

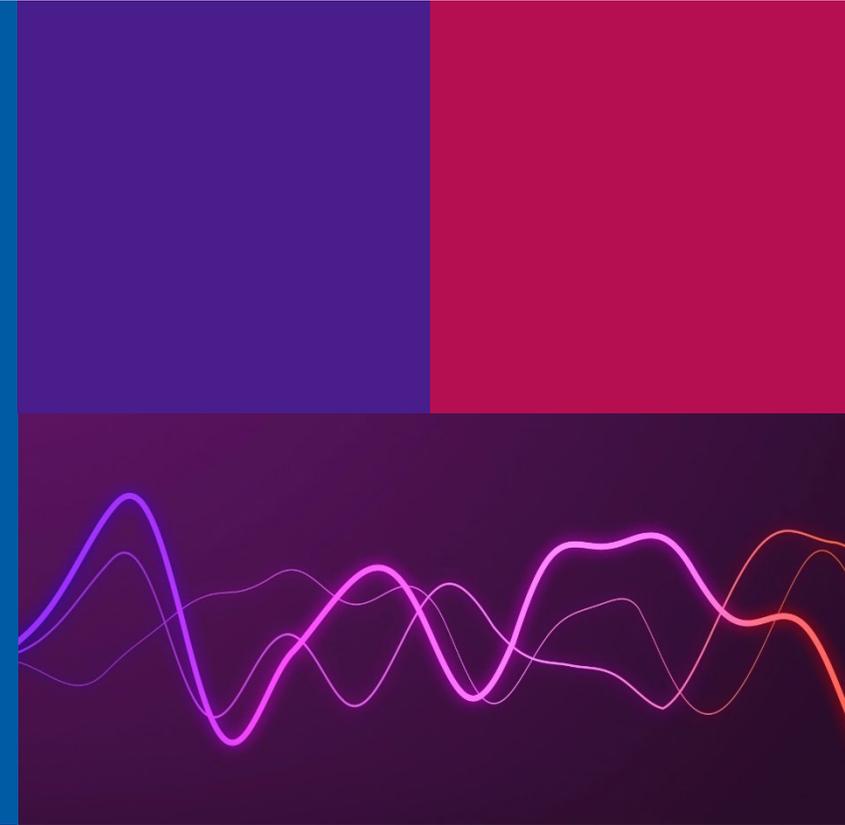
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

Dicembre 2024



Previously known as the Monthly Market Monitor.

IDEE PRINCIPALI

Principali temi per il mese di dicembre 2024

**Politica monetaria: noiosa è positiva**

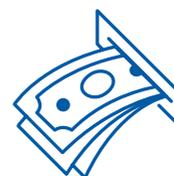
Nel 2025, ci si aspetta che le **banche centrali globali** taglieranno i tassi e li manterranno bassi (tranne la Banca del Giappone, che li sta lentamente aumentando). Questo dovrebbe ridurre la volatilità dei rendimenti obbligazionari e potrebbe portare a risultati poco entusiasmanti - ma va bene così. Sarebbe sorprendente se l'inflazione si disancorasse e i mercati iniziassero a scontare dei rialzi dei tassi. Questo sarebbe negativo, perché stravolgerebbe le valutazioni degli asset rischiosi che dipendono dalla stabilità dei tassi. Secondo noi, il tasso di riferimento terminale della Fed potrebbe raggiungere il 3,50-4,00% circa e non, come molti si attendono, un livello inferiore al 3,5%. Ma se per qualche valido motivo i tassi dovessero rimanere più alti, ossia non scendere più di tanto, a noi andrebbe bene.

**La politica fiscale sarà il fulcro dell'azione nel 2025**

Liberalità e austerità a confronto. È lecito affermare che alcuni Paesi europei, come la Germania, potrebbero aver bisogno di una politica fiscale espansiva, mentre gli Stati Uniti hanno bisogno di austerità. Tasse e dazi saranno il tema principale: alcuni tagli fiscali potrebbero essere prorogati, ma altri no. I dazi saranno probabilmente imposti in specifici ambiti, e non a livello generale, e avranno conseguenze sia sul lato della domanda che su quello dell'offerta. E non dimentichiamo la deregolamentazione, che potrebbe avere l'impatto più determinante. La situazione è complessa e raccomandiamo di non lasciarsi fuorviare da risposte semplici. Dal punto di vista degli investimenti ci saranno vincitori e vinti, ma è nella politica fiscale che si concentrerà l'azione e noi presteremo grande attenzione ai suoi sviluppi.

**2025: gli utili (la "E") conteranno più dei prezzi (la "P")**

Maggiori cambiamenti di portafoglio. L'asset allocation e la scelta degli investimenti, ossia gli elementi che generano alfa, potrebbero dominare l'attribuzione dei rendimenti rispetto alla semplice attenzione verso l'espansione dei multipli a livello di indice, cioè il beta. La crescita e la qualità degli utili si possono osservare nel mercato in generale e non solo in una ristretta cerchia di società. Il confine tra i segmenti growth e value e tra large e small cap non sarà così netto. Le valutazioni del mercato in generale hanno maggiori possibilità di aumentare e la scelta degli investimenti può essere in gran parte determinata da politiche fiscali fatte di imposte, dazi e deregolamentazione.

**L'inflazione sarà l'incognita del 2025**

Ancorata o disancorata. L'inflazione è scesa, ma rimarrà ancorata su livelli inferiori che consentiranno alle banche centrali di tagliare ulteriormente i tassi? Oppure si disancorerà, rallentando o fermando del tutto i tagli? Ecco la variabile chiave da monitorare nel 2025, perché sarà determinante nelle scelte di politica monetaria e regolerà le politiche fiscali. Crediamo che l'inflazione rimarrà stabile, senza però raggiungere il livello obiettivo. Ciò significa che le banche centrali potrebbero non riuscire a raggiungere i tassi terminali previsti. Questo non sarà un problema se il mercato del lavoro rimarrà sufficientemente forte. Diversamente, creerà tensioni. Terremo d'occhio questo aspetto con molta attenzione.

IDEE PRINCIPALI

Portfolio Solutions Group – Le nostre 5 idee chiave

Prestiti bancari: da una posizione neutrale a una di sovrappeso

Un interessante valore relativo. Gli spread dei prestiti bancari non si sono ristretti come quelli di altri segmenti rischiosi del mercato obbligazionario, e si è così creata un'area in cui le valutazioni relative sono molto interessanti e crediamo che possa essere sfruttata. In diverse fasce di rating, i margini di sconto dei prestiti bancari rispetto agli spread dell'high yield si stanno avvicinando ai massimi storici. Di conseguenza, stiamo spostando parte della nostra esposizione creditizia dall'high yield ai prestiti.

Esposizione azionaria complessiva: da una posizione di sottopeso a una neutrale

Dinamiche post-elettorali positive per l'azionario. Il nostro scenario di base di un atterraggio morbido, favorevole ai fondamentali dell'azionario, rimane invariato. Nel breve termine, l'esito delle elezioni americane probabilmente riporterà sul mercato gli investitori che avevano ridotto il rischio prima del voto e "anticiperà" parte del rialzo azionario del prossimo anno, anche se siamo consapevoli del fatto che nel medio termine non disponiamo ancora di informazioni sufficienti per avere un quadro più completo degli effetti di questo secondo mandato di Trump sui titoli azionari.

Azionario europeo: da una posizione di leggero sovrappeso a una di sottopeso

Piove sul bagnato. Il secondo mandato di Trump si aggiunge a un contesto per l'azionario europeo già ricco di ostacoli. Le incertezze sul fronte commerciale compromettono le possibilità di una ripresa ciclica nel Vecchio Continente e probabilmente colpiranno duramente alcuni dei settori più grandi dell'azionario europeo, come materiali, industria e automobili. Continuiamo a privilegiare le banche, in quanto la capacità strutturale di offrire buoni rendimenti sul capitale rimane intatta e le valutazioni restano interessanti.

Azionario USA; da una posizione di sottopeso a una di leggero sovrappeso

Aggiunta dell'esposizione a titoli diversi dalle mega cap. Consideriamo le dinamiche post-elettorali positive per l'azionario statunitense e il nostro scenario di base di un atterraggio morbido rimane invariato. Abbiamo rafforzato l'esposizione azionaria statunitense attraverso segmenti del mercato diversi dalle mega cap che riteniamo essere meglio posizionati per un'espansione del trend degli utili e delle valutazioni.

Passaggio a un sovrappeso di duration

Migliori livelli per coprirsi. Per la prima volta negli ultimi anni siamo passati a sovrappesare la duration nei nostri portafogli. Dopo la recente salita, i rendimenti dei Treasury statunitensi a 10 anni si sono avvicinati a livelli oltre i quali, a nostro avviso, il potenziale di rialzo è limitato. Questo rende le obbligazioni un valido strumento per coprire la nostra aumentata esposizione azionaria e ciclica negli Stati Uniti.

