

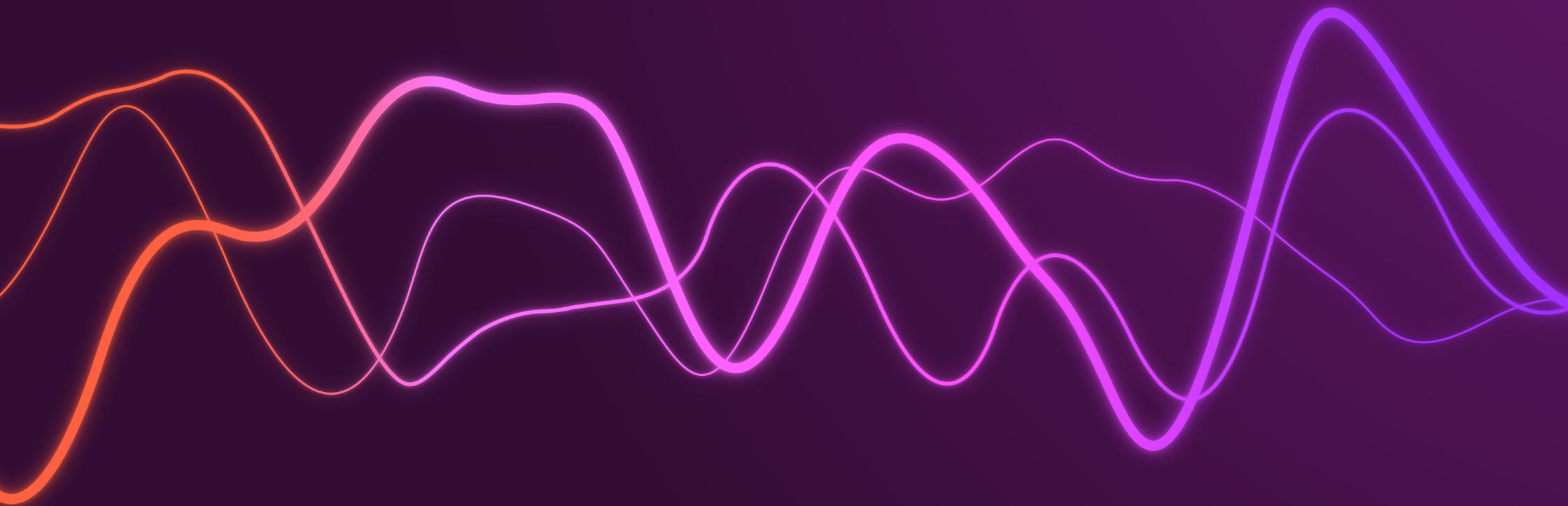
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

THE BEAT | Bonds | Equities | Alternatives | Transition

Capital Markets Group

I nostri sette temi chiave per il 2024



Indice

3

Il consenso riuscirà finalmente a colpire nel segno nel 2024?

5

La correlazione tra azionario e obbligazionario proseguirà?

7

I rischi al ribasso causati dalle politiche monetarie restrittive si stanno attenuando

10

E l'inflazione?

13

La tesi a favore dell'azionario giapponese

15

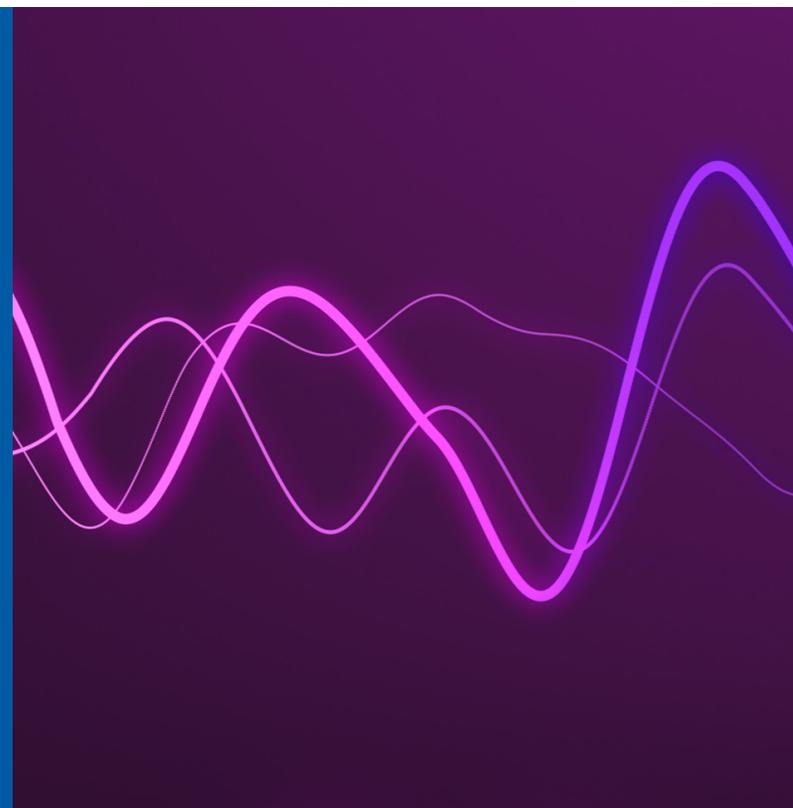
È il momento giusto per investire in titoli cinesi?

17

I mercati privati offrono opportunità d'ingresso potenzialmente interessanti

20

Idee di asset allocation



Il "The BEAT" è una pubblicazione mensile, precedentemente nota come "Monthly Market Monitor", che illustra la correlazione tra gli eventi del mercato e i portafogli degli investitori che comprendono obbligazioni, azioni, investimenti alternativi e di transizione (come liquidità e strumenti equivalenti detenuti dagli investitori nell'attesa di decidere verso quale classe di attivo allocarli).

Basato sulla ricerca del Capital Markets Group, che supporta il nostro team Portfolio Solutions Group, sono qui presentate le prospettive annuali del "The BEAT", che descrivono i sette temi chiave per il 2024.

Capital Markets Group

I nostri sette temi chiave per il 2024

In queste prime battute del 2024, il contesto di investimento è assai diverso da quello che si presentava all'inizio dell'anno scorso. L'inflazione sembra aver raggiunto il picco, i tassi d'interesse sembrano destinati a scendere e i portafogli bilanciati possono tornare a funzionare come previsto. Il Capital Markets Group rivela i nostri sette temi chiave per il 2024.

1 Aspettative di consenso

Nel 2024 il consenso riuscirà finalmente a colpire nel segno? Si tratta di un quesito difficile da rispondere, poichè negli ultimi due anni diverse stime di consenso, che correlavano i fondamentali economici alle performance degli attivi, sono risultate estremamente errate. La situazione potrebbe cambiare nel 2024, date le condizioni di partenza molto diverse da quelle del 2023, aumentando quindi le probabilità che le aspettative di consenso siano corrette. In sintesi, in ambito azionario suggeriamo un posizionamento da neutrale a un moderato sovrappeso, annulliamo il nostro sottopeso di duration e adottiamo un posizionamento generalmente più neutrale. Tali posizioni verranno finanziate mediante la riduzione di titoli a breve termine e della liquidità.

2 Correlazione azionario-obbligazionario

In seguito alla crisi finanziaria globale, la forte correlazione negativa tra azionario e obbligazionario è risultata il punto chiave dell'attrattività, in termini di rischio-rendimento, dei portafogli bilanciati (60/40). Tale situazione si è protratta fino al 2020, anno della pandemia, dando luogo a un forte aumento della correlazione che ha limitato i vantaggi di diversificazione offerti dal comparto obbligazionario, in particolare quando, nel 2022, sia azionario che obbligazionario hanno accusato una forte flessione. Il 2023 è stato un altro anno difficile per il comparto obbligazionario; tuttavia, se volgiamo lo sguardo al 2024, le valutazioni iniziali dell'obbligazionario globale appaiono interessanti. Ciò risulta particolarmente accentuato nell'ambito dei portafogli bilanciati, in quanto prevediamo che i fattori determinanti la correlazione positiva tra azionario e obbligazionario porteranno ad una minore correlazione nel prossimo anno.

3 Politica monetaria

Uno dei principali argomenti di dibattito all'inizio del 2023 riguardava l'inasprimento delle politiche monetarie e, in particolare, se avrebbero causato una recessione. Non è stato così, ma la resilienza della crescita statunitense e le sorprese al rialzo sono risultati i temi dominanti per la maggior parte del 2023. Tuttavia, le conseguenze di politica monetaria continuano a rappresentare il principale rischio anche per il 2024. Riteniamo che persistano rischi di ribasso, ma che gli ostacoli alla crescita si stiano attenuando e che i rischi diminuiranno ulteriormente se il processo di disinflazione continuerà a perseguire la sua traiettoria positiva.

4 Inflazione

Riteniamo che nei prossimi 12 mesi l'inflazione statunitense dovrebbe mostrare una decisa flessione a seguito dell'attenuazione degli effetti prodotti dagli shock transitori della domanda e dell'offerta legati alla pandemia. Di fatto, le componenti principali dell'IPC hanno dovuto affrontare notevoli shock legati alla pandemia. Oggi tali effetti stanno subendo una rapida inversione. Ci aspettiamo che entro la fine del 2024 l'inflazione PCE strutturale registri una flessione, dal 3,5% al di sotto delle stime di consenso del 2,6%.

Ci aspettiamo inoltre un rapido processo di disinflazione anche in Eurozona, trainato da fattori differenti. Diversamente dagli Stati Uniti, in Eurozona le pressioni inflazionistiche sono meno riconducibili a un surriscaldamento dell'economia. Al contrario, le pressioni sull'inflazione strutturale in Eurozona sono riconducibili principalmente a fattori esogeni. Si tratta cioè di un'inflazione "importata" aggravata dallo shock energetico del 2022. Con la progressiva attenuazione o inversione di tendenza di queste dinamiche, ci aspettiamo che l'inflazione si riduca al 2,0%.

5 Azionario giapponese

Nel 2023 l'azionario giapponese è tornato a suscitare un forte interesse tra gli investitori. Guardando al 2024, il più importante interrogativo che ci si pone riguarda la sostenibilità della recente sovraperformance. Attualmente il mercato è ottimista sul rilancio del Giappone e nel medio termine condividiamo questo punto di vista pur consapevoli che tale prospettiva non possa mantenersi invariata su base prospettica. Con le valutazioni attualmente in linea ai livelli medi di lungo termine, la crescita degli utili diventerà il fattore determinante i rendimenti totali. Pur giudicando con ottimismo l'azionario giapponese nel 2024, occorre tenere d'occhio alcuni rischi.



6 Cina

Nelle prime battute del 2024 è possibile che si inneschi un temporaneo rimbalzo del mercato azionario cinese, a fronte del sostegno del governo nel breve termine, delle valutazioni convenienti e del posizionamento alleggerito. È tuttavia probabile che gli investitori non si lascino ingannare da una temporanea parentesi, dal momento che i problemi strutturali rimangono saldamente radicati. Le difficoltà del settore immobiliare cinese potrebbero costituire un freno per l'economia cinese sia nel 2024 che negli anni successivi, dato che circa il 70% della ricchezza delle famiglie cinesi è legata al valore degli immobili. Inoltre, il premio al rischio politico in Cina è probabilmente troppo elevato per molti.

7 Investimenti alternativi: mercati privati

Negli ultimi tre anni i mercati privati hanno registrato una serie di problematiche, culminate con l'inizio di una correzione dei listini che non si vedeva dai tempi della grande crisi finanziaria. Come conseguenza, molti operatori dei mercati privati hanno rallentato o addirittura annullato i propri investimenti (vale a dire l'importo promesso da un investitore a un fondo privato). Questa serie di eventi sta dando luogo alla prima correzione dei prezzi nel settore dei mercati privati dai tempi della grande crisi finanziaria e gli investitori stanno cercando di comprendere le opportunità e i rischi associati. Valutiamo le opportunità in tre ambiti ben distinti: i mercati che hanno già subito una significativa correzione dei prezzi; i mercati che hanno registrato modeste oscillazioni delle valutazioni, ma che si mantengono su livelli difensivi; e i mercati per i quali ci aspettiamo un'ulteriore contrazione delle valutazioni. Nel 2024, individuiamo opportunità in tutti i mercati.

Nel 2024 il consenso riuscirà finalmente a colpire nel segno?

Nel 2024 il consenso riuscirà a colpire nel segno? Si tratta di quesito difficile da rispondere, poichè negli ultimi due anni diverse stime di consenso, che correlavano i fondamentali economici alle performance degli attivi, sono risultate estremamente errate. La situazione potrebbe cambiare nel 2024, date le condizioni di partenza molto diverse da quelle del 2023, aumentando quindi le probabilità che le aspettative di consenso siano corrette.

Partendo dal mercato obbligazionario. Le aspettative per i rendimenti obbligazionari nel 2023 si attestavano su livelli elevati, in quanto le stime di consenso prezzavano una recessione e un taglio dei tassi entro la metà dell'anno. La tesi si è poi rivelata errata in quanto i rendimenti obbligazionari si attestavano già su livelli molto bassi a inizio anno e non rispecchiavano quella che poi si è rivelata la realtà economica dei mesi successivi.

A differenza dello scorso anno, il livello di partenza dei rendimenti nel 2024 è considerevolmente più elevato soprattutto per quanto riguarda i tassi di riferimento. Inoltre, è probabile che l'inflazione abbia raggiunto il picco e sia destinata a scendere così da permettere alle banche centrali

di ridurre i tassi nel 2024. La resilienza del mercato del lavoro, contrariamente alle aspettative, potrebbe favorire un atterraggio morbido. In breve, il prossimo anno ci aspettiamo un rallentamento e non un crollo dell'economia.

