano andare in ebollizione.”<sup>6</sup> L’indice MSCI World è subito calato di quasi quasi il 2,5%. Lunedì 12 settembre, il Governatore della Federal Reserve, Lael Brainard, ha affermato che la cautela della Fed rispetto ai tassi “è servita a nostro vantaggio” e che, nel contesto attuale, “la necessità di avviare un ciclo restrittivo in ottica preventiva è meno pressante.”<sup>7</sup> I mercati hanno dato segni di ripresa.

La trasparenza ha ottenuto un punteggio basso nell’indagine di Blinder come strumento per sviluppare credibilità. Nei momenti critici, la trasparenza può essere dannosa (è come se Giulio Cesare avesse espresso dubbi sulla scelta di attraversare il Rubicone con le sue truppe poco prima di iniziare la marcia). Le banche centrali erano note per custodire gelosamente le informazioni fino al momento dell’annuncio. Tuttavia, nella ricerca di credibilità, si sono dimostrate molto meno riservate e potrebbero peccare di eccessiva trasparenza: dando troppe indicazioni sui rispettivi processi interni confondono i mercati.

Gli organi di sorveglianza delle banche centrali che godono di scarsa credibilità prevalgono perlopiù nei mercati sviluppati, che sembrano essere sopravvalutati e tendono a un’inflazione strutturale e una crescita più elevate.

### Stati Uniti: dall’incertezza alla volatilità

Con rendimenti obbligazionari palesemente frutto di anomalie e un’economia relativamente robusta, gli Stati Uniti stanno per raggiungere un punto in cui i rendimenti dovranno probabilmente salire. Tuttavia, a causa di questa mancanza di credibilità delle banche centrali, è possibile notare una certa confusione sul momento in cui la “zuppiera del punch” verrà portata via. Quando le banche centrali agiranno infine in tal senso aumentando i tassi, il che potrebbe avvenire molto presto, tale confusione potrebbe determinare una notevole volatilità.

### Europa: Draghi perde credibilità

Il Presidente della BCE Mario Draghi ha iniziato il suo mandato con un solido bagaglio di credibilità, grazie al fatto di aver tenuto unita l’Eurozona nel 2012 con un’unica dichiarazione, promettendo di fare “qualsiasi cosa si renda necessaria” per salvare l’unione monetaria. Tuttavia, la sua credibilità di sorvegliante della stabilità è andata scemando. Il mercato si attendeva che prolungasse il quantitative easing la scorsa settimana: non è andata così e il mercato ha iniziato a perdere terreno. La mancanza di chiarezza ha avuto un effetto destabilizzante sui mercati globali.

### Giappone: vediamo cos’altro possiamo fare

La Banca del Giappone ha promesso di pubblicare un’analisi completa della propria politica monetaria, un fatto che, ancora una volta, riduce la credibilità delle banche centrali. Il messaggio dell’istituto, di fatto, è il seguente: “Sembra che la nostra politica non stia più funzionando, vediamo dunque in che altra direzione possiamo muoverci”. Questa affermazione ha avuto strascichi sui rendimenti obbligazionari giapponesi: quello dei titoli a 30 anni ha iniziato a risalire di conseguenza.

<sup>4</sup> Alan S. Blinder, “Central Bank Credibility: Why do we care? How do we build it?” Nber Working Paper 7161, giugno 1999. <http://www.nber.org/papers/w7161.pdf>

<sup>5</sup> Ibid, p.15

<sup>6</sup> Fonte: Marketwatch, <http://www.marketwatch.com/story/feds-rosengren-backs-interest-rate-hike-2016-09-09>

<sup>7</sup> Fonte: Wsj, <http://www.wsj.com/articles/feds-lael-brainard-case-to-tighten-policy-preemptively-is-less-compelling-1473701143>

## Mercati emergenti: più protetti

Una volta che i tassi d'interesse subiranno una nuova impennata, i mercati emergenti registreranno senza dubbio una certa volatilità, tuttavia la ripresa sarà probabilmente più rapida. Dato che i loro rendimenti obbligazionari sono meno direttamente legati a quelli dei mercati sviluppati, questi Paesi sono in qualche modo protetti dagli aumenti dei tassi nei Paesi Sviluppati. Molte delle rispettive monete sono ancora significativamente sottovalutate in rapporto alla parità del potere d'acquisto, il che significa che i Paesi in questione potrebbero non essere tanto vulnerabili a un aumento dei tassi d'interesse quanto potrebbero esserlo in circostanze diverse.