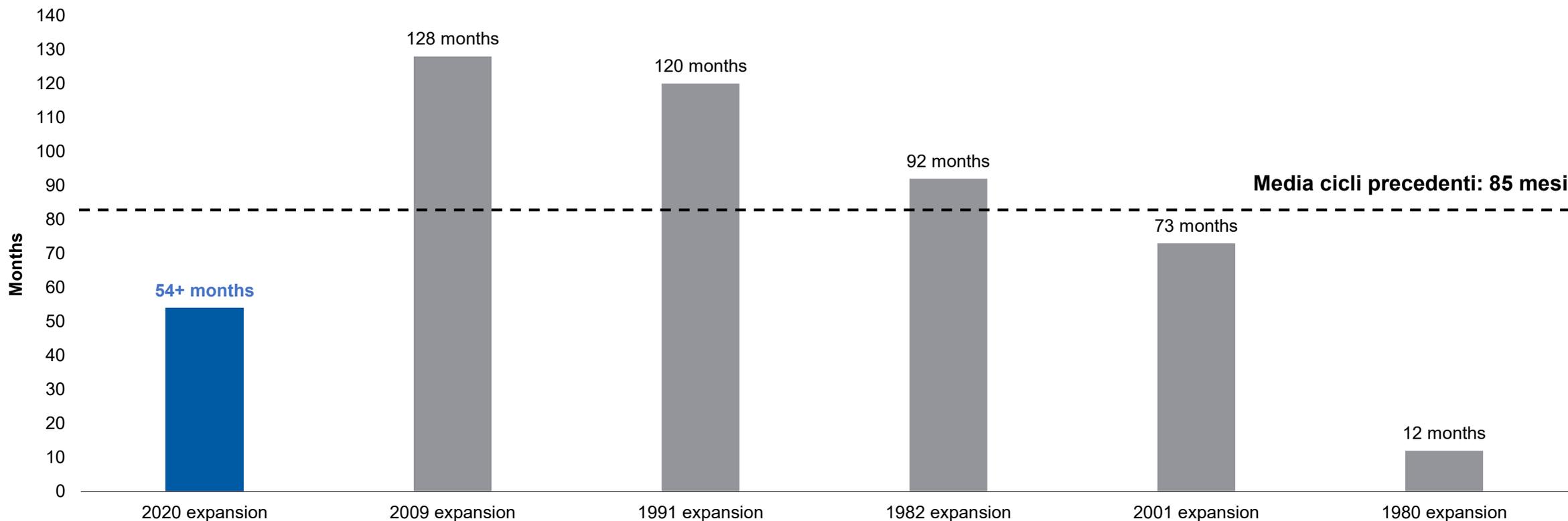
IDEE PRINCIPALI

L'attuale espansione economica è ancora nelle fasi iniziali rispetto ai cicli precedenti

Pur continuando a ritenere che il tasso di disoccupazione reale sia più alto di quello riportato, non crediamo che ciò rappresenti un segnale di recessione. Rispetto alle precedenti fasi di espansione dell'economia, l'attuale espansione post-Covid è ancora relativamente giovane e ha attualmente una durata inferiore (di circa 30 mesi) rispetto a quella media delle ultime cinque espansioni.

L'attuale fase espansiva è ancora relativamente alle battute iniziali, se valutata in base alla media storica recente

Durata della fase di espansione economica attuale e delle ultime cinque espansioni



Fonte: NBER, MSIM. Dati al 12 novembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. 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 di risultati futuri.**

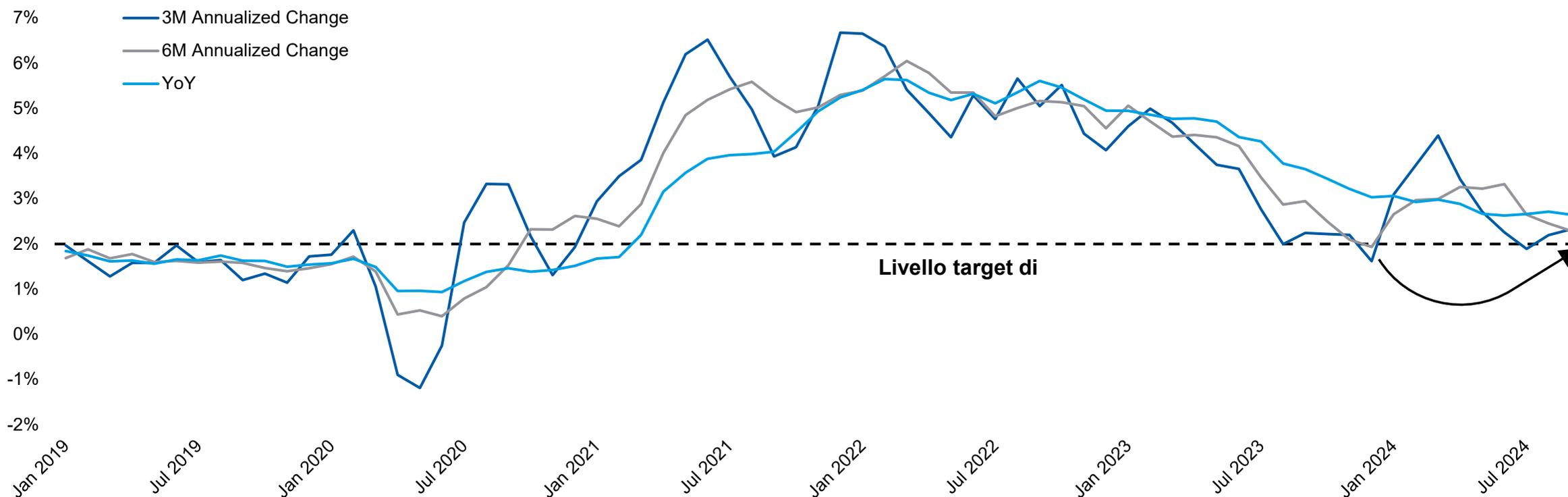
IDEE PRINCIPALI

L'inflazione rimane l'incognita del 2025

L'inflazione core, ovvero il PCE (spesa per consumi personale) core, ha una traiettoria discendente dal 4° trimestre del 2022. Ultimamente però sta calando a tassi minori, e i livelli assoluti restano superiori a quelli fissati come obiettivo dalla Fed. Sarà importante osservare adesso l'andamento dell'inflazione, in quanto aiuterà a capire se le banche centrali riusciranno a raggiungere i tassi terminali previsti.

Il trend al ribasso dell'inflazione ha mostrato segni di stabilizzazione

PCE core statunitense secondo vari periodi temporali annualizzati (3 mesi, 6 mesi, a/a)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 12 novembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. 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.**

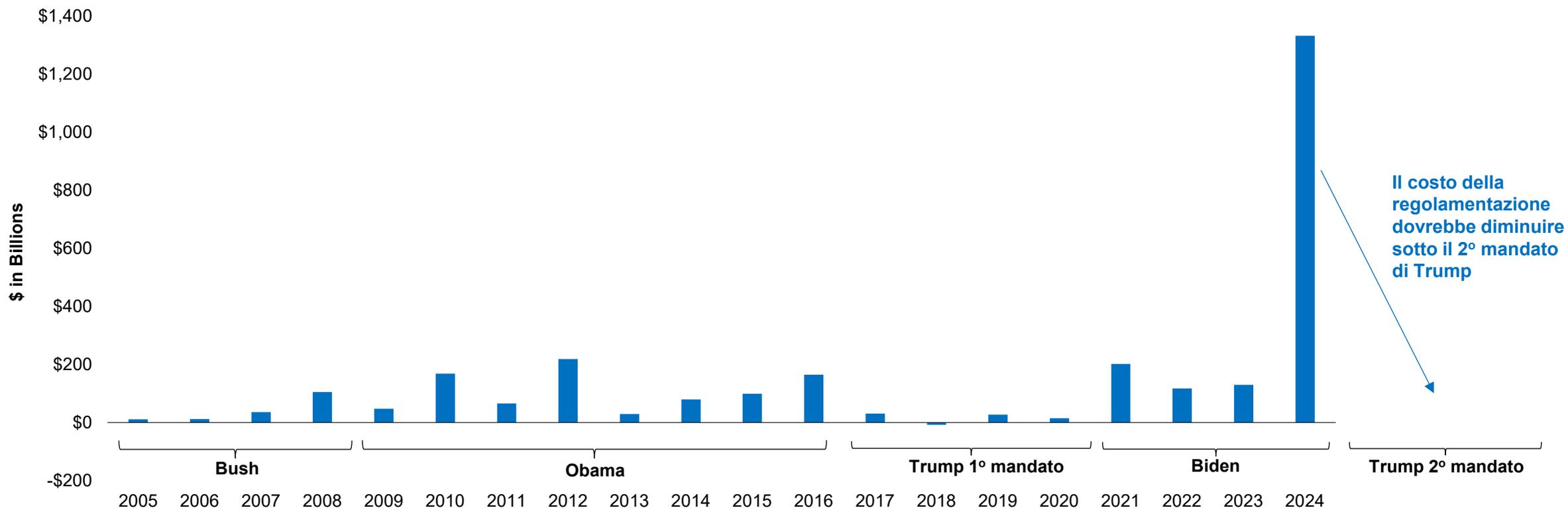
IDEE PRINCIPALI

Trump potrebbe ridurre la spesa in deficit legata all'attività di regolamentazione

Durante il suo primo mandato, Trump aveva ridotto in modo significativo le normative federali, diminuendo il costo totale della regolamentazione. In quel periodo, la spesa governativa per la regolamentazione è stata mediamente pari a circa USD 16 miliardi l'anno, nettamente inferiore ai USD 450 miliardi spesi sotto l'amministrazione Biden. Ci aspettiamo che i costi diminuiscano nuovamente durante il secondo mandato di Trump.