A livello di investimenti, ciò implica che il rischio di insolvenza potrebbe attestarsi su livelli inferiori alla norma, nonostante il rallentamento dell'economia. Come conseguenza, i rendimenti complessivi di molti titoli obbligazionari, quali investment grade, obbligazioni core, high yield e prestiti bancari, si troveranno su livelli più adeguati per compensare gli investitori dei rischi per il 2024, rispetto all'anno precedente.

Da adesso in poi è possibile elaborare una prospettiva sulle valutazioni azionarie basata sul free cash flow e su come viene valutato tra le varie classi di attivo. Si tratta chiaramente di ambiti molto ampi e non esiste un'unica soluzione valida per tutte

le situazioni. La nostra tesi di investimento sarà tuttavia influenzata dal tasso di attualizzazione dei flussi di cassa. Riteniamo che si tratti del fattore determinante che creerà opportunità di investimento.

“

Le condizioni di partenza nel 2024 dovrebbero aumentare le probabilità che le aspettative di consenso siano corrette.



Jim Caron
Chief Investment Officer
Portfolio Solutions Group

In ambito azionario, riteniamo che i tassi di crescita degli utili hanno raggiunto il minimo e che nel 2024 e 2025 si registrerà una crescita positiva. Le domande da porsi sono diverse: 1) in che misura, 2) entro quando e 3) quale multiplo verrà applicato a tale crescita? Riteniamo che nel 2024 si assisterà ad un miglioramento delle performance azionarie grazie alla ripresa degli utili. È altrettanto importante sottolineare che, al di fuori dei "Magnifici 7,"¹ le controparti sul mercato saranno più facili da superare, in quanto molti multipli si collocano sugli stessi livelli, o addirittura al di sotto, delle medie di lungo periodo.

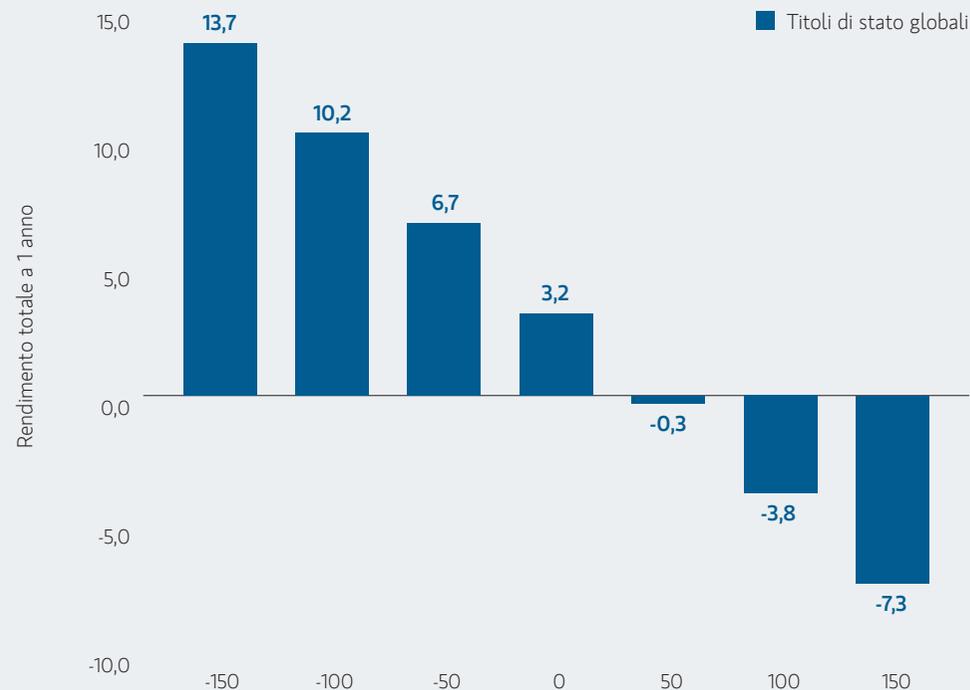
Se a questo si aggiunge la possibilità di una riduzione dei tassi di sconto, l'attuale valutazione del mercato azionario complessivo potrebbe aumentare, così come evidenziato dall'espansione dei multipli. In definitiva, riteniamo che le condizioni finanziarie potrebbero allentarsi dinanzi alla riduzione dell'inflazione e dei tassi di interesse. Tale situazione potrebbe

portare ad un aumento degli utili prospettici a un anno e sostenere multipli e prezzi verso la fine del 2024.

Riteniamo che la liquidità e i titoli a breve scadenza costituiscono strumenti interessanti di mitigazione del rischio in virtù dei loro rendimenti iniziali più elevati. Tuttavia, se i tassi di interesse dovessero effettivamente scendere quest'anno, gli investitori potrebbero trovarsi a valutare l'impatto potenziale sul loro rendimento totale di un'esposizione troppo elevata alla liquidità. A parità di condizioni, sussiste il rischio che l'inflazione non scenda abbastanza e possa disancorarsi, comportando ancora una volta un rialzo dei tassi.

POSIZIONE DI THE BEAT – In ambito azionario suggeriamo un posizionamento da neutrale a un moderato sovrappeso, annulliamo il nostro sottopeso di duration e adottiamo un posizionamento generalmente più neutrale. Tali posizioni verranno finanziate mediante la riduzione di titoli a breve termine e della liquidità.

L'impatto dei rendimenti sui prezzi dei titoli di Stato



Fonte: i titoli di Stato globali sono rappresentati dall'indice Bloomberg US Treasury. I rendimenti totali a 1 anno riflettono i dati dall'8/12/2022 all'8/12/2023. Le definizioni degli indici sono riportate nella sezione Informazioni importanti. Gli indici non includono spese, commissioni o oneri di vendita, che riducono la performance. L'indice non è gestito e non è da intendersi come un investimento. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

¹ Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia and Tesla.

La correlazione tra azionario e obbligazionario

In seguito alla crisi finanziaria globale, la forte correlazione negativa tra azionario e obbligazionario è risultata il punto chiave dell'attrattività, in termini di rischio-rendimento, dei portafogli bilanciati (60/40). Tale situazione si è protratta fino al 2020, anno della pandemia, dando luogo a un forte aumento della correlazione che ha limitato i vantaggi di diversificazione offerti dal comparto obbligazionario, in particolare quando, nel 2022, sia azionario che obbligazionario hanno accusato una forte flessione.

Il 2023 è stato un altro anno difficile per il comparto obbligazionario; tuttavia, se volgiamo lo sguardo al 2024, le valutazioni iniziali dell'obbligazionario globale appaiono interessanti. Ciò risulta particolarmente accentuato nell'ambito dei portafogli bilanciati, in quanto prevediamo che i fattori determinanti la correlazione positiva tra azionario e obbligazionario porteranno ad una minore correlazione nel prossimo anno.

Nel medio-lungo termine, la correlazione tra azionario e obbligazionario è determinata principalmente da crescita e inflazione, più precisamente dall'incertezza circa le aspettative di crescita e di inflazione, nonché dall'interazione tra questi due fattori. Negli ultimi tre anni, è

stata l'estrema variabilità dell'inflazione a determinare un aumento significativo della correlazione tra le classi di attivo più investite.

Riteniamo che l'incertezza sulla traiettoria dell'inflazione arriverà ad assestarsi su livelli più bassi, in linea con i trend pre-pandemia Covid-19. Attribuiamo lo shock inflazionistico degli ultimi due anni principalmente alla quasi improbabile coesistenza di due shock sul versante dell'offerta che si sono rafforzati vicendevolmente e hanno permesso all'inflazione e all'incertezza sulla traiettoria dell'inflazione di raggiungere i massimi degli ultimi trent'anni.

In ultima analisi, riteniamo che le forze strutturali che hanno ridotto la variabilità

“

La correlazione tra azionario e obbligazionario dovrebbe tornare a essere leggermente negativa, lasciando presagire che il 2024 sarà un anno all'insegna di una maggiore “normalità”.



Florian Regnery
Senior Associate
Portfolio Solutions Group

dell'inflazione dagli anni '80 in poi siano tuttora in essere e che non abbiano subito alcuna significativa inversione di tendenza negli ultimi anni. Uno dei motivi per i quali l'inflazione pre-Covid-19 era meno volatile

rispetto, ad esempio, agli anni '70, può essere ricercato nei miglioramenti delle politiche monetarie. Coscienti dagli errori del passato, le banche centrali hanno migliorato la conoscenza delle rispettive economie e

hanno sviluppato strumenti di previsione più efficaci, portando ad un calo dell'inflazione e della volatilità della produzione.

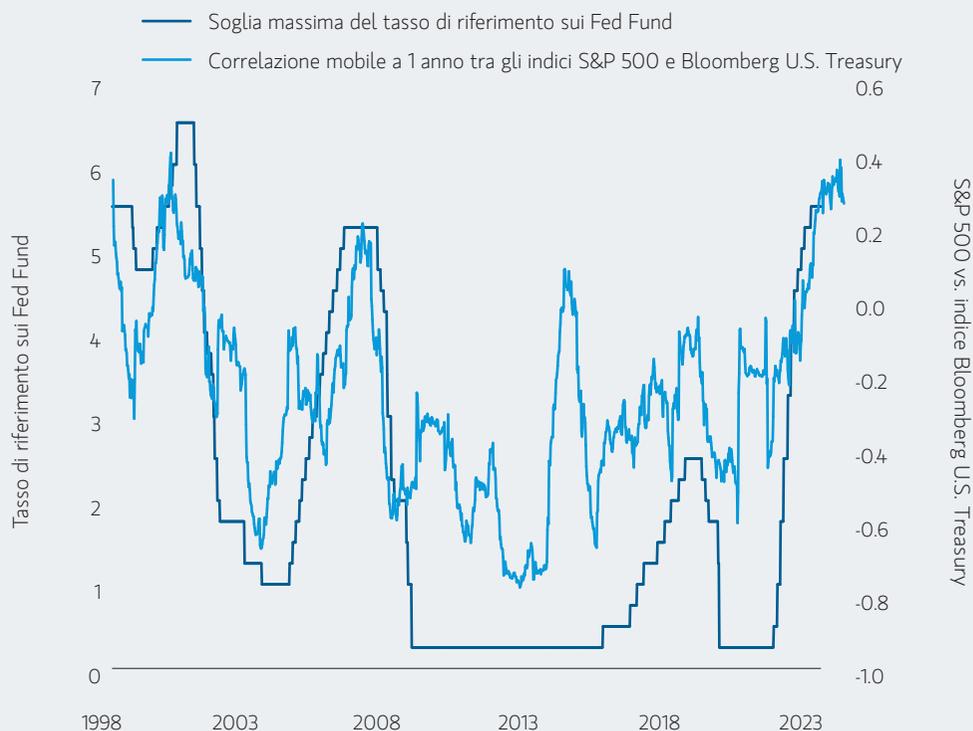
Riteniamo che le banche centrali siano uscite vincitrici nella lotta contro il rischio di un aumento incontrollato dell'inflazione. Il buon ancoraggio delle aspettative d'inflazione ci porta a concludere che le banche centrali globali sono state in grado di difendere la loro credibilità, un aspetto che svolge un ruolo importante nel garantire una bassa variabilità dell'inflazione nel lungo periodo. Gli effetti degli shock dell'offerta dovrebbero continuare ad attenuarsi nel 2024 con la maggior parte dei settori economici che continua a riequilibrarsi. Inoltre, l'evidenza della minore inflazione realizzata dovrebbe ridurre l'incertezza sulla traiettoria dell'inflazione. Ci aspettiamo pertanto una minore correlazione tra azionario e obbligazionario nel 2024.

Parte di questa tesi si basa sulla nostra aspettativa di un ritorno, in forma più

attenuata, della traiettoria delle banche centrali, le quali, grazie ai costanti progressi in termini di disinflazione, potranno riprendere a focalizzarsi sui rischi legati alla crescita economica. Si tratta del tipico contesto macroeconomico di fine ciclo. Storicamente, l'intensità della correlazione tra azioni e obbligazioni aumentava in concomitanza dei rialzi dei tassi da parte delle banche centrali, e diminuiva nel momento in cui gli investitori prevedevano un allentamento delle politiche monetarie. Ci aspettiamo un proseguimento di tali dinamiche nel 2024.

Il "ritorno alla normalità" dell'economia globale dopo le distorsioni post-pandemiche in termini di domanda e offerta, l'offerta di obbligazioni con interessanti prospettive di rendimento totale e, in particolare, il ritorno della correlazione leggermente negativa tra azionario e obbligazionario, lasciano presagire che il 2024 sarà un anno all'insegna della "normalità".

Come il tasso sui Fed Fund influenza la correlazione tra azionario e obbligazionario



Fonte: Bloomberg, Federal Reserve. La performance dell'indice è riportata esclusivamente a solo scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. Gli indici non includono spese, commissioni o oneri di vendita, che possono ridurre la performance. Gli indici non sono gestiti e non devono essere considerati un investimento. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

I rischi al ribasso, causati dalle politiche monetarie restrittive, si stanno attenuando

Uno dei principali argomenti di dibattito all'inizio del 2023 riguardava l'inasprimento delle politiche monetarie e, in particolare, se avrebbero causato una recessione. Non è stato così, ma la resilienza della crescita statunitense e le sorprese al rialzo sono risultati i temi dominanti per la maggior parte del 2023. Tuttavia, le conseguenze di politica monetaria continuano a rappresentare il principale rischio anche per il 2024. Riteniamo che persistano i rischi di ribasso, ma che gli ostacoli alla crescita si stiano attenuando e che i rischi diminuiranno ulteriormente se il processo di disinflazione continuerà a perseguire la sua traiettoria positiva.