### • *America Latina*

- La crescita nei mercati sviluppati favorirà gli esportatori nei mercati emergenti, che fanno affidamento sulla domanda proveniente dall'estero. L'America Latina, più volatile di altri mercati emergenti, è una regione che probabilmente risulterà favorita.

### • *Cina e mercati emergenti in Asia*

- Fintanto che l'economia cinese è in condizioni relativamente buone, come sembra allo stato attuale, i mercati emergenti asiatici appaiono allettanti. Nell'“economia di mercato socialista” cinese, il ruolo della banca centrale è diverso da quello degli stati capitalisti: è l'intero governo cinese, anziché una banca centrale indipendente, a fungere da organo di sorveglianza dell'economia. Se il governo intende finanziare un settore, può semplicemente convogliare denaro dalla Bank of China al settore in questione attraverso il sistema bancario. Senza una disciplina di

mercato funzionante in materia di produttività e investimenti le risorse saranno ripartite in modo errato e il governo continuerà ad agire senza criterio, tuttavia tali problemi emergeranno probabilmente nel lungo periodo. Nel breve periodo, il governo è efficace nel mantenere l'economia in crescita e la popolazione attiva.

### • *Europa Orientale, Medio Oriente e Africa*

- Rimaniamo cauti per quanto riguarda l'Europa Orientale, il Medio Oriente e l'Africa, principalmente perché la regione è dominata da una Russia inquieta. La Polonia e altri singoli stati godono di uno stato di salute relativamente buono, ma i prezzi del petrolio sono troppo bassi per finanziare le ambizioni globali della Russia. La popolazione russa sente l'impatto di questo deficit e l'economia del Paese non migliorerà fino a quando non ci saranno dei cambiamenti. Anche la Turchia e il Sudafrica, due altri attori importanti nella regione, stanno attraversando un momento di instabilità politica.

## Reddito fisso: i titoli obbligazionari high yield potrebbero offrire un cuscinetto

Nel comparto del reddito fisso, le obbligazioni di alta qualità – comprese le emissioni societarie investment grade – sono le più vulnerabili a un'impennata dei tassi. I titoli obbligazionari high yield con rating inferiori dimostrano spesso di essere i più robusti in periodi di tassi in aumento, perché offrono un premio di rendimento. Il contesto migliore per i titoli high yield è solitamente uno di crescita economica modesta, quando

il rischio d'insolvenza è relativamente basso e i tassi d'interesse sono stabili. Inoltre, se l'economia sottostante è in buona forma, non vi è ragione per cui gli spread creditizi (intesi come il differenziale tra le obbligazioni investment grade e quelle high yield) debbano subire brusche impennate. L'altra faccia della medaglia si presenta quando gli investitori danno segni di nervosismo, come può accadere in un contesto di tassi d'interesse in aumento, e vendono le obbligazioni high yield. Nel complesso, comunque, riteniamo che il settore high yield sia in forma migliore rispetto a quello dei titoli di alta qualità, principale vittima delle anomalie di prezzo.

## Conclusioni: in attesa di basi più solide

La sorveglianza allentata da parte delle banche centrali di tutto il mondo – compresi un eccesso di stimoli, un'esitazione nel ritirarli e una mancata definizione di chiare aspettative – ha contribuito a un'ansia generalizzata sui mercati. Quando la zuppiera del punch verrà infine portata via, gli operatori di mercato potrebbero soffrire dei postumi della sbronza, che si presenteranno sotto forma di una maggiore volatilità di mercato.

In presenza di un'economia globale sottostante in forma relativamente buona, però, tali effetti potrebbero essere di breve durata. Per chi ha scorte di liquidità, un temporaneo ribasso potrebbe rappresentare il momento opportuno per rientrare sul mercato. In ultima analisi, la volatilità determinerà probabilmente una correzione, fortemente necessaria, dei rendimenti obbligazionari esposti ad anomalie di prezzo e getterà basi più solide per utili di mercato futuri.