La rigidità delle normative federali aumenta il deficit

Spesa per la regolamentazione, per anno sotto ciascuna amministrazione



Fonte: RegRodeo.com, MSIM. Dati al 15 novembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. 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.**

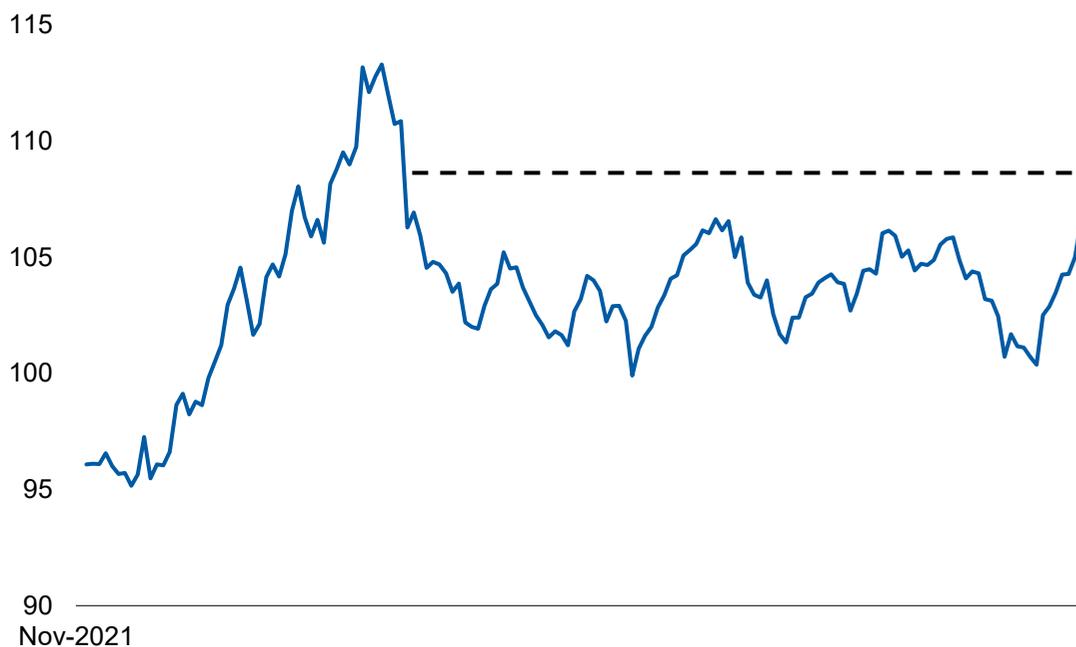
IDEE PRINCIPALI

Le prolungate condizioni eccezionali dell'economia statunitense si traducono in una prolungata forza del dollaro americano

La resilienza dell'economia statunitense, la minore incisività del ciclo dei tagli dei tassi da parte della Fed e le politiche "America First" di Trump stanno riportando i flussi di capitale verso gli Stati Uniti, mantenendo vivace la domanda di attivi statunitensi e del dollaro. Questo sviluppo riduce il rischio di un nuovo e forte apprezzamento del JPY (yen) e di un'altra forzata liquidazione delle posizioni di carry trade, favorendo la ripresa dell'azionario giapponese.

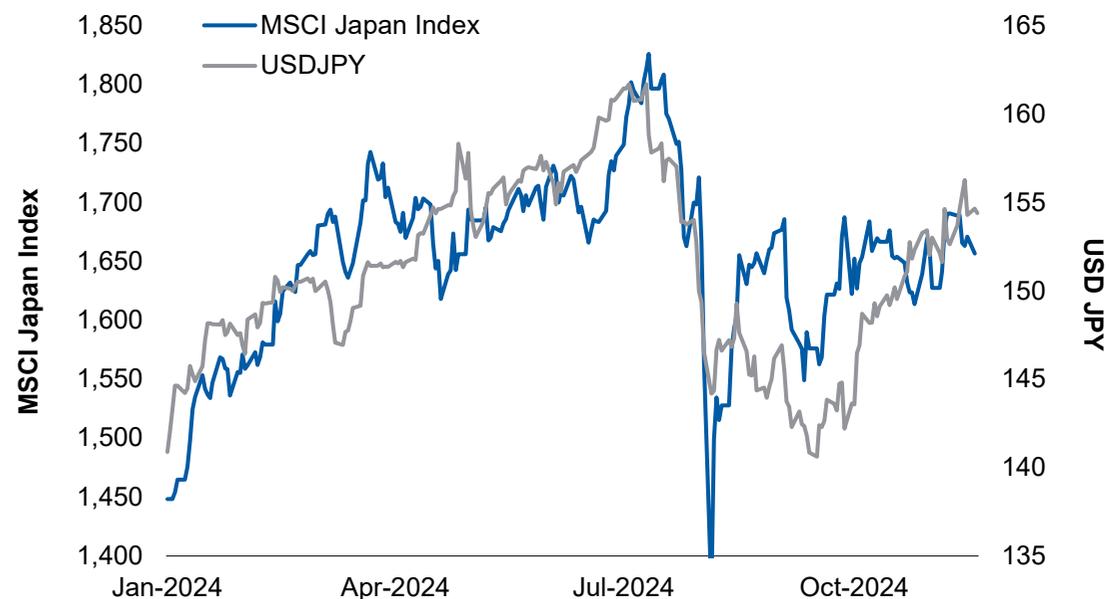
A novembre l'USD è risalito ai massimi degli ultimi due anni...

USD (DXY)



... limitando l'apprezzamento del JPY e favorendo l'azionario giapponese

MSCI Japan Price Index e cambio USDJPY



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 19 novembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. 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.**

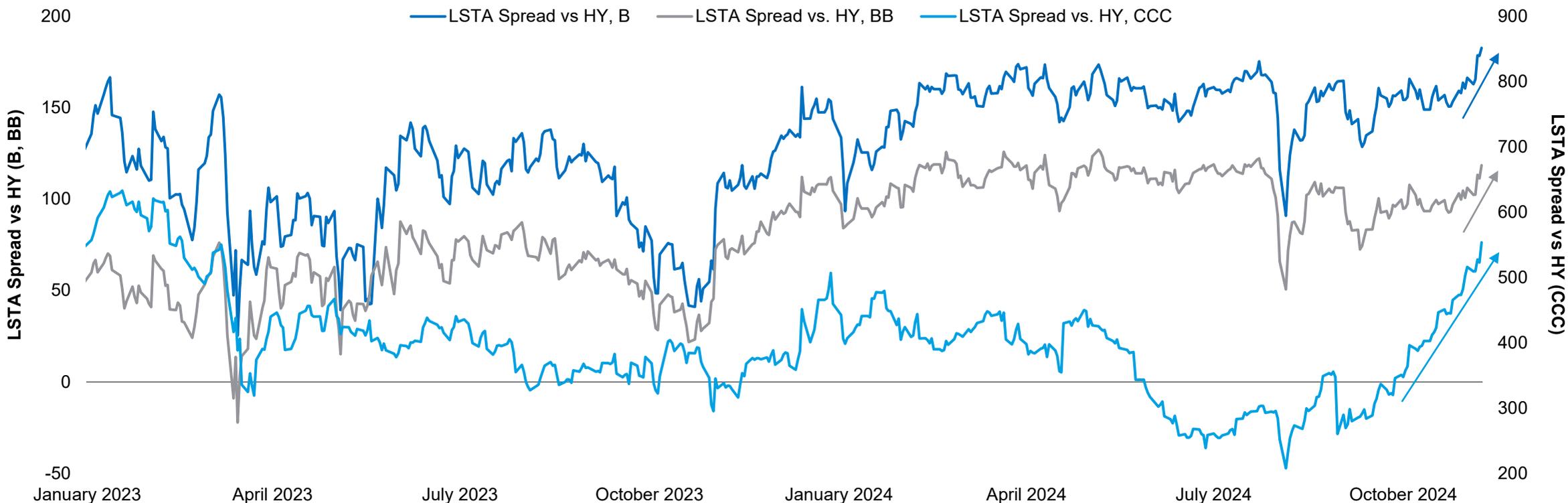
IDEE PRINCIPALI

Spostamento verso una posizione di sovrappeso nei prestiti bancari

I prestiti bancari hanno partecipato alla recente fase di rialzo, ma in ritardo rispetto ad altre classi di attività, come l'high yield, in termini di riduzione degli spread. Riteniamo che rispetto a molti altri segmenti del mercato obbligazionario, i prestiti bancari offrano oggi una migliore remunerazione del rischio di credito.

Gli spread tra prestiti bancari e high yield si stanno avvicinando ai massimi storici

Margine di sconto dei prestiti bancari a 4 anni rispetto agli OAS dell'HY per ciascuna classe di rating: B, BB (asse sx, in punti base (pb)) e CCC (asse dx, in pb)



Fonte: Macrobond, MSIM. Dati all'8 novembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. 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.**

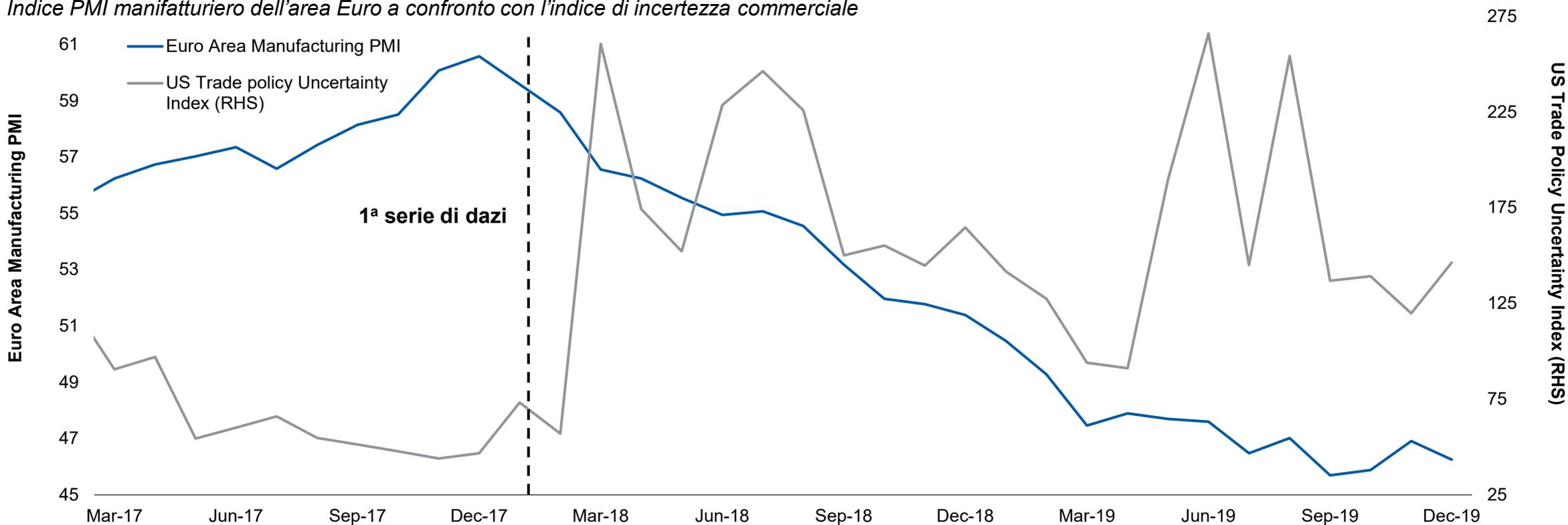
IDEE PRINCIPALI

Passaggio a una posizione di sottopeso nell'azionario europeo

L'incertezza legata ai dazi probabilmente frenerà i livelli di attività in Europa, dove alcuni dei settori più colpiti saranno quelli con un peso maggiore nell'MSCI Europe, ad esempio industria e materiali. Tale sviluppo si aggiunge all'elenco dei fattori sfavorevoli di natura strutturale che attualmente affronta l'azionario europeo.