Sebbene la politica monetaria continui a rimanere un fattore sfavorevole, tale dinamica sta venendo meno. Il termine "ritardi lunghi e variabili" è stato coniato da Milton Friedman nel 1960, quando, in un'analisi storica, giunse alla conclusione che il periodo di tempo medio che intercorre tra l'attuazione di una politica e i suoi effetti sull'attività economica è di 12-18 mesi. In effetti, i funzionari della Fed attualmente in carica citano ad oggi 12-24 mesi come l'intervallo temporale previsto tra lo shock causato dalle politiche monetarie e il minimo toccato dall'attività economica.

Il primo rialzo della Fed in questo recente ciclo risale a marzo 2022, ma in previsione di ciò, l'inasprimento delle condizioni finanziarie è iniziato di fatto verso la fine del 3° trimestre del 2021. Le condizioni finanziarie hanno poi continuato a inasprirsi fino alla fine del 2022, lasciando presagire che l'attività economica avrebbe

toccato il minimo tra il 4° trimestre del 2023 e il 4° trimestre del 2024. I ritardi di politica monetaria registrati in questo arco temporale, non erano attribuibili al picco dei fattori avversi alla crescita, quanto piuttosto al raggiungimento del livello minimo del PIL. La "gobba di cammello" causata da uno shock di politica monetaria porta solitamente al picco degli effetti negativi sulla crescita nel corso di tre trimestri; l'impatto complessivo dello shock si manifesterà invece su un arco temporale più lungo e con effetti negativi costanti, ma che si stanno attenuando. In un discorso pronunciato lo scorso luglio, il governatore della Fed, Chris Waller, ha sottolineato che sebbene le politiche monetarie abbiano effetto generalmente con uno sfasamento temporale, "un cambiamento delle politiche non è associato ad un lungo periodo privo di effetti, seguito poi da un cambiamento repentino delle variabili".

Alla luce di tutto ciò, è possibile che il picco delle conseguenze sul PIL sia già stato raggiunto o che si verifichi di qui ad un anno (a 24 mesi dall'inasprimento monetario). Tuttavia, sebbene il ritardo sugli effetti di politica monetaria rappresenti un fattore sfavorevole per la crescita, è probabile che tale dinamica

si stia progressivamente attenuando in assenza di un ulteriore inasprimento delle condizioni finanziarie. Non si prevede un cambiamento repentino in futuro, ritiene Waller. Nonostante gli ostacoli derivanti dall'inasprimento delle politiche persistano, in futuro saranno sicuramente più deboli rispetto all'ultimo anno.

“

Nel 2024 sussistono diversi motivi per essere ottimisti in merito alle pressioni causate dalle politiche monetarie.



GREG WATERMAN
Vice President
Portfolio Solutions Group

I nuovi indici elaborati dalla Fed e relativi alle condizioni finanziarie, portano a contestualizzare sia uno scenario ottimista che di incertezza.

Lo scorso giugno la Fed ha iniziato a pubblicare una serie di indici proprietari relativi alle condizioni finanziarie (o FCI) che forniscono alcune indicazioni. I ricercatori della Fed evidenziano due punti critici relativi alle modalità con cui sono definiti, entrambi utili a contestualizzare i rischi che si profilano nel 2024. In primo luogo, tali indici sono stati elaborati per valutare “in che misura le condizioni finanziarie ostacolano o favoriscono l’attività economica” nonché calibrati per consentire che il loro livello si traduca direttamente nell’entità dell’impulso positivo o negativo sul PIL per i prossimi 12 mesi. In secondo luogo, gli indici vengono differenziati tenendo conto dei lag temporali con cui le condizioni finanziarie hanno un impatto sull’economia reale, integrando i periodi di look-back. Avendo individuato “ritardi variabili”, i ricercatori hanno definito due indici: il primo caratterizzato da una finestra di look-back di un anno (ritardo più breve) e il secondo da una finestra di tre anni (ritardo più lungo). L’indice caratterizzato dal ritardo più breve indica che gli effetti avversi delle politiche monetarie sono ormai alle spalle. Quello con ritardo più lungo suggerisce un effetto avverso sulla crescita del PIL reale pari a 88 punti base per il prossimo anno. Pur trattandosi di un valore considerevole, tale indice evidenzia come il picco degli effetti avversi sulla crescita a 12 mesi sia stato raggiunto lo scorso dicembre.

Che effetti avrà per il 2024 la crescita resiliente del 2023? La Federal Reserve

Bank di New York è recentemente giunta alla conclusione che “a questo punto ci si sarebbe aspettato un rallentamento persistente dell’attività economica reale, anche considerando i ritardi con cui le politiche monetarie hanno avuto effetto nel passato”. La Fed ha inoltre rilevato che ciò appare coerente con gli shock positivi sul lato della domanda.

Quest’ultimi potrebbero includere il lento abbandono di una politica accomodante, una spesa pubblica superiore alle attese, una spesa dei consumatori che erode i risparmi in eccesso e i vantaggi derivanti dalla riapertura economica post-pandemica. Molti di questi fenomeni si stanno attenuando, e ciò giustifica le aspettative di consenso sulla crescita transitoria del PIL nel 3° trimestre 2023 e su un rallentamento previsto nel 2024.

Sussistono altri elementi che probabilmente hanno attutito gli effetti delle politiche monetarie, avvantaggiando in maniera eccessiva gli Stati Uniti, tra cui: effetto ricchezza (l’aumento dei tassi riduce la valutazione delle classi di attivi); effetto valutario (l’aumento dei tassi si traduce in un rafforzamento della valuta con implicazioni negative per le esportazioni nette); effetto sul costo d’indebitamento (derivante dal debito a tasso variabile). Ulteriori meccanismi di trasmissione agiscono sotto forma di costo del capitale, accessibilità al credito e investimenti.

Negli Stati Uniti, la principale forma di indebitamento privato è rappresentato dai mutui a tasso fisso. Se da un lato l’attuale aumento dei tassi dissuade i proprietari

di un immobile dal vendere o rifinanziare il mutuo, dall’altro la maggior parte di questi non risente di alcun aumento della rata mensile. In tale ambito, gli Stati Uniti costituiscono un’eccezione, in quanto nella maggior parte degli altri Paesi i consumatori sono maggiormente esposti al debito a tasso variabile, con possibile aumento della rata mensile. Anche le imprese hanno tratto un analogo vantaggio dai tassi fissi,

poiché nell’ultimo decennio sono riuscite a finanziarsi a lungo termine e a basso costo, avvantaggiate dai bassi tassi. Con ogni probabilità è questo uno dei principali fattori che ha contribuito all’eccezionale crescita degli Stati Uniti nel 2023.

I finanziamenti a tasso fisso attutiscono l’impatto di un aumento dei tassi nel breve periodo; tuttavia, l’adozione di una politica di tassi “più alti più a lungo” comporta

Tassi di riferimento attuali e prospettici



Fonte: Federal Reserve, MSIM Capital Markets Group. La performance dell’indice è riportata esclusivamente a solo scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

una maggiore vulnerabilità. Ciò risulta particolarmente rilevante per il ciclo in cui ci troviamo, caratterizzato da un livello dei tassi di riferimento che non si registrava da circa 40 anni. Alcuni settori dell'economia hanno registrato una "pausa", soprattutto quello relativo alla vendita di immobili esistenti, nonché i mercati creditizi, i cui volumi si sono mantenuti piuttosto bassi. In tale contesto, la traiettoria dell'inflazione e delle politiche monetarie rappresentano un elemento essenziale di discussione, poichè i rischi aumentano se i tassi vengono mantenuti più alti e si attenuano se la normalizzazione delle politiche avrà conseguenze più immediate.

Le nostre prospettive di inflazione ci rendono più ottimisti nei confronti dei rischi legati alle politiche monetarie e delle prospettive di crescita per il 2024. Riteniamo che nel 2024 l'inflazione statunitense dovrebbe mostrare una decisa flessione a seguito dell'attenuazione degli effetti prodotti dagli shock transitori della domanda e dell'offerta legati alla pandemia. Si tratta di un elemento essenziale a sostegno del nostro crescente ottimismo, in quanto la disinflazione mitiga due rischi rilevanti e costituisce addirittura un catalizzatore positivo.

Il primo rischio mitigato è quello di evitare ulteriori manovre in termini di politiche monetarie. Per quanto si ritiene che gli effetti negativi derivanti dall'inasprimento delle condizioni finanziarie dovrebbero attenuarsi, un'inflazione persistente e ulteriori interventi di politica monetaria potrebbero portare a nuovi fattori

avversi. Le prospettive di un atterraggio morbido hanno eliminato in parte questo rischio, ma la possibilità che l'inflazione continui a rivelarsi ostinata rimane un elemento centrale del dibattito sulle prospettive future.

In secondo luogo, come già indicato, i prestiti a tasso fisso hanno attutito l'impatto dell'aumento dei tassi, in particolare negli Stati Uniti. Per i settori chiave dell'economia, l'aumento del costo del capitale si è tradotto in una pausa, non in un arresto delle attività. Tassi più alti più a lungo aumentano il rischio che le problematiche vengano posticipate anziché evitate. Una normalizzazione più rapida e significativa delle politiche monetarie attenuerebbe invece questo rischio.

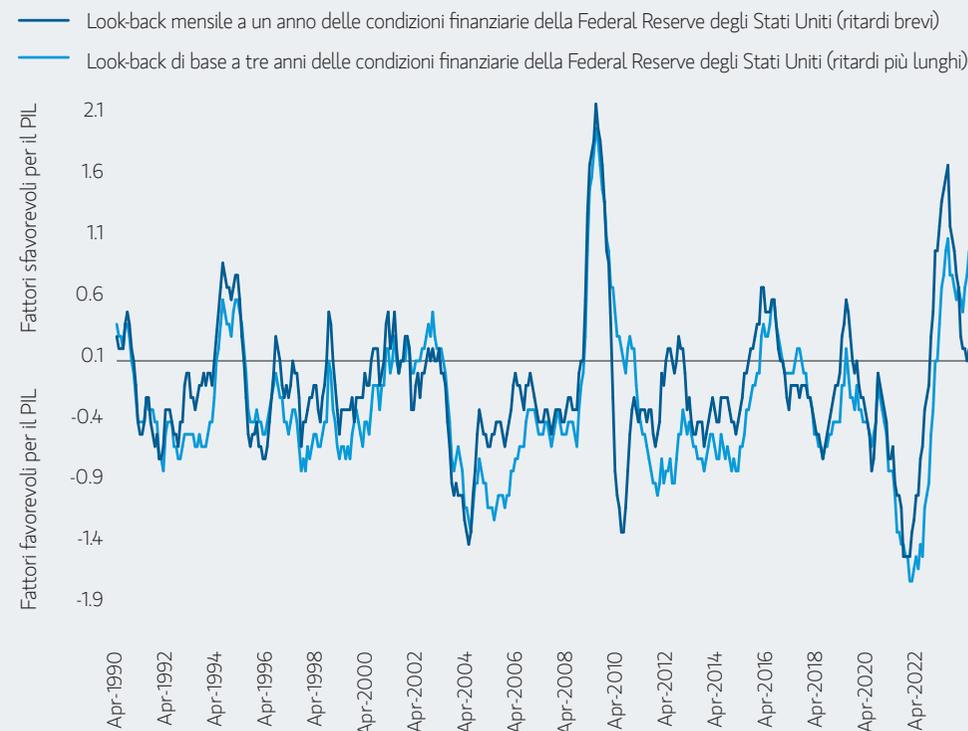
Ed infine, in uno scenario ideale, l'inflazione rallenta in misura sufficiente da indurre il mercato a scontare una traiettoria più tranquilla per le politiche monetarie, favorendo un allentamento delle condizioni finanziarie. Tale allentamento delle condizioni finanziarie inverte l'equazione del rischio, fungendo da catalizzatore positivo per la crescita futura.

POSIZIONE DI THE BEAT – Nel 2024 sussistono diversi motivi per essere ottimisti in merito alle pressioni causate dalle politiche monetarie. Il dibattito sui rischi legati alle politiche monetarie continua a rappresentare un elemento chiave delle nostre prospettive per il 2024. Sebbene non possiamo affermare con certezza se i venti contrari alla crescita, derivanti all'inasprimento delle

condizioni finanziarie, siano venuti meno o se continueranno a produrre i loro effetti anche nel 2024, nutriamo una maggiore convinzione che d'ora in poi andranno attenuandosi e in misura maggiore rispetto agli ultimi 12-24 mesi. Prevediamo un deciso rallentamento dell'inflazione nei prossimi

12 mesi, che rafforza il nostro ottimismo, annullando il rischio di ulteriori interventi di politica monetaria, mitigando i rischi che emergerebbero nel caso di tassi più alti più a lungo e stimando un allentamento delle condizioni finanziarie con ricadute positive per la crescita.

Più lungo è il look-back, più forti sono gli effetti negativi



Fonte: Federal Reserve, MSIM Capital Markets Group. I dati si riferiscono al periodo dal 30/04/1990 al 18/10/2023. Solo a scopo illustrativo.