## INFORMAZIONI IMPORTANTI

**L'uso del presente commento è consentito ai soli investitori professionali, ad eccezione degli Stati Uniti, dove ne sono consentite la redistribuzione e l'utilizzo presso il pubblico.**

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore alla data di pubblicazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti del mercato o delle condizioni economiche e potrebbero non realizzarsi. Inoltre le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni resesì disponibili in seguito, circostanze esistenti o modificate 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.

Tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non sono da intendersi quale raccomandazione od offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. Le informazioni di cui al presente non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

**I titoli a reddito fisso** 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). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse crescenti, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. I titoli a più lungo termine possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di calo dei tassi d'interesse, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. Le **obbligazioni high yield** ("junk bond") sono titoli con rating inferiori che possono comportare livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità.

L'emittente o l'autorità governativa responsabile del rimborso di **titoli di debito sovrani** potrebbe non poter o non voler rimborsare il capitale e/o pagare gli interessi entro le scadenze previste dalle condizioni di tali obbligazioni. Gli investimenti nei mercati esteri comportano rischi specifici, come quelli di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei **paesi emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti esteri in paesi sviluppati. I Real Estate Investment Trust sono soggetti a rischi simili a quelli legati alla proprietà diretta di immobili e sono vulnerabili a fattori quali le capacità di gestione e le modifiche della normativa fiscale.

Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo.

L'**indice S&P 500®** misura la performance del segmento delle large cap nel mercato azionario statunitense e copre all'incirca il 75% di tale mercato. L'indice comprende 500 tra le principali società che operano nei settori di punta dell'economia statunitense. L'**indice MSCI All Country World (ACWI)** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato e corretto per il flottante che misura la performance dei mercati azionari sviluppati ed emergenti. Il termine "flottante" è riferito alla quota di azioni in circolazione considerate disponibili per l'acquisto da parte degli investitori sui mercati azionari pubblici. La performance dell'indice è espressa in dollari USA e prevede il reinvestimento dei dividendi netti.

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 licenziati. 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.

Il **rapporto prezzo/utili (P/E)** indica il corso di un titolo azionario diviso per i rispettivi utili per azione per i 12 mesi precedenti. Talvolta definito multiplo, il P/E offre agli investitori un'idea di quanto pagano per la capacità di generare utili di una società. Quanto più il P/E è elevato, tanto maggiore è l'importo pagato dall'investitore e, pertanto, tanto più elevata è la sua aspettativa di crescita degli utili.

L'**inflazione complessiva** è una misura dell'inflazione totale all'interno di un'economia, inclusi i prezzi di beni di prima necessità come i generi alimentari e l'energia (ad es. petrolio e gas), che tendono a essere molto più volatili e soggetti a picchi inflazionistici.

L'**inflazione strutturale** è una misura dell'inflazione che esclude la volatilità transitoria o temporanea dei prezzi, come nel caso di alcuni beni di prima necessità quali i generi alimentari, i prodotti energetici ecc.

**La performance passata non è garanzia di risultati futuri.**

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

## EMEA

Il presente documento è stato pubblicato e autorizzato nel Regno Unito da Morgan Stanley Investment Management Limited, 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA, una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority, per la distribuzione esclusiva a soggetti che si qualificano come "professional clients" (clienti professionali), ed è fatto divieto ai "retail clients" (clienti privati) di farvi affidamento o di prendere decisioni in base allo stesso (ai sensi delle definizioni contenute nei regolamenti della Financial Conduct Authority britannica).

## USA

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

## HONG KONG

Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong da "professional investors" (investitori professionisti) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance (Cap 571). I contenuti del presente documento non sono stati verificati o approvati 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 potrà circolare né essere distribuito, direttamente o indirettamente, a soggetti di Singapore che non siano (i) un "accredited investor" (ii) un "expert investor" o (iii) un "institutional investor" ai sensi della Section 4A del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("Sfa"); o (iv) altro soggetto, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla Sfa.

## AUSTRALIA

La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited Acn: 122040037, Afsl No. 314182, che si assume la responsabilità dei relativi contenuti. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale clients" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

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

Morgan Stanley Investment Management is the asset management division of Morgan Stanley.

Scoprite il nostro nuovo sito su  
**[www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)**