Durante il primo mandato di Trump, l'aumento dell'incertezza sul fronte commerciale ha contribuito a un calo significativo dei livelli di attività nell'area Euro

Indice PMI manifatturiero dell'area Euro a confronto con l'indice di incertezza commerciale



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 19 novembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. 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.**

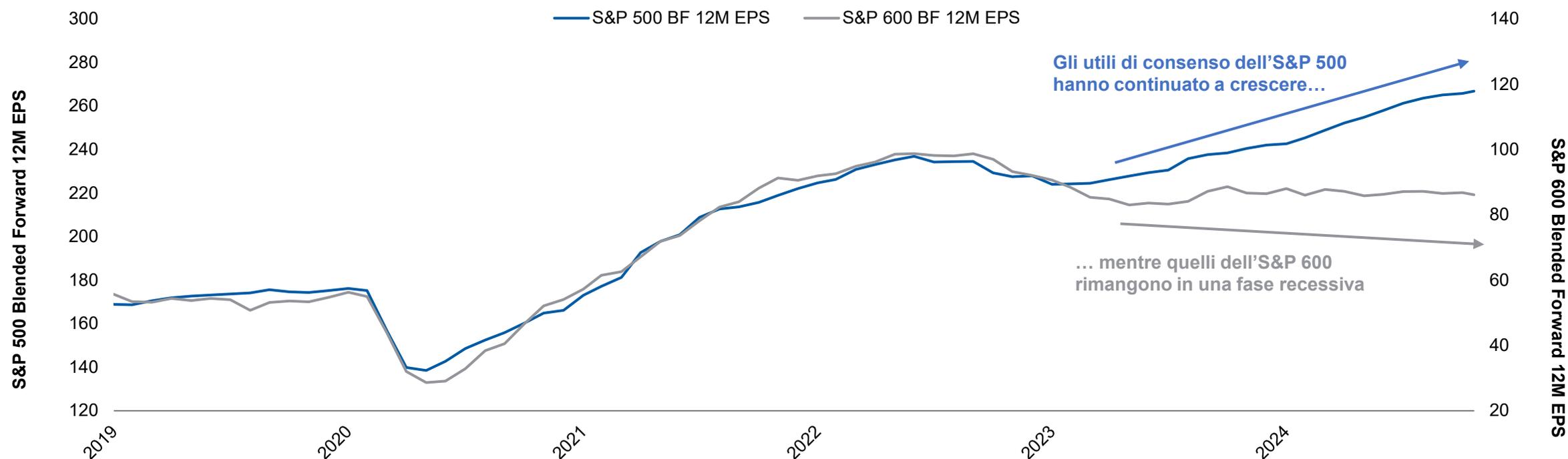
IDEE PRINCIPALI

Passaggio a una posizione di sovrappeso nell'azionario statunitense: Aggiunta dell'esposizione a titoli diversi dalle mega cap

L'andamento degli utili delle large cap e delle small/mid cap ha evidenziato qualche anomalia sin dall'inizio del 2023. Gli utili di consenso dell'S&P 500 hanno continuato a crescere (soprattutto grazie alle mega cap), contrariamente a quanto accaduto agli utili dell'S&P 600. Continuiamo ad aspettarci una riconvergenza di questi trend, con gli utili del mercato più ampio che andranno a colmare il divario nel 2025.

I trend degli utili delle mega cap e del mercato più in generale dovrebbero nuovamente convergere nel tempo

EPS dell'S&P 500 Blended Forward (BF) a 12 mesi (asse sx) e EPS dell'S&P 600 Blended Forward (BF) a 12 mesi (asse dx)



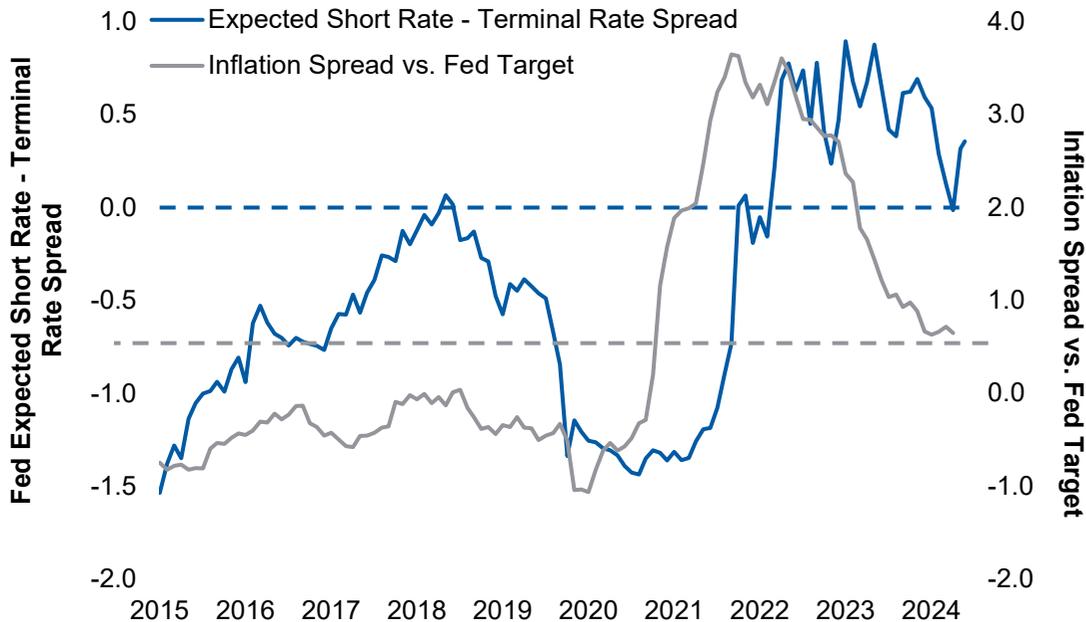
Fonte: RegRodeo.com, MSIM. Dati al 15 novembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. 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.**

IDEE PRINCIPALI

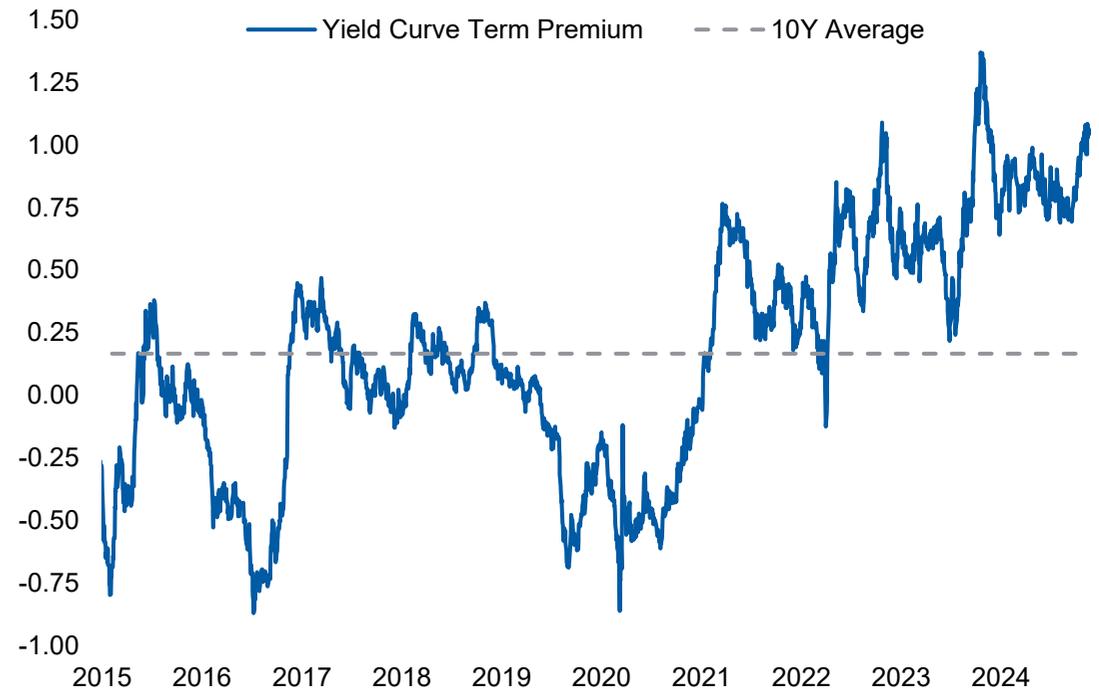
Passaggio a un sovrappeso di duration

Con il recente aumento dei tassi, siamo passati a sovrappesare la duration, poiché riteniamo che l'ulteriore rialzo dei rendimenti sarà limitato. Osservando la scomposizione dei dati relativi alla curva dei rendimenti, i tassi a breve attesi rimangono al di sopra del tasso terminale della Fed, mentre l'inflazione si è stabilizzata appena al di sopra dei livelli obiettivo. Anche i premi a termine si sono avvicinati ai massimi decennali nell'ultimo mese.