Nel 2024 la disinflazione ciclica supererà le pressioni inflazionistiche strutturali

Riteniamo che nei prossimi 12 mesi l'inflazione statunitense dovrebbe mostrare una decisa flessione a seguito dell'attenuazione degli effetti prodotti dagli shock transitori della domanda e dell'offerta legati alla pandemia. Di fatto, le componenti principali dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) (immobili, beni e servizi) hanno dovuto affrontare notevoli shock legati alla pandemia. Oggi tali effetti stanno subendo una rapida inversione. Ci aspettiamo che, entro la fine del 2024, negli Stati Uniti l'inflazione PCE (cioè quella relativa alla spesa per i consumi personali) strutturale registri una flessione, dal 3,5% al di sotto delle stime di consenso del 2,6%.

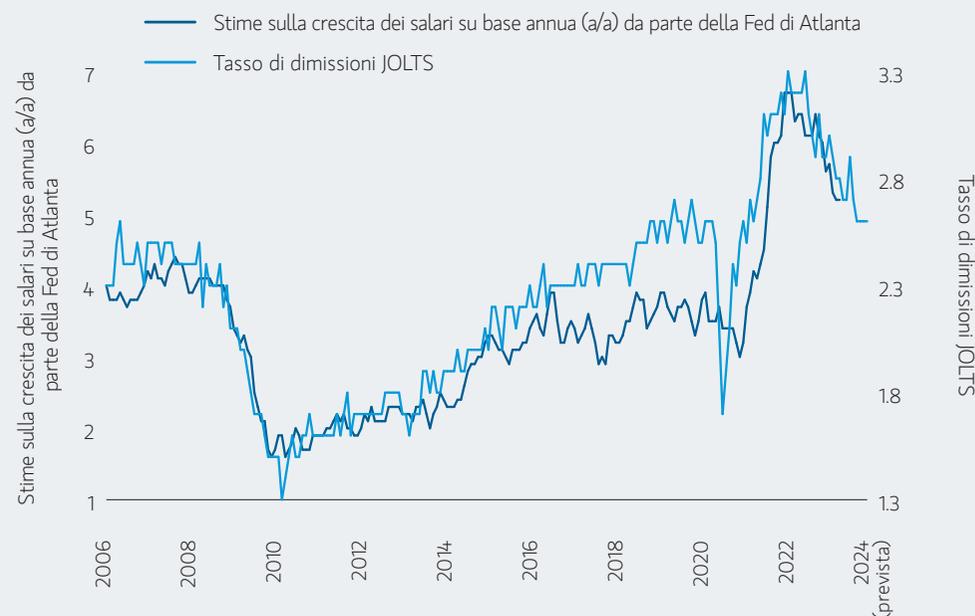
Prevediamo inoltre una rapida disinflazione anche in Eurozona, trainato da fattori differenti. Diversamente dagli Stati Uniti, in Eurozona le pressioni inflazionistiche sono meno riconducibili a un surriscaldamento dell'economia. Al contrario, le pressioni sull'inflazione core in Eurozona sono riconducibili principalmente a fattori esogeni. Si tratta cioè di un'inflazione "importata" aggravata dallo shock energetico del 2022. Con la progressiva attenuazione o inversione di tendenza di queste dinamiche, ci aspettiamo che l'inflazione si riduca al 2,0%.

Stati Uniti – La traiettoria del processo di disinflazione resta saldamente invariata

La crescita salariale rimane la variabile fondamentale per le prospettive

d'inflazione statunitense ovvero il fattore trainante l'aumento dei prezzi dei servizi e il costo degli immobili. Il processo di normalizzazione del mercato del lavoro statunitense prosegue, sia sul versante della domanda che su quello dell'offerta. La riduzione dei supporti da parte del governo, il calo dei timori a livello sanitario e la maggiore propensione all'occupazione, hanno contribuito, congiuntamente, ad una riduzione delle assunzioni e a un aumento del tasso di partecipazione alla forza lavoro. Anche i flussi migratori hanno prodotto uno shock positivo sull'offerta di manodopera. Secondo le prime stime, il picco del 2016 di 1,2 milioni di nuovi assunti sarà superato nel 2023. La crescita dei salari si è già ridotta in modo significativo e gli indicatori anticipatori suggeriscono che vi saranno ulteriori adeguamenti. Il tasso di dimissioni

Il tasso di dimissioni rilevato dalla Job Openings and Labor Turnover Survey, stima un rallentamento dei salari.



Fonte: Federal Reserve Bank of Atlanta; US Bureau of Labor Statistics, MSIM. Solo a scopo illustrativo. Le previsioni/stime si basano sulle condizioni di mercato attuali, sono soggette a cambiamenti e potrebbero non realizzarsi.

rilevato dalla Job Openings and Labor Turnover Survey, stima un rallentamento dei salari dello 0,7% circa nei prossimi otto mesi.

Si stima che il costo delle abitazioni, che su base annua (a/a) ha registrato un'impennata dell'8,2%, registri un ulteriore rallentamento, guidato dal graduale adeguamento dei canoni di locazione alla carenza di offerta. Le unità totali in costruzione si avvicinano al massimo storico di 1,68 milioni. Man mano che quest'ultime verranno assorbite dal mercato, è probabile che i canoni di locazione si riducano ulteriormente.

Il mercato dei beni di consumo si sta riequilibrando da quando, nel giugno del 2022, l'inflazione dei beni ha raggiunto il picco del 10,5%. In seguito alla normalizzazione delle filiere produttive, le scorte di prodotti si sono assestate su livelli più elevati. Ciò riguarda anche il settore automobilistico, duramente colpito dalle difficoltà delle filiere produttive post-pandemia; tuttavia, da gennaio 2022, ha registrato un aumento delle giacenze di magazzino pari a circa 130.000 unità. La presenza combinata di

un livello elevato di scorte, calo dei prezzi al dettaglio e maggior cautela da parte dei consumatori, potrebbe portare a prezzi più competitivi indotti dalla concorrenza. È molto probabile che nel 2024 i prezzi dei beni contribuiscano negativamente all'IPC.

Qualora dovesse scendere, l'inflazione potrebbe comunque rimanere al di sopra dell'obiettivo della Fed. Pertanto ci si chiede se la Fed attuerà delle manovre volte al raggiungimento del suo obiettivo o se si accontenterà dei risultati ottenuti. Propendiamo per la seconda ipotesi, in quanto i costi e i rischi derivanti dal tentativo di far scendere ulteriormente l'inflazione potrebbero superare i benefici risultanti dalla correzione dell'orientamento della Fed volta a raggiungere l'obiettivo.

Tuttavia, il mercato teme ancora che l'inflazione possa ancora sorprendere al rialzo. Riteniamo che il trend disinflazionistico dell'ultimo decennio sia giunto al capolinea e che alcune forze residue (disavanzi più elevati, deglobalizzazione, decarbonizzazione e aumento dei tassi di dipendenza) stiano generando pressioni inflazionistiche.

Questo potrebbe causare un aumento permanente dei premi a termine, cioè un peggioramento dei modelli e delle relazioni storiche relative al calo dei rendimenti di lungo termine rispetto ai fondamentali economici.

POSIZIONE DI THE BEAT – Sebbene i rendimenti obbligazionari possano risultare inferiori ai cicli precedenti, riteniamo che nel 2024 saranno più solidi e potranno rappresentare una migliore copertura rispetto all'azionario.

“

Sebbene i rendimenti obbligazionari possano risultare inferiori ai cicli precedenti, riteniamo che nel 2024 saranno più solidi e potranno rappresentare una migliore copertura rispetto all'azionario.



EWA TUREK SEMMELROTH
Executive Director
Portfolio Solutions Group

Eurozona – L’inflazione sarà quindi transitoria? Per comprendere la natura delle pressioni inflazionistiche in Eurozona rispetto agli Stati Uniti, occorre innanzitutto osservare le diverse risposte alle misure di lockdown attuate durante la pandemia di Covid-19. Negli Stati Uniti, stimoli più aggressivi e di maggiore portata hanno determinato un aumento del reddito disponibile, con conseguente incremento dei consumi di beni reali e, in ultima analisi, un surriscaldamento dell’economia che si è tradotto in un’inflazione strutturale. I dati sul reddito disponibile e sul consumo di beni in Eurozona non mostrano deviazioni dal trend, a testimonianza della minore aggressività delle misure di stimolo adottate per contrastare le conseguenze del Covid-19.

Perché quindi in Eurozona l’inflazione strutturale è aumentata nonostante non si è assistito a un surriscaldamento dell’economia? È molto probabile che l’inflazione dei beni statunitense sia stata “importata” in Europa e poi aggravata dalla crisi energetica conseguente all’invasione dell’Ucraina, situazione che ha comportato non solo il rincaro dei prezzi dei generi alimentari e dei costi energetici ma anche il deprezzamento dell’euro. Gli shock all’inflazione complessiva hanno avuto ricadute

sull’inflazione strutturale ma, come indica l’opera del Chief Economist dell’FMI Pierre-Olivier Gourinchas,² sussistono meno prove del fatto che non si sia trattato solo di un episodio transitorio causato dagli shock all’inflazione complessiva.

I modelli bottom-up indicano inoltre i rischi di ribasso per l’inflazione in Eurozona rispetto al consenso nel 2024. Considerato che sussistono poche prove circa una spirale salari-prezzi, prevediamo un assestamento dei salari nel 2024, con una crescita che rimarrà comunque superiore al 2,5%. Ciò dovrebbe tradursi in una moderazione del contributo dei servizi all’IPC totale pari all’-1,25% a/a. Gli effetti base manterranno probabilmente al di sotto dei 50 punti base (pb) il contributo della componente energetica all’inflazione anche negli scenari maggiormente rialzisti per i prezzi dell’energia. Infine, ci aspettiamo un’ulteriore disinflazione dei beni e dei generi alimentari alla luce della debolezza dei consumi e dell’attività industriale che rimane sotto tono a causa di fattori sia ciclici che strutturali. Con un’aspettativa di consenso del 2,5% per l’Eurozona, rileviamo l’eventualità che l’IPC possa sorprendere al ribasso.

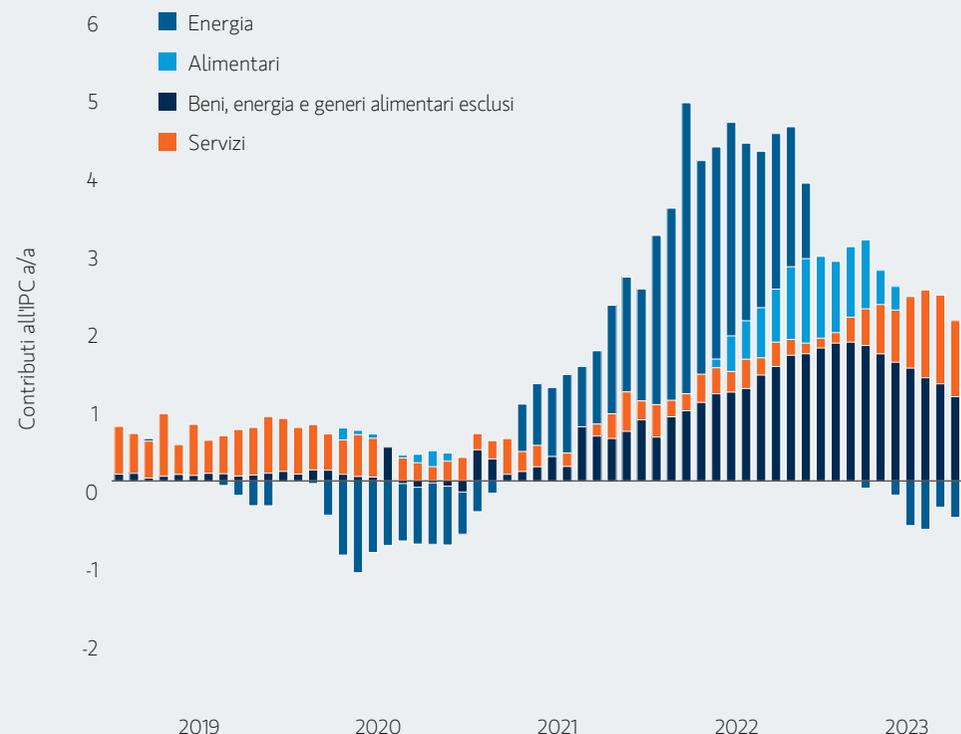
Se l’inflazione in Eurozona era quindi di carattere transitorio, il rischio che la

Banca centrale europea abbia operato una stretta eccessiva si è chiaramente accentuato. Lo scenario sopra descritto comporterebbe probabilmente una revisione al ribasso delle aspettative di inflazione che potrebbe facilmente riportare il Bund decennale tedesco al 2%.

A fronte del rallentamento della crescita e dell’indebolimento dell’inflazione, i tassi reali in Eurozona sembrano destinati a scendere più rapidamente che negli Stati Uniti, sostenendo il dollaro in termini relativi.

Inflazione in Eurozona trainata dai costi energetici e dai beni “importati” dagli Stati Uniti

Contributo all’IPC su base annua



Fonte: Eurostat; MSIM. Solo a scopo illustrativo.

² “Macroeconomic stabilisation in a volatile inflation environment”, Gourinchas (2023).

Azionario giapponese – Giudizio di sovrappeso strutturale e principali temi di dibattito

Nel 2023, l'azionario giapponese è tornato a suscitare un forte interesse tra gli investitori. Tale situazione è determinata principalmente dalla prospettiva che il Giappone stia finalmente uscendo da un'era deflazionistica durata trent'anni. Un ritorno sostenibile dell'inflazione verso l'obiettivo del 2% sostenuto dalla Banca del Giappone, porterebbe ad un aumento contestuale della crescita annuale del PIL nominale. Le aziende giapponesi hanno dovuto a lungo fare i conti con l'impossibilità di trasferire l'aumento dei prezzi ai consumatori, una dinamica che potrebbe finalmente cambiare.

Quali sono gli elementi che favoriscono un ritorno strutturale dell'inflazione? In primo luogo, l'inflazione media ponderata del Giappone, che misura l'ampiezza dell'inflazione, ha registrato un +1,8% su base annua nel 3° trimestre del 2023, il valore più elevato dal 1992, anno in cui il Giappone si trovava sull'orlo della deflazione. L'attuale ritorno dell'inflazione è determinato anche da un'inflazione persistente legata ai servizi. L'inflazione dei servizi, al netto degli affitti imputati, è pari al 2,9% su base annua, il valore più alto dal 1997. Ma soprattutto, la crescita dei salari in Giappone sta accelerando per l'effetto combinato di un mercato del lavoro saturo e delle iniziative sincronizzate del governo e della BOJ volte ad aumentare le retribuzioni per i lavoratori dipendenti. Si scorgono segnali

di un maggiore turnover del personale che porterebbe ad una crescita dei salari data la possibilità di cambiare occupazione. In prospettiva, il più importante interrogativo che ci si pone riguarda la sostenibilità della recente sovraperformance. A giudicare dalla notevole rivalutazione dei multipli a livello di indice, il mercato sembra attualmente convinto del ritrovato vigore del Giappone. Pur giudicando con ottimismo l'azionario giapponese nel 2024, occorre tenere d'occhio alcuni rischi. Poiché le valutazioni sono attualmente in linea con la media di lungo termine, la crescita degli utili diventerà il fattore determinante i rendimenti totali. Pur giudicando con ottimismo l'azionario giapponese nel 2024, riteniamo opportuno evidenziare alcuni temi chiave/fattori di rischio.

1. IL CONTESTO ESTERNO – SCENARIO GEOPOLITICO ED ECONOMIA GLOBALE

L'azionario giapponese fa affidamento sulla solidità della domanda estera. Nel 2023, la domanda occidentale di esportazioni giapponesi ha mostrato una buona tenuta; tuttavia, sia dalla Cina che dall'Asia sono giunti segnali di indebolimento. Per il Giappone, l'evoluzione delle relazioni con Stati Uniti e Cina rappresenta sia un'opportunità che un rischio. Da un lato, viene rafforzata la posizione del Giappone in quanto alleato degli Stati Uniti nel Pacifico, con le aziende giapponesi che trarrebbero vantaggio dalla strategia commerciale "China Plus One". Dall'altro, però, il blocco statunitense alle esportazioni di tecnologie e semiconduttori potrebbe danneggiare la capacità del Giappone di esportare in Cina prodotti tecnologici rilevanti.

2. YEN GIAPPONESE – DIREZIONE ED ENTITÀ

Negli ultimi due anni, gli utili societari giapponesi, in particolare delle società esportatrici, hanno beneficiato dei vantaggi derivanti dai tassi di cambio (debolezza dello yen) e dall'orientamento ancora molto accomodante della BOJ, diversamente dalle altre banche centrali globali che attuavano interventi di inasprimento delle politiche monetarie. Nel 2024, i cicli di inasprimento della Fed e della BCE potrebbero concludersi, mentre quello della BOJ è appena iniziato. La debolezza dello yen potrebbe aver fatto il suo corso e ciò favorirebbe gli esportatori. Tuttavia, un forte apprezzamento sarà meno probabile in quanto i tassi "più alti più a lungo" costituiscono tuttora lo scenario di base negli Stati Uniti, mentre il ritmo di inasprimento della BOJ sarà probabilmente ancora graduale.

3. PROGRESSI COMPIUTI SUL FRONTE DELLA RIFORMA DI CORPORATE GOVERNANCE, MIGLIORAMENTO DEI MARGINI DI PROFITTO E DEL RENDIMENTO PER GLI AZIONISTI

I margini di profitto delle società giapponesi, pari circa al 6%, rimangono nettamente inferiori a quelli dei paesi del G3 (Stati Uniti ed Eurozona superano rispettivamente il 12% e il 9%). Il rendimento per gli azionisti, misurato dal ROE prospettico, è pari all'8,5% per l'azionario giapponese, diversamente dall'azionario statunitense e dell'Eurozona rispettivamente pari al 18% e al 12%. Le riforme sono state annunciate come un ulteriore cambiamento strutturale del mondo societario giapponese, ma riteniamo che un reale cambiamento richiederà tempo e difficilmente si concretizzerà nel 2024.

4. POSIZIONAMENTO DEGLI INVESTITORI E AFFLUSSI FINANZIARI

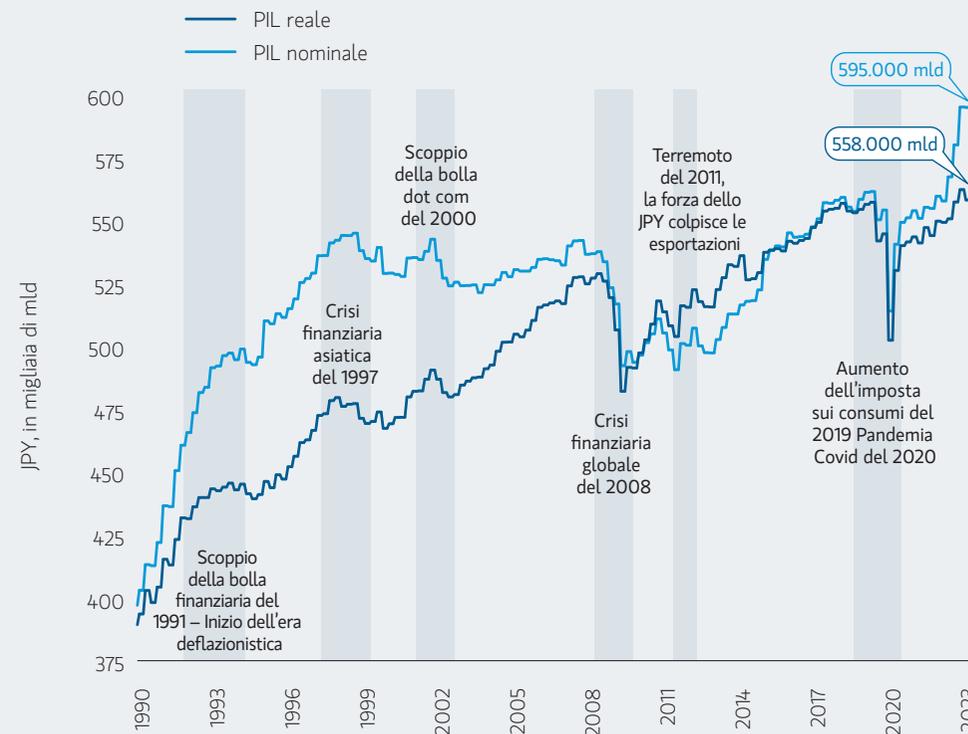
Gli investitori azionari globali hanno rafforzato il proprio posizionamento attivo nell'azionario giapponese, ma mantengono un posizionamento vicino alla neutralità rispetto al benchmark azionario globale. La Borsa di Tokyo ha registrato afflussi modesti sia da parte degli investitori locali che esteri, mentre gli afflussi netti complessivi degli investitori esteri sono rimasti generalmente invariati dal 2013. Nel 2024 ci si attende un aumento degli afflussi locali da parte degli investitori retail e dei fondi pensione aziendali, successivi alle riforme sugli individual savings account (NISA) e sulle pensioni aziendali.

“ La sovraperformance dell'azionario giapponese è sostenibile? Il mercato è convinto che lo sia e nel medio termine condividiamo questo punto di vista, pur consapevoli che tale prospettiva non possa mantenersi invariata su base prospettica.



ERIC ZHANG
Executive Director
Portfolio Solutions Group

Il Giappone ha finalmente superato il tetto del PIL nominale trentennale



Fonte: Ufficio di Gabinetto giapponese, MSIM. Solo a scopo illustrativo.

Cina – Gli investitori sapranno guardare oltre l'atteso rimbalzo della crescita?

Nell'ottobre del 2023, il governo cinese ha annunciato l'emissione di 1.000 miliardi di yuan (CNY) in titoli di Stato cinesi (CGB) destinati ad agevolazioni ai governi locali e ad investimenti in infrastrutture nelle regioni più colpite da calamità naturali durante lo scorso anno. Tale manovra viene identificata come un segnale positivo di supporto alla crescita da parte del governo. Le agevolazioni allevieranno temporaneamente le difficoltà finanziarie dei governi locali, mentre gli investimenti infrastrutturali sosterranno l'economia mediante gli investimenti in immobilizzazioni. Riteniamo che si tratti di una ripresa delle vecchie politiche cinesi che sostengono la crescita economica attraverso gli investimenti, mentre la crescita dei consumi, delle esportazioni, del settore immobiliare e degli investimenti privati rimane debole.

Sotto il profilo della produzione manifatturiera e industriale, l'indice dei prezzi alla produzione e i livelli di scorte potrebbero toccare i minimi nel 2024. Dinnanzi alle politiche di stimolo da parte del governo cinese si prospetta un rimbalzo ciclico dell'economia nel 2024. Tuttavia, la sostenibilità e l'entità del rimbalzo rimangono un interrogativo rilevante, soprattutto perché i problemi strutturali relativi all'elevato livello di indebitamento e al settore immobiliare, rimangono irrisolti. Il rischio è quello di un rimbalzo transitorio trovandoci in un contesto di rallentamento secolare di lungo termine.

In Cina, i problemi legati al settore immobiliare potrebbero rappresentare un

fattore avverso per l'economia nel 2024 e oltre. I motivi sono due: 1) l'entità e la rilevanza del settore e 2) il rallentamento degli ultimi due anni potrebbe effettivamente essere solo l'inizio di una tendenza al ribasso di lungo termine. Secondo le stime, in un determinato momento il settore immobiliare cinese era considerato la più grande classe di attivo al mondo, con un valore di circa 60.000 miliardi di dollari, cioè tre volte maggiore dell'economia nazionale. Il 70% della ricchezza delle famiglie cinesi è legato al valore degli immobili.

Nonostante i prezzi degli immobili residenziali esistenti siano scesi del 22% rispetto al picco massimo, è probabile che ci aspettino nuovi cali e che le società

“

Nelle prime battute del 2024 è possibile che si inneschi un temporaneo rimbalzo del mercato azionario cinese, anche se sussistono problemi strutturali e rischi politici.

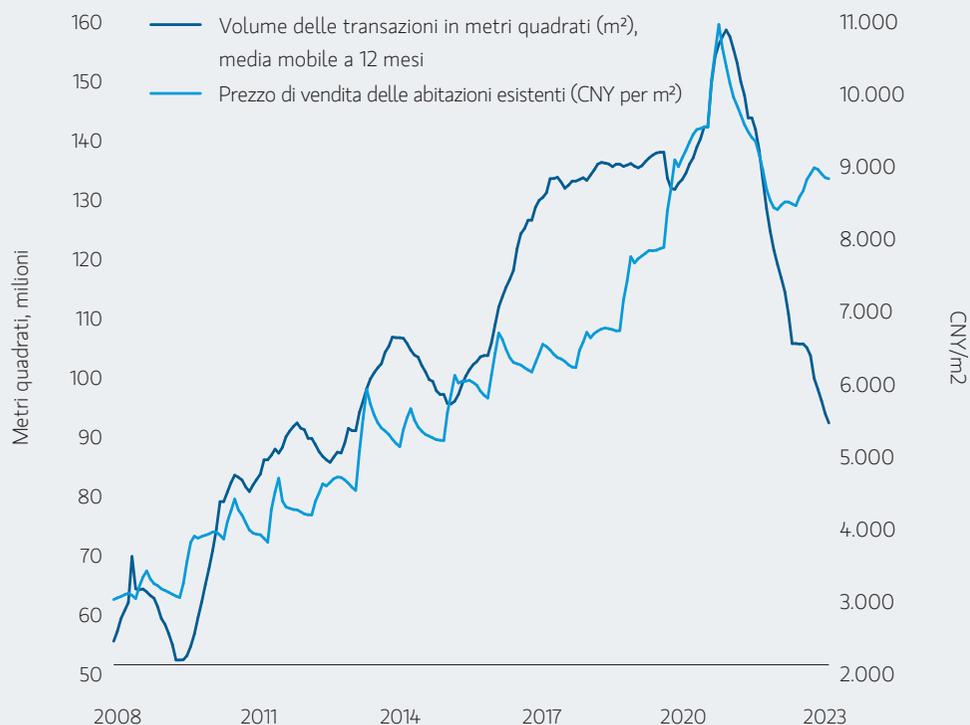


SCHUYLER HOOPER
Executive Director
Portfolio Solutions Group

immobiliari si trovino a dover sostenere ulteriori perdite finanziarie. La distruzione della ricchezza causata dalla deflazione dei prezzi degli immobili lascerà strascichi profondi sulla fiducia dei consumatori

e delle imprese per molti anni a venire, situazione che, a sua volta, avrà ricadute sui consumi e sugli investimenti privati.

In Cina, il valore degli immobili e il volume delle transazioni sta registrando un calo



Fonte: MSIM, Macrobond. Dati al 12.11.2023. Solo a scopo illustrativo.

L'azionario cinese (MSCI China), la cui valutazione è attualmente inferiore a 10 volte gli utili prospettici, sono scambiate a forte sconto rispetto all'azionario globale. Riteniamo tuttavia che per una rivalutazione sostenibile sia necessario soddisfare i tre criteri di seguito.