I tassi a breve attesi rimangono al di sopra del tasso terminale della Fed, con l'inflazione che si sta stabilizzando sopra il livello obiettivo di circa lo 0,5%
 Spread del tasso a breve termine atteso per gli zero coupon bond a 10 anni rispetto al tasso terminale della Fed (% , asse sx), spread del PCE core rispetto all'obiettivo del 2% (% , asse dx)



Il premio a termine si sta avvicinando al massimo dell' ultimo decennio
 Premio a termine degli zero coupon bond a 10 anni (%) e media storica a 10 anni



Fonte: Bloomberg, Federal Reserve Bank of San Francisco, MSIM. Dati al 19 novembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. 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 di risultati futuri.**

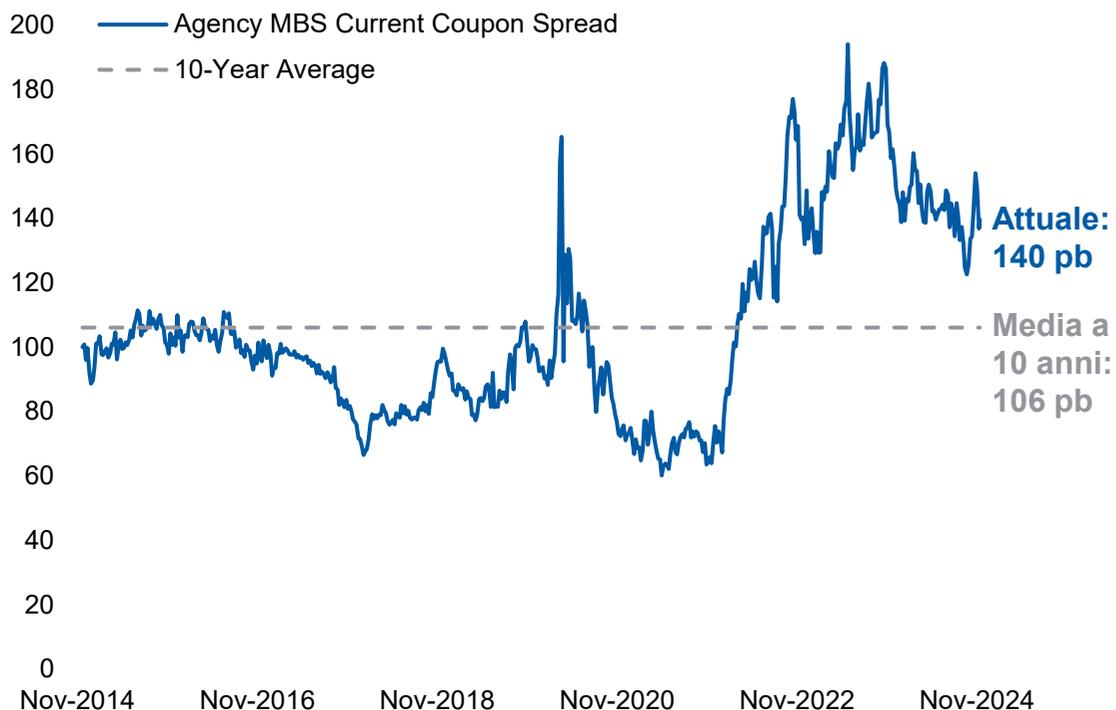
IDEE PRINCIPALI

Gli spread degli MBS restano interessanti su base sia assoluta che relativa

Continuiamo a nutrire un'elevata convinzione nel mercato degli MBS (titoli garantiti da ipoteca), in quanto le valutazioni si presentano tuttora interessanti sia rispetto alle medie di lungo periodo, sia rispetto ai titoli societari investment grade. Gli spread degli MBS di agenzia sono ora superiori a quelli delle società con rating BBB, una dinamica che non si osservava dal periodo precedente alla crisi finanziaria globale.

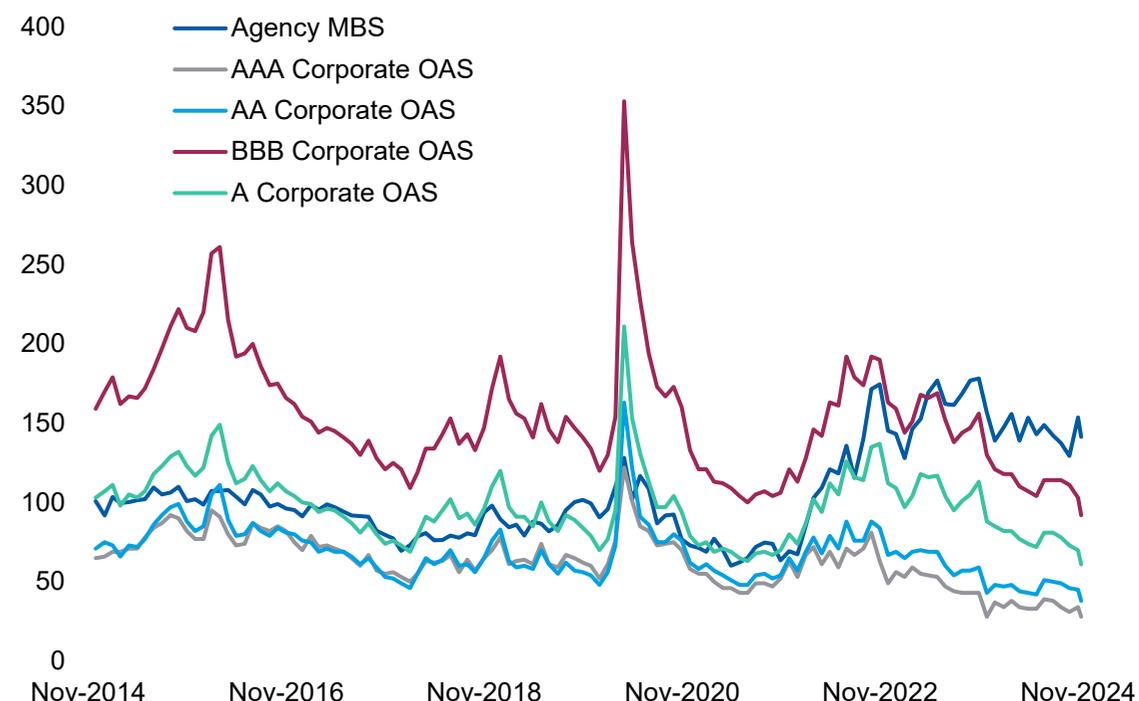
Gli spread degli MBS di agenzia rimangono più ampi rispetto alle medie di lungo termine

Spread (in punti base)



Gli MBS di agenzia sono più convenienti rispetto ai titoli societari IG

Performance delle utility da inizio anno rispetto alla media combinata dei settori dei beni di consumo primari e della sanità.



Fonte: NBER, MSIM. Dati al 12 novembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. 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 di risultati futuri.**

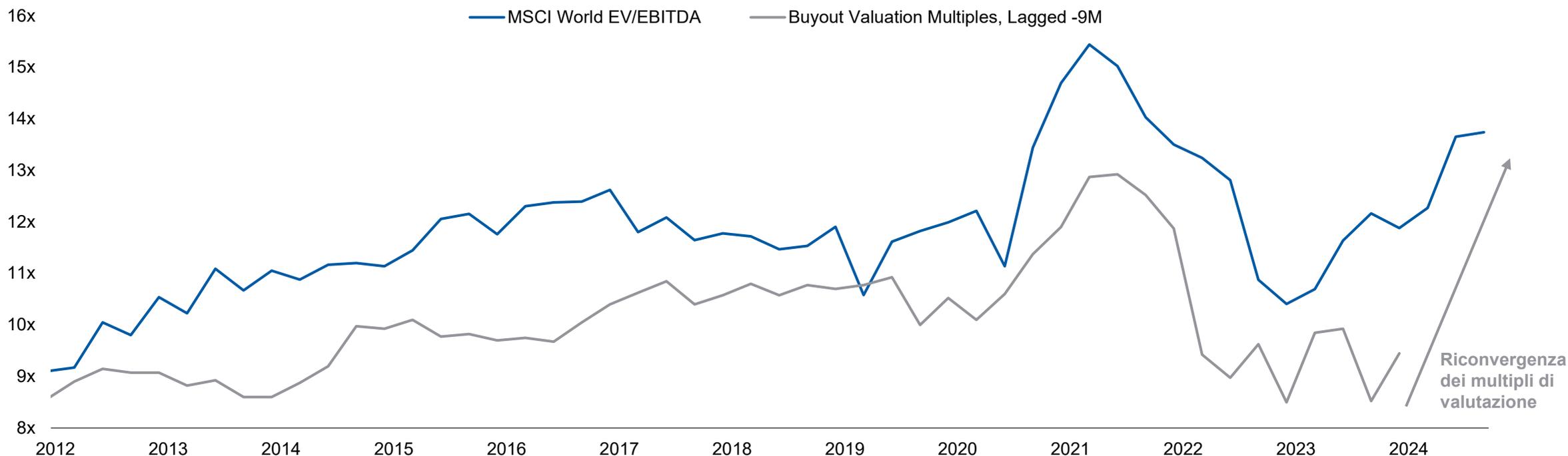
IDEE PRINCIPALI

Il private equity rimane interessante rispetto alle azioni pubbliche

In passato le performance di mercato del private equity hanno sempre registrato un ritardo di alcuni trimestri o di un intero anno rispetto alle azioni pubbliche. Mentre dall'inizio del 2023 i multipli di valutazione delle società quotate hanno registrato un recupero, il private equity rimane relativamente poco costoso. Ci aspettiamo che la divergenza tra le valutazioni si riduca nel tempo e che i multipli di buyout seguano il rialzo dell'azionario quotato in borsa.