1. La Cina deve avviare profonde riforme strutturali per riequilibrare l'economia e risanare il debito prima che gli investitori possano credere veramente che questo Paese abbia i requisiti necessari per intraprendere un percorso orientato alla crescita sostenibile e alla reflazione.
2. Le relazioni tra Stati Uniti e Cina devono migliorare sensibilmente, il che attenuerebbe le preoccupazioni di un ulteriore sganciamento tecnologico e finanziario.
3. E' necessario migliorare la visibilità degli utili aziendali. In particolare, gli utili societari cinesi stanno accusando una flessione strutturale dal 2018, cioè da prima della crisi immobiliare e

dell'adozione delle misure di lockdown per contrastare la pandemia. Riteniamo che l'impatto degli stimoli fiscali sugli utili societari cinesi sarà limitato. Al momento gli stimoli continuano a essere incentrati sull'offerta, mentre la debolezza della domanda non è ancora stata affrontata. Ciò porta ad un eccesso di offerta nell'economia, attualmente in fase di deflazione, e continuerà a esercitare una pressione al ribasso sugli utili societari.

POSIZIONE DI THE BEAT – Nelle prime battute del 2024 è possibile che si inneschi un temporaneo rimbalzo del mercato azionario cinese, grazie ai sussidi del governo di breve termine, di minori effetti base, delle valutazioni convenienti e del posizionamento alleggerito. È tuttavia probabile che gli investitori non si lascino ingannare da una temporanea parentesi, dal momento che i problemi strutturali rimangono saldamente radicati. Inoltre, il premio al rischio politico in Cina è probabilmente troppo elevato per molti.

I mercati privati offrono opportunità d'ingresso potenzialmente interessanti

Negli ultimi tre anni i mercati privati hanno registrato una serie di problematiche, culminate con l'inizio di una correzione dei listini che non si vedeva dai tempi della grande crisi finanziaria.

In sintesi:

- Nel 2022, gli investitori hanno riscontrato una correlazione positiva in negativo tra azionario e obbligazionario quotato, causato da diversi fattori tra cui l'aumento dei tassi d'interesse.
- Le valutazioni del mercato privato hanno reagito con il consueto sfasamento temporale.
- Negli anni precedenti al 2022, i portafogli hanno registrato una performance relativamente solida sul fronte dei mercati privati, sfruttando gli effetti favorevoli di alcuni settori tra i quali, quello sanitario e della transizione energetica, che ne hanno incrementato il valore attraverso la crescita organica e inorganica dei ricavi, l'aumento dei margini e l'espansione dei multipli.
- Inoltre, con l'adeguamento dei mercati del credito all'aumento dei tassi di riferimento, si è ridotto l'afflusso di dividendi verso gli investitori dei portafogli privati.

- Ed infine, secondo i dati degli investitori (oltre 200 piani pensionistici pubblici statunitensi. Fonte: Public Plans Data), il divario tra le allocazioni private effettive e quelle target è risultato, a livello settoriale, più ristretto rispetto alle correzioni precedenti, aumentando le probabilità che, rispetto al passato, le allocazioni del mercato privato superino i livelli attesi.

Di conseguenza, molti operatori dei mercati privati hanno accusato un potente "effetto denominatore", reagendo con una riduzione, o addirittura una totale sospensione, dei propri investimenti privati. Ciò ha prodotto un effetto estremamente negativo sulla raccolta di fondi nei mercati privati. Se da un lato ciò ha influito sul volume dei fondi raccolti, dall'altro ha interferito con il ritmo della raccolta di capitali. In linea di massima i gestori patrimoniali che si occupano della raccolta di fondi sono generalmente riusciti a raggiungere i propri obiettivi, sebbene abbiano impiegato più tempo.

L'impatto a valle di una raccolta di capitali più lenta, combinata con tassi di interesse più elevati, si manifesta in una significativa riduzione dei volumi delle transizioni. In base ai dati Preqin, ad esempio, i volumi del private credit nei primi tre trimestri

del 2023 sono risultati inferiori ad un quarto di quelli registrati due anni prima, a causa dei ritardi nelle operazioni di rifinanziamento e nel cambio di proprietà dovuto ai vincoli sull'attrattività del capitale azionario e del capitale di debito.

“

Negli ultimi tre anni i mercati privati hanno registrato una serie di problematiche, culminate con l'inizio di una correzione dei listini che non si vedeva dai tempi della grande crisi finanziaria, che offrono opportunità d'ingresso potenzialmente interessanti.



STEVE TURNER
Featured Contributor
Portfolio Solutions Group

Questa serie di eventi sta dando luogo alla prima correzione dei prezzi nel settore dei mercati privati dai tempi della grande crisi finanziaria e gli investitori stanno cercando di mettere a fuoco le opportunità e i rischi associati. Per risolvere questa criticità, abbiamo suddiviso i mercati privati in tre gruppi, come di seguito indicato.

1. MERCATI CHE HANNO GIÀ SUBITO UNA SIGNIFICATIVA CORREZIONE

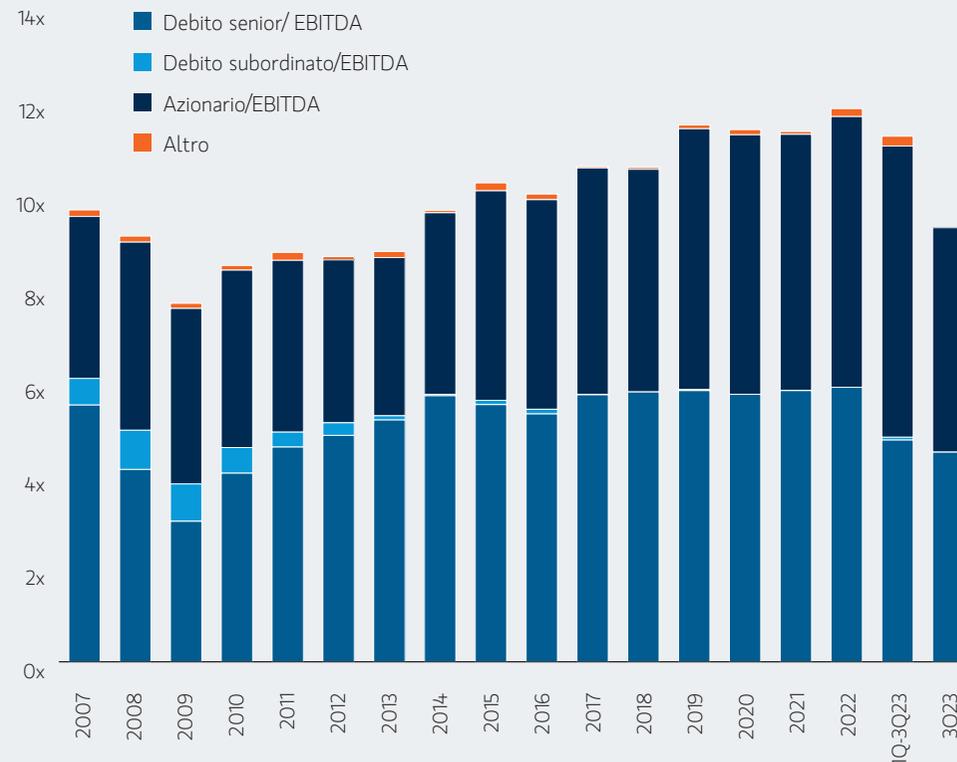
In questa prima categoria, includiamo i mercati privati che reagiscono più rapidamente ai fattori che influiscono sulle valutazioni. Si tratta, nello specifico, del settore immobiliare core, che ha registrato un calo nel valore degli immobili core statunitensi pari al 12% nell'anno conclusosi il 30 settembre 2023 (fonte: NCREIF Property Index), a causa della relazione diretta tra tassi d'interesse e tassi di capitalizzazione dei beni immobiliari core. Anche il private equity (di tipo venture capital) si è rivalutato in tempi relativamente brevi, in quanto gli aumenti di capitale successivi hanno permesso di determinare la valutazione più corretta; in particolare, il venture capital in fase "late stage" ha registrato una clamorosa svalutazione. Nei mercati del debito, l'anomalia relativa alle nuove emissioni di titoli pubblici ha comportato la determinazione di prezzi e condizioni favorevoli nei mercati del credito privato quale fonte alternativa di capitale per i debitori nel 2023. Sebbene la crescita

della domanda da parte degli investitori stia erodendo gli extra-rendimenti delle obbligazioni societarie senior, il 2024 offre un'opportunità alle strategie di credito privato che si adattano alle situazioni più specifiche delle società, al posizionamento nella struttura del capitale e alle condizioni di finanziamento, a fronte delle necessità delle aziende di promuovere la crescita, migliorare l'efficienza dei bilanci o semplicemente incrementare la liquidità. In un contesto come questo, i creditori possono richiedere una remunerazione aggiuntiva in condizioni specifiche, considerato che la domanda da parte degli investitori non ha tenuto il passo con l'offerta di finanziamenti.

2. MERCATI CHE HANNO REGISTRATO MODESTE VARIAZIONI NELLE VALUTAZIONI, MA SI TROVANO VEROSIMILMENTE SU LIVELLI DIFENDIBILI

Le valutazioni osservabili nei mercati buyout e growth equity del private equity si stanno adeguando a un ritmo più modesto, anche perché il numero esiguo di transazioni concluse è orientata verso aziende di qualità superiore. Tuttavia, la Figura 9 mostra l'inizio di un calo nelle valutazioni che dovrebbe accentuarsi con la ripresa del volume delle transazioni. Tenendo conto di ciò, gli investitori possono compiere uno sforzo consapevole nei primi mesi del 2024 per concentrare una parte consistente dei propri capitali nelle società mid e small-cap a discapito degli investimenti in large cap. Per quanto riguarda le mid-cap, riteniamo che vi siano opportunità di investimento a valutazioni

Multipli relativi ai prezzi di acquisto nei mercati privati



Fonte: Federal Reserve Bank of Atlanta; US Bureau of Labor Statistics, MSIM

Il debito senior è costituito da prestiti accompagnati da garanzie reali che devono essere rimborsati prima degli altri debiti quando una società diventa insolvente. Il debito subordinato è costituito da prestiti che, in caso di insolvenza della società, vengono rimborsati dopo gli altri debiti (ad esempio il debito senior) e quindi comporta un rischio maggiore per il finanziatore. EBITDA è l'acronimo di Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (utili al lordo di interessi, imposte e svalutazioni e ammortamenti) e indica l'efficienza operativa a breve termine di un'impresa. Più basso è il valore, più sana è generalmente l'azienda sotto il profilo finanziario.

più ragionevoli e che richiedono un minor ricorso alla leva finanziaria, entrambi fattori positivi nel contesto attuale. Inoltre, dai dati storici si evince che la crescita degli utili nel segmento delle mid-cap, durante il periodo di investimento, ha significativamente sovraperformato quella delle large cap. Tale situazione è attribuibile alle opportunità di conquistare quote di mercato, ottimizzare e professionalizzare tali investimenti, nonché di scontare multipli all'ingresso più bassi, con un minor ricorso alla leva finanziaria.

Molti settori privati, come gli investimenti in società che promuovono la decarbonizzazione, sono rimasti in qualche modo al riparo dalle pressioni sulle valutazioni, grazie a tassi di sconto all'ingresso più elevati, a una forte domanda di prestiti di capitale e ad una robusta domanda da parte degli investitori azionari di opportunità con impatto positivo. Sebbene il costo energetico di fonti rinnovabili sia sceso in misura significativa, gli ultimi tre anni hanno dimostrato che una transizione affrettata dai combustibili fossili a un mix energetico puramente rinnovabile, risulta problematica. A nostro avviso, è necessaria una transizione complessa, che crea enormi opportunità di investimento. Gli investitori farebbero bene a prendere in considerazione strategie flessibili volte ad individuare nicchie caratterizzate dalla scarsità di capitale in tutti i settori rilevanti, lungo le catene del valore e nella

struttura del capitale, al fine di trovare la correlazione ottimale tra impatto positivo e rendimenti finanziari interessanti.

3. MERCATI IN CUI PREVEDIAMO UN CONTINUO INDEBOLIMENTO NELLE VALUTAZIONI

Il private equity (PE) large cap risulta piuttosto sensibile ai costi di finanziamento e riteniamo che le valutazioni si indeboliranno al momento della scadenza degli attuali finanziamenti e, come conseguenza, alla conclusione di un numero crescente di transazioni. È pertanto necessario armarsi di pazienza e aspettare che le valutazioni dei PE large cap offrano un punto d'ingresso interessante.

Nel settore immobiliare a valore aggiunto e opportunistico, gli investitori possono approfittare della scarsità degli attivi per difendersi dalle pressioni a livello delle valutazioni e per allinearsi ai più importanti temi strutturali, privilegiando gli immobili residenziali rispetto a quelli adibiti a uffici e, nell'ambito di quest'ultimo segmento, prediligendo quelli destinati al settore sanitario, più richiesti. Rimaniamo tuttavia estremamente selettivi nei confronti delle valutazioni del settore immobiliare a valore aggiunto e opportunistico, in cui le scadenze del debito dovrebbero portare ad un ulteriore calo dei prezzi, fungendo da catalizzatore per un'importante opportunità di ingresso da parte degli investitori nel 2024.



Gli investimenti in società che promuovono la decarbonizzazione sono rimasti in qualche modo al riparo dalle pressioni sulle valutazioni, grazie a tassi di sconto all'ingresso più elevati e ad una forte domanda sia di prestiti di capitale che da parte degli investitori azionari desiderosi di partecipare ad opportunità con impatto positivo. Sebbene il costo delle energie rinnovabili sia sceso in misura significativa, una transizione affrettata dai combustibili fossili a un mix energetico puramente rinnovabile risulta problematica. A nostro avviso, è necessaria una transizione complessa, che crea enormi opportunità di investimento.