La performance del private equity ha accumulato un ritardo di circa un anno rispetto all'azionario quotato; ci aspettiamo che il recupero segua con un certo ritardo

Multiplo EV/EBITDA dell'MSCI World e multiplo di buyout del private equity (con uno ritardo di 9 mesi)



Fonti: Bloomberg, Preqin al 30 settembre 2024. Queste informazioni rispecchiano i giudizi espressi dal team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura. Per debito senior si intendono i prestiti garantiti da collaterale con diritto di prelazione sul rimborso in caso di insolvenza della società emittente. Per debito subordinato si intendono i prestiti con diritto di rimborso subordinato rispetto ad altri (ad es. debito senior) se la società diventa insolvente, e quindi rappresentano un rischio maggiore per il creditore. Per EBITDA si intendono gli utili al lordo di interessi, imposte e ammortamenti e questo valore indica l'efficienza operativa di un'azienda nel breve termine. Se il rapporto debito/EBITDA è basso in genere la società è più solida dal punto di vista finanziario, in quanto dispone di maggiori disponibilità liquide generate dagli utili per coprire il rimborso del debito, e pertanto il rischio per l'investitore risulta inferiore. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.**

IDEE PRINCIPALI

Quadro di riferimento per gli investimenti nei mercati dei capitali

Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

■ Allocazione attuale
 ← Variazione

-- Sottopeso ad alta convinzione
 - Sottopeso
 = Neutrale
 + Sovrappeso
 ++ Sovrappeso ad alta convinzione

Asset allocation	Il nostro giudizio					Commento
	--	-	=	+	++	
Obbligazioni						
Duration				→	■	Per la prima volta negli ultimi anni, siamo passati a una posizione di sovrappeso di duration nei nostri portafogli. Dopo la recente salita, i rendimenti dei Treasury statunitensi a 10 anni si sono avvicinati a livelli oltre i quali, a nostro avviso, il potenziale di rialzo è limitato. Questo rende le obbligazioni un valido strumento per coprire la nostra aumentata esposizione azionaria e ciclica negli Stati Uniti.
Credito			■	←		
Azioni						
Livello di rischio			■			Il nostro scenario di base di un atterraggio morbido, favorevole ai fondamentali azionari, rimane invariato. Nel breve termine, l'esito delle elezioni americane probabilmente riporterà sul mercato gli investitori che avevano ridotto il rischio prima del voto e "anticiperà" parte del rialzo azionario del prossimo anno. Siamo consapevoli del fatto che nel medio termine non disponiamo ancora di informazioni sufficienti per avere un quadro più completo degli effetti di questo secondo mandato di Trump sui titoli azionari.
Alternativi						
Mercati privati					■	L'esito delle elezioni statunitensi dovrebbe favorire l'aumento dell'attività di negoziazione, ma probabilmente avrà un impatto disomogeneo sulle opportunità di crescita e sui rischi all'interno dei vari settori. Prevedibilmente le distribuzioni cresceranno partendo da un livello modesto, in un momento in cui i prezzi degli asset offrono punti d'ingresso potenzialmente interessanti. Nel private credit, i prezzi e le condizioni dei prestiti restano in linea con le medie di lungo periodo, ma i tassi elevati e le insolvenze contenute tengono alte le aspettative in termini di rendimento totale.
Hedge Fund	□□				■	
Commodity			■			Gli hedge fund stanno beneficiando di un contesto di mercato favorevole ai gestori esperti. Continuiamo a prediligere strategie azionarie relative value, macro e market neutral. Manteniamo un posizionamento neutrale nei principali mercati delle materie prime poiché la possibilità di un aumento dei rischi geopolitici è bilanciata da un'elevata capacità inutilizzata in alcuni mercati, come quello del greggio, che in assenza di interruzioni fisiche delle forniture limita l'upside.
Transizione						
Liquidità/bassa duration		■		←		Ritornando a un posizionamento neutrale nell'azionario e reintroducendo duration nei portafogli, riduciamo l'esposizione alla liquidità e agli strumenti con bassa duration.

A solo scopo informativo e da non intendersi come una raccomandazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. I giudizi tattici di cui sopra riflettono in linea di massima le opinioni e le implementazioni del nostro team e vengono riportati a scopo di comunicazione con i clienti. Le allocazioni dei diversi team possono differire. Le informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio di Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

IDEE PRINCIPALI

Obbligazionario globale

Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

■ **Allocazione corrente**
 ◀ **Variazione**

-- Sottopeso ad alta convinzione
 - Sottopeso
 = Neutrale
 + Sovrappeso
 ++ Sovrappeso ad alta convinzione

Obbligazionario	Il nostro giudizio					Commento
	--	-	=	+	++	
Obbligazioni						
Treasury USA				▶	■	Siamo passati a un leggero sovrappeso di duration: dopo il recente rialzo, i rendimenti si trovano su livelli che dovrebbero consentire loro di agire da copertura più efficace rispetto alla nostra esposizione agli asset rischiosi.
Obbligazioni indicizzate all'inflazione			■			I titoli indicizzati all'inflazione sono aumentati di recente e, sebbene possano ancora aumentare, oggi sono più vicini al "fair value" di quanto non lo fossero un mese fa.
Obbligazioni governative dell'Eurozona			▶	■		Come per i Treasury USA, anche nella duration siamo passati a un leggero sovrappeso nei portafogli: i rendimenti sono infatti su livelli che dovrebbero consentire loro di agire da copertura più efficace contro l'esposizione agli asset rischiosi.
Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti				■		Gli spread dei mercati emergenti si sono significativamente ridotti dopo la correzione estiva. Anche se alquanto costosa, continuiamo a riconoscere il valore relativo di questa classe di attivi rispetto ad altre aree molto costose del reddito fisso.
Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti			■			Le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale sembra offrire un certo valore su base relativa, con valutazioni più vicine al fair value e non elevate rispetto a quanto accaduto storicamente. Tuttavia, è probabile che l'esito delle elezioni statunitensi confermi la forza del dollaro statunitense nel breve termine, frenando i rendimenti di questa classe di attivo.
Credito pubblico						
Obbligazioni municipali			■			Gli spread tra obbligazioni municipali e Treasury si sono ridotti e oggi sembrano meno convenienti e più vicini al "fair value". Continuiamo a consigliare questa classe di attivo agli investitori soggetti a imposizione fiscale, ma rispetto a un mese fa è leggermente meno interessante.
Investment Grade		■				Gli spread attualmente si trovano ai minimi storici, l'extra rendimento rispetto ai Treasury USA dovrebbe essere minimo e i titoli IG restano sensibili a rischi estremi negativi. Le nostre prospettive economiche evitano un doppio sottopeso.
MBS/ABS					■	Manteniamo un alto livello di convinzione sui titoli garantiti da collaterale (ABS) e il rendimento per unità di qualità del credito rimane interessante. I tassi fissi sui mutui a 30 anni USA sono più alti dei rendimenti delle obbligazioni societarie con rating BB, un evento raro in 25 anni.
High yield		■	◀			Poiché gli spread sono sui minimi storici per tutti i rating creditizi, vediamo margini di rialzo ridotti per questa classe di attivo e preferiamo allocare le nostre risorse in aree dell'obbligazionario con valutazioni meno eccessive.
Prestiti bancari			▶	■		I prestiti bancari non hanno registrato un rialzo comparabile a quello di altre classi obbligazionarie rischiose e gli extra rendimenti sono attualmente interessanti, soprattutto su base relativa.

A solo scopo informativo e da non intendersi come una raccomandazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. I giudizi tattici di cui sopra riflettono in linea di massima le opinioni e le implementazioni del nostro team e vengono riportati a scopo di comunicazione con i clienti. Le allocazioni dei diversi team possono differire. Le informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio di Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

IDEE PRINCIPALI

Azionario globale

Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

■ **Allocazione corrente**
 ← **Variazione**

-- Sottopeso ad alta convinzione
 - Sottopeso
 = Neutrale
 + Sovrappeso
 ++ Sovrappeso ad alta convinzione

Azionario	Il nostro giudizio					Commento
	--	-	=	+	++	
Regione						
<i> Mercati sviluppati </i>						
USA				■	■	Siamo passati a sovrappesare leggermente l'azionario statunitense: Le dinamiche post-elettorali sono positive per l'azionario statunitense e il nostro scenario di base di un atterraggio morbido rimane invariato. Abbiamo rafforzato l'esposizione azionaria statunitense attraverso segmenti del mercato diversi dalle mega cap che riteniamo meglio posizionati per un aumento degli utili e delle valutazioni.
Eurozona		■				Siamo passati a una posizione di sottopeso nell'azionario europeo L'incertezza relativa ai dazi doganali rappresenta un fattore negativo per la crescita e si aggiunge ad altri fattori sfavorevoli di natura strutturale che colpiscono l'azionario europeo. In Europa continuiamo a privilegiare le banche, in quanto i rendimenti sul capitale restano interessanti, alla luce delle attuali aspettative sui tassi terminali e delle valutazioni poco costose.
Giappone				■	■	Il rischio di un forte apprezzamento del JPY e i conseguenti effetti negativi sull'azionario giapponese sono stati isolati dalla rinnovata forza del dollaro USA, favorita dalla notevole crescita degli Stati Uniti e dai differenziali dei tassi d'interesse rispetto al resto del mondo. I miglioramenti strutturali interni del Giappone rimangono inalterati, mentre le valutazioni restano relativamente poco costose.
<i> Mercati emergenti </i>				■	■	Il secondo mandato di Trump lascia presagire politiche protezionistiche e dazi ed è dunque una fonte di incertezza per le economie dei mercati emergenti che dipendono dalle esportazioni. La Cina sta affrontando difficoltà esogene, mentre l'assenza di politiche fiscali decisive a livello nazionale frena le prospettive di reflazione e di ripresa interna.
Stile						
Growth vs. Value				■	■	Gli indici Growth continuano a essere eccessivamente esposti ai trend delle Big Tech, dove cerchiamo di mantenere la nostra esposizione al rischio vicina a livelli neutrali.
Quality					■	Con un basso premio al rischio aggiuntivo sull'azionario ed una limitata accelerazione della crescita economica dovuta ai timori inflazionistici, continuiamo a preferire un orientamento Quality. Bilanciamo questo orientamento con un'esposizione ciclica selettiva.
Large cap vs. Small cap				■	■	Le small cap hanno ancora un problema di eccesso di titoli "spazzatura" nell'indice che le rappresenta, ma dopo la recessione degli utili e l'elezione di Trump intravediamo la presenza di fattori catalizzatori per le società non mega cap, che potranno finalmente registrare performance migliori.
Dividendi				■	■	Riteniamo che il rischio di esposizione allo stile Dividend yield sia bilanciato. Un dividend yield elevato come fattore di stile indipendente non implica qualità, anche se molti fondi orientati alla distribuzione di dividendi ricercano anche fattori di qualità.

A solo scopo informativo e da non intendersi come una raccomandazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. I giudizi tattici di cui sopra riflettono in linea di massima le opinioni e le implementazioni del nostro team e vengono riportati a scopo di comunicazione con i clienti. Le allocazioni dei diversi team possono differire. Le informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio di Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

IDEE PRINCIPALI

Investimenti alternativi

Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

Investimenti alternativi	Commento
Private market	
Private equity	<p>Ci aspettiamo che, grazie all'aumento dell'attività di mercato, i flussi di cassa degli investitori risalgano e che i prezzi degli attivi offrano punti di ingresso interessanti. Sebbene una delle regole fondamentali dell'investimento nel private equity sia quella di limitare l'esposizione ai rischi esogeni, l'esito delle elezioni statunitensi dovrebbe far crescere l'attività di negoziazione, anche se probabilmente avrà un impatto disomogeneo sulle opportunità di crescita e sui rischi all'interno dei singoli settori. La prospettiva di una deregolamentazione potrebbe portare a un aumento delle opportunità nei settori della finanza e della salute, mentre il calo degli interventi antitrust potrebbe dare il via a un aumento e a una maggiore diffusione delle operazioni di fusione e acquisizione. Tuttavia, poiché le politiche di crescita verosimilmente causeranno un aumento dell'inflazione, continuiamo a concentrarci sulle strategie di middle market che fanno meno affidamento sulla leva finanziaria e sono ben posizionate per implementare iniziative di asset management in grado di ampliare i margini e rilanciare la crescita reale degli utili.</p> <p>L'immobiliare commerciale core ha interrotto una serie negativa di sette trimestri consecutivi, generando un rendimento positivo nel terzo trimestre. La prolungata correzione è attribuibile all'aumento dei costi del debito e ai segmenti con un'offerta elevata. Quest'anno e nel 2025 giungerà a scadenza una quantità significativa di debito immobiliare commerciale che, secondo le attese, porterà a un aumento dei volumi delle transazioni con valutazioni di ingresso interessanti. Proseguono le dinamiche favorevoli di lungo termine nei settori chiave, mentre i problemi sul versante dell'offerta iniziano a ridimensionarsi. Ci aspettiamo che tali dinamiche possano determinare un ulteriore miglioramento dei prezzi e offrire opportunità interessanti.</p>
Real asset privati	<p>Le infrastrutture private continuano a partecipare alle opportunità di investimento legate ai mega trend della digitalizzazione e della produzione di energia. Questi temi convergono nel momento in cui i servizi di elaborazione dati richiedono energia e l'intelligenza artificiale generativa (AI) sta dimostrando che l'attuale mix energetico è insufficiente in termini di volumi, densità e affidabilità. Gli investitori privati stanno svolgendo un ruolo fondamentale nel rendere disponibili tali infrastrutture di supporto con interessanti prospettive di crescita. Il volume delle negoziazioni nell'ambito delle infrastrutture, inoltre, è in crescita in tutti i settori, soprattutto in quello dei trasporti, che sta evidenziando un recupero grazie alla ripresa dell'utilizzo degli aeroporti e delle strade a pedaggio dopo lo shock alla mobilità provocato dalla recente pandemia. Negli Stati Uniti, dobbiamo adottare un approccio selettivo per garantire che l'attività di investimento sia allineata alle future modifiche sul versante delle politiche. Se da un lato riteniamo che gli investimenti nell'eolico e nel fotovoltaico onshore, competitivi sul piano dei costi, abbiano raggiunto un momentum irreversibile, dall'altro crediamo che il sostegno a iniziative ancora in fase iniziale e dipendenti dai sussidi, come l'eolico offshore e l'idrogeno, sia a rischio, in favore dell'espansione della produzione convenzionale di petrolio e gas. Ad oggi abbiamo riscontrato un sostegno bipartisan alla produzione di energia nucleare e all'espansione dell'accessibilità alla banda larga, ma le relative politiche dovranno essere valutate attentamente man mano che ne diverranno noti i dettagli.</p>
Private credit	<p>I prezzi e le condizioni dei prestiti privati sono nuovamente in linea con la media di lungo periodo, ma i tassi elevati e le insolvenze contenute mantengono alte le aspettative in termini di rendimento totale. Poiché le aziende sono alla continua ricerca di modi con cui gestire i flussi di cassa, le strategie "special situation" possono sfruttare prezzi e condizioni favorevoli per cogliere le opportunità a cavallo tra i mandati più rigidi.</p>
Investimenti alternativi liquidi	
Hedge Fund	<p>Gli hedge fund stanno beneficiando di un contesto di mercato favorevole ai gestori esperti. Continuiamo a preferire le strategie azionarie relative value, macro e market neutral. Nell'ambito delle strategie macro, privilegiamo le strategie discrezionali con un orientamento tattico, visti i livelli favorevoli di dispersione economica a livello di mercato e di fondamentali. Nell'ambito delle strategie azionarie, manteniamo la nostra convinzione nell'azionario long/short fondamentale, ma nutriamo anche una crescente fiducia nelle strategie azionarie quantitative che stanno beneficiando del calo della correlazione tra i prezzi degli attivi a livello di azionario dovuto alle incertezze macroeconomiche e geopolitiche.</p>
Commodity	<p>Abbiamo chiuso la nostra posizione nei futures sul petrolio: nell'attuale congiuntura i rischi geopolitici si presentano in modo più binario e il potenziale di rialzo, salvo gravi turbative dell'offerta, appare limitato, rendendo meno interessante la posizione come copertura del nostro portafoglio.</p>

A solo scopo informativo e da non intendersi come una raccomandazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. I giudizi tattici di cui sopra riflettono in linea di massima le opinioni e le implementazioni del nostro team e vengono riportati a scopo di comunicazione con i clienti. Le allocazioni dei diversi team possono differire. Le informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio di Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo. Nota: il sovra/sottopeso nei mercati privati si riferisce a decisioni concernenti gli afflussi di nuovi investimenti, non al patrimonio degli investimenti esistenti.

Glossario dei termini

Definizioni degli indici

Indice Bloomberg Commodity è un indice ampiamente diversificato che replica i contratti future sulle commodity fisiche.

Indice Bloomberg Euro-Aggregate Corporate è costituita dalle obbligazioni emesse nell'euro o dalle valute preesistenti dei 16 paesi sovrani partecipanti all'Unione monetaria europea (UEM).

Indice Bloomberg Global Aggregate Ex-USD è una misura ampia degli investimenti obbligazionari globali investment grade a tasso fisso, esclusi i titoli di debito denominati in dollari Usa.

L'indice Bloomberg Municipal Bond è un indice non gestito di obbligazioni municipali scambiate negli Stati Uniti.

L'indice Bloomberg Municipal Bond è un indice non gestito di obbligazioni municipali scambiate negli Stati Uniti.

L'indice Bloomberg Barclays Pan-European High Yield copre l'universo del debito a tasso fisso non investment grade denominato in euro o in altre valute europee (ad esclusione del franco svizzero).

L'indice Bloomberg Municipal Bond è un indice non gestito di obbligazioni municipali scambiate negli Stati Uniti.

Indice Bloomberg U.S. Agency misura i titoli di agenzia emessi da agenzie governative statunitensi, società quasi-federali e debito societario o estero garantiti dal governo statunitense.

L'indice Bloomberg U.S. Aggregate è un indice non gestito del debito domestico investment grade che comprende titoli societari, governativi e garantiti da ipoteche.

Indice Bloomberg U.S. Asset Backed Securities (ABS) misura gli ABS con il seguente tipo di collaterale: credito e carta di debito, auto e prestiti per le utility.

Indice Bloomberg U.S. CMBS misura il mercato delle emissioni di CMBS conduit e di fusione con un valore attualmente nominale minimo di USD 300 milioni.

Indice Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade è un indice non gestito che misura la performance dei titoli societari investment grade all'interno del Barclays U.S. Aggregate Index.

Indice Bloomberg U.S. Mortgage Backed Securities (MBS) misura i titoli

pass-through garantiti da ipoteche emessi da agenzie emesse da GNMA, FNMA e FHLMC.

Indice Bloomberg U.S. Treasury misura gli strumenti di debito pubblico emessi dal Tesoro statunitense.

Indice CBOE Volatility (VIX) replica le volatilità implicite di un'ampia gamma di opzioni sull'indice S&P 500.

Indice S&P 500 BuyWrite CBOE misura la performance di una strategia buy-write ipotetica sull'indice S&P 500.

Indice ICE BoFa US Inflation-Linked Treasury monitora la performance del debito sovrano denominato in dollari Usa indicizzato all'inflazione pubblico emesso dal governo statunitense.

Indice ICE BoFa Fixed Rate Preferred Securities è un indice non gestito del segmento a tasso fisso, emesso negli Stati Uniti.

Indice ICE BoFa European Union Government Bond monitora la performance del debito sovrano pubblico emesso da paesi che sono membri dell'Unione europea.

L'indice ICE BofA U.S. High Yield è un indice non gestito che comprende obbligazioni societarie statunitensi di livello inferiore a investment grade.

L'indice ICE® BofA® Developed Markets High Yield Ex-Subordinated Financial (Hedged) è un indice non gestito che comprende obbligazioni societarie di livello inferiore a investment grade dei mercati sviluppati globali.

Indice FTSE 100 è un indice non gestito ponderato per la capitalizzazione di mercato che rappresenta la performance delle 100 maggiori società blue chip quotate nel Regno Unito, che superano lo screening delle dimensioni e della liquidità.

Indice FTSE All Small è composto da tutte le società nel FTSE SmallCap e negli indici FTSE Fledgling.

L'indice FTSE World Government Bond (WGBI) misura la performance delle obbligazioni sovrane investment grade a tasso fisso in valuta locale di oltre 20 Paesi.

L'indice J.P. Morgan Corporate Emerging Market Broad Index Broad Diversified è un indice non gestito di obbligazioni denominate in USD emesse da società dei mercati emergenti.

L'indice J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified è un indice non gestito di obbligazioni denominate in USD con scadenza superiore a un anno emesse da governi dei mercati emergenti.

L'indice J.P. Morgan Government Bond Index - Emerging Market (GBI-EM) Global Diversified è un indice non gestito di obbligazioni in valuta locale con scadenza superiore a un anno emesse da governi dei mercati emergenti.