STEVE TURNER
Featured Contributor
Portfolio Solutions Group

Quadro di riferimento per gli investimenti nei mercati dei capitali

Allocazioni rappresentative del Portfolios Solutions Group

■ ■ ■ ALLOCAZIONE CORRENTE
■ VARIAZIONE RISPETTO A T4 2023

-- SOTTOPESO AD ALTA CONVINZIONE
- SOTTOPESO
= NEUTRALE
+ SOVRAPPESO
++ SOVRAPPESO AD ALTA CONVINZIONE

ASSET ALLOCATION	LA NOSTRA ANALISI					COMMENTO
	--	-	=	+	++	
OBBLIGAZIONI Duration			■			Prevediamo che il range intermedio del rendimento dei titoli decennali si attesti tra il 3,5% e il 5,5%, ma la tendenza per il 2024 gravita verso il 4% in quanto l'attesa riduzione dei tassi è bilanciata da un modesto ritorno alla media dei premi a scadenza.
OBBLIGAZIONI Credito			■			La nostra allocazione creditizia è passata a neutrale, in quanto siamo più ottimisti sull'HY in un'ottica di rendimento totale, ma manteniamo un leggero sottopeso sull'IG. I rischi di insolvenza dovrebbero rimanere limitati a fronte di un atterraggio morbido.
AZIONI Livello di rischio			■	■		Siamo passati da un posizionamento neutrale a un sovrappeso in quanto riteniamo che il recente rally azionario abbia anticipato i rendimenti del 2024. Le prospettive macro confermano la positività, ma le valutazioni e la crescita degli utili sotto al tendenziale costituisce probabilmente un vincolo.
INVESTIMENTI ALTERNATIVI Mercati privati			■			Le valutazioni azionarie nei mercati privati continuano a diminuire evidenziando i maggiori costi di finanziamento. Per quanto riguarda i mercati privati, siamo passati da una posizione di sottopeso a un posizionamento neutrale poiché intravediamo un numero maggiore di opportunità con un minor rischio di valutazione.
INVESTIMENTI ALTERNATIVI Hedge Funds				■		Gli hedge fund beneficiano di tassi di interesse più elevati e di migliori opportunità in termini di selezione dei titoli.
INVESTIMENTI ALTERNATIVI Commodity			■			Manteniamo un posizionamento neutrale sui mercati delle commodity in quanto i fattori favorevoli legati alla scarsità dell'offerta sono bilanciati da fattori sfavorevoli dovuti a un rallentamento dei livelli di attività.
TRANSIZIONE Liquidità / Bassa duration			■	■		Per quanto riguarda la liquidità, stiamo passando da una posizione di sovrappeso a un posizionamento neutrale. La liquidità può essere utilizzata per investimenti nel credito a più lunga scadenza, sia IG che HY, e per incrementare selettivamente titoli azionari nelle fasi di debolezza.

A scopo informativo e non costituisce un'offerta né una raccomandazione ad acquistare o vendere un particolare titolo o ad adottare una specifica strategia di investimento. Le opinioni tattiche espresse in precedenza rispecchiano a grandi linee le opinioni e le implementazioni del nostro team, formulate a fini di comunicazione con la clientela. Le informazioni contenute nel presente documento non intendono rispondere agli obiettivi finanziari, alla situazione o alle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio del Capital Markets Group su ciascuna classe di attivo.

Allocazioni rappresentative nell'azionario globale del Portfolios Solutions Group

■ ALLOCAZIONE CORRENTE
■ VARIAZIONE RISPETTO A T4-2023

-- SOTTOPESO AD ALTA CONVINZIONE
- SOTTOPESO
= NEUTRALE
+ SOVRAPPESO
++ SOVRAPPESO AD ALTA CONVINZIONE

EQUITÀ	LA NOSTRA ANALISI					COMMENTO
	--	-	=	+	++	
REGIONALI Mercati sviluppati			■			Nel complesso confermiamo il nostro posizionamento neutrale sull'azionario dei mercati sviluppati, con giudizi divergenti a seconda del paese (come di seguito indicato).
REGIONALI Stati Uniti			■	■		I titoli statunitensi hanno già scontato le buone notizie per il 2024. Le valutazioni agiranno da freno per il mercato in generale nel 2024, ma i multipli sono sostenuti da un giudizio più favorevole in merito ai tassi. Una crescita resiliente dovrebbe portare a solidi utili per azione.
REGIONALI Eurozona		■				Il rallentamento della crescita e il ridimensionamento delle scorte nel settore manifatturiero incidono sugli utili, con i tagli dei tassi operati dalla BCE che potrebbero invertire l'espansione dei margini per il settore finanziario.
REGIONALI Giappone				■		L'uscita del Giappone dalla deflazione comporterà un incremento dei ricavi delle imprese, le riforme aziendali aumenteranno i margini di profitto, mentre le riforme pensionistiche nei confronti di individui e aziende dovrebbero sostenere gli afflussi azionari. Le valutazioni non sono più economiche ma neanche eccessive.
REGIONALI Mercati emergenti			■			Le prospettive per i mercati emergenti stanno migliorando. Le previsioni di crescita per i mercati emergenti, esclusa la Cina, sono state riviste al rialzo, mentre gli stimoli in Cina limitano i danni per la crescita del paese. Le valutazioni sembrano interessanti e le condizioni esterne più favorevoli potrebbero sostenere gli utili nei mercati emergenti.
STILE Growth vs. Value				■		Il momentum delle revisioni degli utili è a favore dei titoli Growth e il contesto macroeconomico caratterizzato da crescita positiva ma al di sotto del tendenziale non è in grado di sostenere l'esposizione più ciclica ai titoli Value.
STILE Large vs. Small Cap				■		Il costo del capitale rimane elevato e riteniamo che i titoli large-cap siano relativamente immuni da queste pressioni rispetto all'azionario small cap.
STILE Quality				■		Giudizio favorevole sull'azionario quality in un contesto di crescita al di sotto del tendenziale. Ciò non equivale a un posizionamento settoriale difensivo volto a bilanciare l'esposizione ciclica.
STILE Dividend			■			Riteniamo che il rischio di esposizione allo stile dividend yield sia bilanciato.

A scopo informativo e non costituisce un'offerta né una raccomandazione ad acquistare o vendere un particolare titolo o ad adottare una specifica strategia di investimento. Le opinioni tattiche espresse in precedenza rispecchiano a grandi linee le opinioni e le implementazioni del nostro team, formulate a fini di comunicazione con la clientela. Le informazioni contenute nel presente documento non intendono rispondere agli obiettivi finanziari, alla situazione o alle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio del Capital Markets Group su ciascuna classe di attivo.

Allocazioni rappresentative nell'obbligazionario globale del Portfolios Solutions Group

■ ALLOCAZIONE CORRENTE
■ VARIAZIONE RISPETTO A T4 2023

-- SOTTOPESO AD ALTA CONVINZIONE
- SOTTOPESO
= NEUTRALE
+ SOVRAPPESO
++ SOVRAPPESO AD ALTA CONVINZIONE

FIXED INCOME	LA NOSTRA ANALISI					COMMENTO
	--	-	=	+	++	
OBBLIGAZIONI Treasury USA			■			Mantenere la duration più vicina alla neutralità con un obiettivo di 5 anni.
OBBLIGAZIONI Obbligazioni indicizzate all'inflazione			■			I rendimenti reali rimangono elevati e possono diminuire ulteriormente a fronte di un calo dell'inflazione.
OBBLIGAZIONI Titoli di Stato, Eurozona		■	■			La disinflazione associata ad un rallentamento della crescita migliorano il rapporto rischio/rendimento relativo alla duration in Eurozona.
OBBLIGAZIONI Titoli di Stato in valuta forte dei paesi emergenti			■	■		Uno scenario caratterizzato da inflazione più bassa, costi di finanziamento inferiori e crescita più forte (sostenuto dal cambio di rotta della Fed) dovrebbe creare un contesto favorevole per spread e tassi.
OBBLIGAZIONI Titoli di Stato in valuta locale dei paesi emergenti			■			I rendimenti in valuta locale dei mercati emergenti, più bassi rispetto al credito statunitense, potrebbero limitare gli afflussi. Le valute emergenti potrebbero trovare finalmente sostegno a fronte di un adeguamento dei mercati a un tasso inferiore sui Fed Funds.
CREDITO PUBBLICO Municipal Bonds			■	■		I rendimenti fiscali equivalenti rimangono interessanti e questa classe di attivo potrebbe competere con l'azionario.
CREDITO PUBBLICO Investment Grade		■				Gli spread rimangono ristretti e, in chiave tattica, i guadagni di duration dovrebbero essere limitati dal recente rally.
CREDITO PUBBLICO MBS/ABS					■	L'elevata convinzione sugli ABS e sul rendimento per unità di qualità del credito, rimangono interessanti; i flussi di cassa dei consumatori rimangono solidi dato il mercato del lavoro saturo.
CREDITO PUBBLICO High yield			■	■		Il livello di rendimento complessivo dell'high yield rimane interessante in uno scenario di atterraggio più morbido in cui i rischi di insolvenza sono contenuti.
CREDITO PUBBLICO Prestiti bancari			■	■		Ci spostiamo verso un posizionamento neutrale, dato l'orientamento politico della Fed volto ad una riduzione dei tassi nel breve termine. Privilegiamo titoli di qualità creditizia più elevata rispetto ai prestiti, che solitamente presentano una qualità inferiore.

A scopo informativo e non costituisce un'offerta né una raccomandazione ad acquistare o vendere un particolare titolo o ad adottare una specifica strategia di investimento. Le opinioni tattiche espresse in precedenza rispecchiano a grandi linee le opinioni e le implementazioni del nostro team, formulate a fini di comunicazione con la clientela. Le informazioni contenute nel presente documento non intendono rispondere agli obiettivi finanziari, alla situazione o alle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio del Capital Markets Group su ciascuna classe di attivo.

Allocazioni rappresentative in strumenti alternativi del Portfolios Solutions Group

- ALLOCAZIONE CORRENTE
- VARIAZIONE RISPETTO A T4 2023

- SOTTOPESO AD ALTA CONVINZIONE
- SOTTOPESO
- = NEUTRALE
- + SOVRAPPESO
- ++ SOVRAPPESO AD ALTA CONVINZIONE

ALTERNATIVE ASSETS	LA NOSTRA ANALISI					COMMENTO
	--	-	=	+	++	
MERCATI PRIVATI Immobiliare		■				Nel settore degli immobili commerciali è in atto una significativa revisione dei prezzi dovuta alla correlazione tra i tassi cap e i tassi di interesse a lungo termine. È necessario avere pazienza in quanto il rifinanziamento a costi del debito più elevati comporta gradualmente adeguamenti valutativi.
MERCATI PRIVATI Infrastrutture				■		Continuano gli adeguamenti valutativi nei mercati privati più ampi e siamo passati ad un posizionamento di sovrappeso sui titoli infrastrutturali, come conseguenza di un numero crescente di opportunità che, a nostro avviso, offrono valutazioni iniziali difendibili.
MERCATI PRIVATI Risorse naturali				■		Alcuni mercati nel settore delle risorse naturali stanno traendo beneficio dai solidi fondamentali di lungo termine, tra i quali la crescente domanda di generi alimentari e la riduzione di terreni coltivabili nel caso di investimenti nell'agricoltura.
MERCATI PRIVATI Private equity			■			Le opportunità offerte dal middle market sono meno sensibili alla leva finanziaria. Nell'ambito delle infrastrutture, gli investimenti legati alla transizione energetica e alla digitalizzazione stanno registrando una domanda che riteniamo in grado di sostenere gli attuali prezzi degli attivi.
MERCATI PRIVATI Private Credit				■		Le anomalie nel private credit continuano a creare opportunità sia nel settore dei prestiti alle imprese che in quello dei prestiti privati di nicchia. La concorrenza per i prestiti privati è aumentata, ma la determinazione dei prezzi corretta per il rischio rimane leggermente superiore ai livelli medi di lungo termine.
INVESTIMENTI ALTERNATIVI LIQUIDI Hedge Funds				■		Nell'ambito degli hedge fund, la selezione bottom-up dei titoli basata sull'analisi fondamentale nelle strategie long-short, sta attualmente beneficiando di una maggiore dispersione dei rendimenti e di correlazioni incrociate più basse tra le performance degli attivi, nonché dell'apporto positivo generato dai maggiori rendimenti di cassa.
INVESTIMENTI ALTERNATIVI LIQUIDI Commodity			■			Manteniamo un posizionamento neutrale sui principali mercati delle commodity, in quanto i fattori favorevoli legati alla scarsità dell'offerta sono bilanciati da fattori sfavorevoli dovuti a un rallentamento dei livelli di attività.

A scopo informativo e non costituisce un'offerta né una raccomandazione ad acquistare o vendere un particolare titolo o ad adottare una specifica strategia di investimento. Le opinioni tattiche espresse in precedenza rispecchiano a grandi linee le opinioni e le implementazioni del nostro team, formulate a fini di comunicazione con la clientela. Le informazioni contenute nel presente documento non intendono rispondere agli obiettivi finanziari, alla situazione o alle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio del Capital Markets Group su ciascuna classe di attivo.

Capital Markets Group

Il Capital Markets Group fornisce un'analisi macroeconomica top-down del mercato azionario, obbligazionario e degli strumenti alternativi, volta ad aiutare i clienti a trarre vantaggio dall'evoluzione delle dinamiche economiche e dalle anomalie del mercato a livello globale. Il Capital Markets Group supporta il MSIM Portfolio Solutions Group, che elabora soluzioni di investimento personalizzate multi-asset su una gamma di portafogli sia ampiamente diversificati che estremamente concentrati.



JIM CARON
*Chief Investment
Officer,
Managing Director*



**EWA TUREK
SEMMLROTH**
Executive Director



ERIC ZHANG
Executive Director



SCHUYLER HOOPER
Executive Director



GREG WATERMAN
Vice President



UMAR MALIK
Vice President



FLORIAN REGNERY
Senior Associate



CHRIS CHIA
Senior Associate

Asset Allocation Committee

L'Asset Allocation Committee è un gruppo indipendente di professionisti dell'investimento senior che comprende varie discipline e che è parte di MSIM ed Eaton Vance. Il Capital Markets Group presenta idee di investimento e ricerche multisettoriali al Comitato, che ha la responsabilità di vagliare e mettere in discussione tali idee per assicurare che soddisfino i propri rigorosi standard e possano pertanto essere incluse nelle raccomandazioni rappresentative di asset allocation.

MARK BAVOSO

Senior Portfolio Manager, Global Multi-Asset team

JUSTIN BOURGETTE

Portfolio Manager and Head of Investment Strategy for the High Yield team

CRAIG BRANDON

Portfolio Manager and Co-Head of the Municipals team

JIM CARON

CIO, Portfolio Solutions Group

RICHARD FORD

Portfolio Manager and Co-Head of the Broad Markets Fixed Income team

JONATHAN G. ISAAC

Portfolio Specialist

JITANIA KANDHARI

Deputy CIO, Solutions & Multi Asset Group; Head of Macro & Thematic Research, Emerging Markets; Portfolio Manager

VISHAL KHANUJA

Portfolio Manager and Co-Head of the Broad Markets Fixed Income team

CHRISTOPHER REMINGTON

Portfolio Specialist

ANDREW SLIMMON

Senior Portfolio Manager and Head of Applied Equity Advisors

STEVEN TURNER

Portfolio Solutions Group

CONSIDERAZIONI SUI RISCHI

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal portafoglio diminuisca e che il valore delle azioni del portafoglio sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarle. I valori di mercato possono cambiare quotidianamente a causa di eventi economici e di altro tipo (ad es. catastrofi naturali, crisi sanitarie, terrorismo, conflitti e disordini sociali) che interessano mercati, paesi, aziende o governi. È difficile prevedere le tempistiche, la durata e i potenziali effetti negativi (ad esempio la liquidità del portafoglio) degli eventi. Di conseguenza, l'investimento in questo portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi. La **asset allocation/diversificazione** non protegge dalle perdite in un particolare mercato, tuttavia permette di distribuire il rischio tra le varie classi di attivo. Le valutazioni dei **titoli azionari** tendono in genere a oscillare 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 rischi associati agli **investimenti nei mercati dei paesi emergenti** sono maggiori di quelli generalmente associati agli investimenti in paesi sviluppati. I **titoli obbligazionari** sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). In un **contesto di tassi d'interesse in rialzo**, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. In un contesto di calo dei tassi d'interesse, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. I titoli con scadenze più lunghe possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. I **titoli garantiti da ipoteche e da collaterale** (MBS e ABS) sono esposti al rischio di rimborso anticipato e a un più elevato rischio d'insolvenza e possono essere difficili da valutare e vendere (rischio di liquidità). Essi sono altresì soggetti ai rischi di credito, di mercato e di tasso d'interesse. Determinati **titoli di Stato americani**, come quelli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac,

DEFINIZIONI DEGLI INDICI

Il **Bloomberg U.S. Treasury Index** comprende le obbligazioni pubbliche emesse dal Tesoro statunitense.

The **MSCI China Index** captures large and mid-cap representation across China A-shares, B-shares, H-shares, Red-chips and P-chips. It reflects the Mainland China and Hong Kong opportunity set from an international investor's perspective.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. I rendimenti di cui si parla nella presente pubblicazione sono quelli degli indici di riferimento e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico.

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.

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. Nei conti separati gestiti in base a una determinata strategia possono essere inseriti valori mobiliari che non replicano la performance di un particolare indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo.

Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sui gestori degli investimenti.

Le opinioni e/o analisi espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale, possono variare in qualsiasi momento senza preavviso 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 rese disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le tesi espresse non riflettono i giudizi di tutto il personale di investimento in forza presso Morgan Stanley Investment Management (MSIM) e relative controllate e consociate (collettivamente, "la Società") e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

non sono garantiti dal "full faith and credit" (piena fiducia e credito) degli Stati Uniti. È possibile che in futuro questi emittenti non dispongano dei fondi per onorare i propri obblighi di pagamento. L'emittente o l'autorità governativa che controlla il rimborso del debito sovrano potrebbe non essere disposta o in grado di rimborsare il capitale e/o pagare gli interessi alla data di scadenza, conformemente ai termini e alle condizioni di tali obblighi. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei mercati dei paesi emergenti sono maggiori di quelli generalmente associati agli investimenti in paesi sviluppati. I Real Estate Investment Trust sono soggetti a rischi simili a quelli legati alla proprietà diretta di immobili e dipendono da fattori quali le capacità di gestione del management e modifiche delle normative fiscali. I **titoli vincolati e illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità). Gli **strumenti derivati** possono essere illiquidi, amplificare le perdite in misura più che proporzionale e avere un impatto negativo potenzialmente consistente sulla performance. La negoziazione e l'esposizione a **investimenti nelle materie prime** possono comportare rischi considerevoli e sottoporre il Portafoglio a una maggiore volatilità. I **portafogli non diversificati** spesso investono in un numero più limitato di emittenti. Pertanto, le variazioni della situazione finanziaria o del valore di mercato di un singolo emittente possono causare una maggiore volatilità. Investendo in **titoli di società di investimento**, il portafoglio è soggetto ai rischi sottostanti dei titoli detenuti in portafoglio da quella società di investimento. In aggiunta alle commissioni e alle spese di portafoglio, un portafoglio sostiene in generale le commissioni e le spese della società di investimento. Gli **investimenti alternativi** sono destinati esclusivamente a investitori qualificati. Gli investimenti alternativi, compresi gli **hedge fund**, offrono una liquidità limitata e comportano inoltre i rischi inerenti agli investimenti in titoli e derivati, al ricorso alla leva finanziaria e alle vendite allo scoperto. L'investimento in un fondo di investimento alternativo può essere speculativo e non deve costituire la totalità di un programma di investimento. Questa sintesi ha finalità puramente informative e non costituisce un'offerta di vendita né la sollecitazione di un'offerta di acquisto di partecipazioni in alcun fondo.

The **NCREIF Property Index** is a quarterly, unleveraged composite total return for private commercial real estate properties held for investment purposes only. All properties in the NPI have been acquired, at least in part, on behalf of tax-exempt institutional investors and held in a fiduciary environment.

L'indice **S&P 500®** misura la performance del segmento delle large cap nel mercato azionario statunitense e copre all'incirca il 75% dello stesso. L'indice comprende le prime 500 società che operano nei settori di punta dell'economia statunitense.

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 o del team di investimento. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcuna strategia o prodotto specifico offerto dalla Società. I risultati futuri possono divergere in misura rilevante sulla scia di sviluppi riguardanti i titoli, i mercati finanziari o le condizioni economiche generali.

Il materiale è stato preparato utilizzando fonti d'informazione pubbliche, dati sviluppati internamente e altre fonti terze ritenute attendibili. Tuttavia, non vengono fornite garanzie circa l'affidabilità di tali informazioni e la Società non ha provveduto a verificare in modo indipendente le informazioni tratte da fonti pubbliche e terze.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale e tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non sono da intendersi quale offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo 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.

Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

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 licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

Il presente materiale non è stato redatto dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale materiale o raccomandazione di ricerca.

La Società non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente materiale, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente materiale siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente materiale alla luce delle circostanze e degli obiettivi di costoro. La Società non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente materiale da parte degli intermediari finanziari.

DISTRIBUZIONE

Il presente materiale 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.

MSIM, la divisione di asset management di Morgan Stanley (NYSE: MS), e relative consociate hanno posto in essere accordi per il marketing reciproco dei rispettivi prodotti e servizi. Ciascuna consociata MSIM è debitamente regolamentata nella propria giurisdizione operativa. Le consociate di MSIM sono: Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC e Atlanta Capital Management LLC.

Questo materiale è pubblicato da una o più delle seguenti entità:

EMEA

Il presente materiale è destinato all'uso dei soli clienti professionali.

Nelle giurisdizioni dell'UE, i materiali di MSIM ed Eaton Vance vengono pubblicati da MSIM Fund Management (Ireland) Limited ("FMIL"). La FMIL è regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda ed è una private company limited by shares di diritto irlandese, registrata con il numero 616661 e con sede legale in 24-26 City Quay, Dublin 2, DO2 NY19, Irlanda.

Nelle giurisdizioni esterne all'UE, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

In Svizzera, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch (Sede Secondaria di Zurigo), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera.

Nelle giurisdizioni esterne agli Stati Uniti e all'UE, i materiali di Eaton Vance vengono pubblicati da Eaton Vance Management (International) Limited ("EVMIL"), 125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR, Regno Unito, società autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

Italia: MSIM FMIL (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia. **Paesi Bassi:** MSIM FMIL (Filiale di Amsterdam), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. **Francia:** MSIM FMIL (Filiale di Parigi), 61 rue de Monceau 75008 Parigi, Francia. **Spagna:** MSIM FMIL (Filiale di Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Spagna. **Germania:** MSIM FMIL, Filiale di Francoforte, Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Francoforte sul Meno, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Danimarca:** MSIM FMIL (Filiale di Copenhagen), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv 2, 1609 Copenhagen V, Danimarca.

MEDIO ORIENTE

Dubai: MSIM Ltd (Ufficio di rappresentanza, 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).

Questo documento è distribuito presso il Dubai International Financial Centre da Morgan Stanley Investment Management Limited (Ufficio di Rappresentanza), un'entità regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority (DFSA), ed è destinato all'uso dei soli clienti professionali e controparti di mercato. Il presente documento non è destinato alla distribuzione ai clienti retail e tali clienti non possono agire sulla base delle informazioni in esso contenute.

Il presente materiale 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 materiale, farà fede la versione inglese.

Il presente materiale non può essere riprodotto, copiato, modificato, utilizzato per creare un'opera derivata, eseguito, esposto, diffuso, pubblicato, concesso in licenza, incorniciato, distribuito, o trasmesso, integralmente o in parte e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto della Società. Proibito collegare link a questo materiale, se non per uso personale e non commerciale. Tutte le informazioni di cui al presente documento sono proprietà intellettuale tutelata dalla legge sul diritto d'autore e altre leggi applicabili.

Eaton Vance is part of Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management is the asset management division of Morgan Stanley.

Questo documento riguarda un prodotto finanziario che non è soggetto ad alcuna forma di regolamentazione o approvazione da parte della DFSA. La DFSA non è responsabile di esaminare o verificare alcun documento in relazione al presente prodotto finanziario. Pertanto, la DFSA non ha approvato questo documento né altra documentazione associata, non ha adottato alcuna misura per verificare le informazioni ivi contenute e declina ogni responsabilità in merito. Il prodotto finanziario a cui si fa riferimento nel presente documento può essere illiquido e/o soggetto a restrizioni relativamente alla sua cessione o trasferimento. Si raccomanda ai potenziali acquirenti di effettuare delle verifiche di due diligence indipendenti sul prodotto finanziario. In caso di dubbi circa il contenuto del presente documento si consiglia di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.

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

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

Questo materiale è destinato esclusivamente a investitori istituzionali o qualificati. Tutte le informazioni del presente documento sono riservate e a uso esclusivo del destinatario e non possono essere trasmesse a terzi. Questo materiale viene fornito a solo scopo informativo e non è da intendersi come un'offerta, una sollecitazione o una raccomandazione pubblica per l'acquisto o la vendita di prodotti, servizi, titoli o strategie. La decisione di investire deve essere presa solo dopo aver letto la relativa documentazione e aver condotto una due diligence approfondita e indipendente.

ASIA PACIFICO

Hong Kong: Il presente materiale è distribuito da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente agli "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 materiale non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore:** Il presente materiale è distribuito da Morgan Stanley Investment Management Company e non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor", ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato), ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che, anche in questi casi, la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. Il contenuto di questa pubblicazione non è stato verificato dalla Monetary Authority di Singapore. **Australia:** Il presente materiale è fornito da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL No. 314182 e relative consociate e non rappresenta un'offerta di partecipazioni. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited provvede affinché le consociate di MSIM forniscano servizi finanziari ai "clienti wholesale" australiani. Le partecipazioni verranno offerte unicamente in circostanze per le quali non sia prevista l'esistenza di informative ai sensi del Corporations Act 2001 (Cth) (il "Corporations Act"). Qualsiasi offerta di partecipazioni non potrà intendersi tale in circostanze per le quali sia prevista l'esistenza di informative ai sensi del Corporations Act e verrà proposta unicamente a soggetti che si qualificano come "clienti wholesale" secondo le definizioni indicate nel Corporations Act. Il presente materiale non verrà depositato presso la Australian Securities and Investments Commission.

Giappone: Il presente materiale 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 materiale 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 2,20% 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 materiale 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, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.