L'indice MSCI Emerging Markets è un indice non gestito di azioni ordinarie dei mercati emergenti.

L'indice MSCI EMU (European Economic and Monetary Union) raggruppa titoli rappresentativi di società a media e alta capitalizzazione di 10 L'indice è composto da 241 società e copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante dell'EMU.

Indice Morgan Stanley Capital International All Country Asia Pacific (MSCI AC Asia Pacifico) è un indice non gestito total return, ponderato per la capitalizzazione, che misura la performance dei listini azionari in 15 paesi della regione Pacifico, tra cui Australia, Cina, Hong Kong, India, Indonesia, Giappone, Corea, Malesia, Nuova Zelanda, Pakistan, Filippine, Singapore, Sri Lanka, Taiwan e Thailandia.

Indice MSCI Japan: l'indice MSCI Japan misura la performance dei segmenti ad alta e media capitalizzazione del mercato giapponese.

L'indice **MSCI World** è un indice non gestito di titoli azionari dei mercati sviluppati.

Indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) World ex USA Small Cap è un indice non gestito di titoli azionari small-cap nei mercati sviluppati, esclusi gli Stati Uniti.

ALTRE CONSIDERAZIONI L'indice Morgan Stanley Capital International All Country World (MSCI ACWI) è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei mercati azionari sviluppati ed emergenti.

ALTRE CONSIDERAZIONI L'indice Morgan Stanley Capital International All Country World (MSCI ACWI) è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei mercati azionari sviluppati ed emergenti.

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

Glossario dei termini e del rischio

Definizioni degli indici (segue)

Indice Morgan Stanley Capital International Europe, Australasia, Estremo Oriente (MSCI EAFE) è un indice non gestito delle azioni dei mercati sviluppati, esclusi Stati Uniti e Canada.

L'indice MSCI USA misura la performance dei segmenti a media e alta capitalizzazione del mercato statunitense. L'indice è composto da 631 società e copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante degli Stati Uniti.

L'indice Morningstar LSTA US Leveraged Loan è un indice non gestito del mercato istituzionale dei leveraged loan. Prima del 29 agosto 2022, l'indice S&P/LSTA Leveraged Loan è stato utilizzato.

Indice Nikkei 225 Stock Average è un indice ponderato per il prezzo non gestito di 225 società giapponesi con rating superiori quotate nella prima sezione del Tokyo Stock Exchange.

L'indice Russell 1000® è un indice non gestito costituito da 1000 titoli azionari statunitensi di società large cap.

L'indice Russell 1000® Growth è un indice non gestito costituito da titoli azionari growth statunitensi di società large cap.

L'indice Russell 1000® Value è un indice non gestito costituito da titoli azionari value statunitensi di società large cap.

L'indice Russell 2000® è un indice non gestito costituito da 2000 titoli azionari statunitensi di società small cap.

L'indice Russell 2500® è un indice non gestito costituito da 2500 titoli azionari statunitensi di società small cap.

L'indice Russell 1000® è un indice non gestito costituito da 1000 titoli azionari statunitensi di società large cap.

L'indice S&P 500® è un indice non gestito costituito da titoli azionari di società large cap, comunemente utilizzato per misurare la performance del mercato azionario statunitense.

Indice STOXX Europe 600 è un indice a componente fissa che fornisce una rappresentazione ampia ma liquida delle società di grandi, medie e piccoli capitalizzazione in Europa.

Indici ICE BofA: gli indici ICE® BofA® non sono destinati alla ridistribuzione o ad altre finalità, vengono forniti "così come sono", senza garanzie e senza alcuna assunzione di responsabilità. Eaton Vance ha preparato il presente rapporto e gli indici ICE, LLC non li supportano né garantiscono, né sono in grado di garantire, valutare o sostenere i prodotti Eaton Vance. BoFA® è un marchio di riferimento autorizzato di Bank of America Corporation negli Stati Uniti e in altri paesi.

Indici Msci: Fonte: MSCI. I dati MSCI non possono essere riprodotta né utilizzati per altre finalità. MSCI non fornisce alcuna garanzia, non ha predisposto né approvato il presente rapporto e declina ogni responsabilità in relazione a esso.

Indici J.P. Morgan: Le informazioni ottenute da fonti ritenute attendibili, ma J.P. Morgan non rilascia alcuna garanzia circa la loro completezza o accuratezza. L'indice è utilizzato con l'autorizzazione. L'indice non può essere copiato, usato o distribuito senza previa autorizzazione scritta da J.P. Morgan. Copyright 2019, J.P. Morgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

Gli Indici S&P Dow Jones sono un prodotto di S&P Dow Jones Indices LLC ("S&P DJI") e sono stati concessi in licenza d'uso. S&P® e S&P 500® sono marchi registrati di S&P DJI; Dow Jones® è un marchio registrato di Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"); S&P DJI, Dow Jones e le rispettive consociate non sponsorizzano né appoggiano, vendono o promuovono il Comparto, non hanno alcuna responsabilità in relazione a esso e declinano ogni responsabilità per eventuali errori, omissioni o interruzioni degli indici S&P Dow Jones.

Salvo diversa indicazione, i rendimenti dell'indice non tengono conto di eventuali oneri di vendita, commissioni, spese, o imposte, a seconda dei casi, né della leva finanziaria. Non è possibile investire direttamente in un indice. Dati forniti a scopo puramente informativo. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. Per importanti informazioni aggiuntive si rimanda alla fine della relazione.

Definizioni

Coefficienti di rendimento municipali/Treasury sono indicatori di valore relativo che misurano la sopravvalutazione o la convenienza dei rendimenti delle obbligazioni municipali rispetto ai rendimenti dei Treasury a scadenza comparabile.

Rendimento minimo è una misura che riflette il rendimento potenziale più basso guadagnato su un'obbligazione senza l'insolvenza dell'emittente. Lo yield to worst è determinato formulando ipotesi di scenario peggiore sull'emissione, calcolando i rendimenti che sarebbero realizzati se l'emittente utilizzasse gli accantonamenti, compresi quelli relativi ai rimborsi anticipati, ai richiami o al riacquisto dei titoli (sinking fund).

Il rischio

Non vi è alcuna garanzia che la liquidazione della garanzia collaterale di un investimento sia in grado di soddisfare gli obblighi dell'emittente in caso di mancato pagamento né che tale garanzia collaterale possa essere prontamente liquidata. La capacità di ottenere i benefici di qualsiasi garanzia collaterale potrebbe essere ritardata o limitata. Il valore degli investimenti in materie prime è generalmente influenzato dall'andamento generale del mercato e da fattori specifici relativi a un particolare settore o materia prima, come ad esempio condizioni meteorologiche, embarghi, dazi o sviluppi sanitari, politici, internazionali e normativi. Gli investimenti in titoli obbligazionari possono essere influenzati dalle variazioni del merito di credito dell'emittente e sono esposti al rischio di mancato pagamento del capitale e degli interessi. Il valore dei titoli obbligazionari può inoltre diminuire a causa di timori reali o percepiti in merito alla capacità dell'emittente di onorare i pagamenti del capitale e degli interessi. I titoli con duration maggiore tendono a essere più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse rispetto a titoli con duration più breve. Azionario – I valori d'investimento azionario sono sensibili alla volatilità del mercato azionario. Gli investimenti in strumenti o valute estere possono comportare livelli superiori di rischio e volatilità maggiori rispetto agli investimenti statunitensi a causa di condizioni avverse di mercato, economiche, politiche, normative, geopolitiche o di altro tipo. Nei paesi emergenti, tali rischi possono essere più significativi. Anche se alcune agenzie sponsorizzate dal governo degli Stati Uniti possono essere costituite o sponsorizzate da leggi del Congresso, i loro titoli non sono né emessi né garantiti dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti. Uno squilibrio tra domanda e offerta sul mercato obbligazionario può comportare incertezze nelle valutazioni e un aumento della volatilità, un calo della liquidità, un ampliamento degli spread creditizi e una mancanza di trasparenza dei prezzi sul mercato. Le informazioni di pubblico dominio sugli emittenti municipali sono limitate. Legati all'inflazione – I pagamenti d'interesse sui titoli indicizzati all'inflazione possono variare in maniera sostanziale e oscillare in quanto il capitale e gli interessi sono corretti per l'inflazione. Gli investimenti in titoli indicizzati all'inflazione possono perdere valore qualora il tasso effettivo d'inflazione sia diverso dal tasso dell'indice di inflazione. Con l'aumento dei tassi di interesse, è probabile che il valore di alcuni investimenti obbligazionari subisca una flessione. Il London Interbank Offered Rate o LIBOR viene utilizzato in tutti i settori bancari e finanziari globali per determinare i tassi d'interesse per una serie di strumenti finanziari (come strumenti di debito e derivati) e per accordi di finanziamento. L'ICE Benchmark Administration Limited, l'amministratore del LIBOR, dovrebbe cessare di pubblicare alcuni parametri LIBOR il 31 dicembre 2021 e le impostazioni LIBOR rimanenti il 30 giugno 2023. Il processo di transizione può coinvolgere, tra le altre cose, la maggiore volatilità o l'illiquidità nei mercati per gli strumenti che fanno affidamento su LIBOR, come gli obblighi di debito a tasso variabile. Gli investimenti in titoli con rating inferiore a investment grade (di norma indicati con il termine "junk bond") sono generalmente soggetti a maggiore volatilità dei prezzi e a illiquidità rispetto agli investimenti in titoli con rating maggiore. Scadenza – In genere le obbligazioni a più lungo termine sono più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse rispetto alle obbligazioni a più breve termine. Azioni privilegiate – Quando i tassi d'interesse aumentano, il valore dei titoli privilegiati tende a diminuire. Prepagamento - MBS – I titoli garantiti da ipoteca sono soggetti al rischio di rimborso anticipato. Rimborso anticipato - Prestiti bancari – I prestiti bancari sono soggetti al rischio di rimborso anticipato. Le variazioni dei valori immobiliari o i periodi di recessione economica possono avere ricadute negative rilevanti sugli emittenti del settore immobiliare, ivi compresi i REIT.

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

Considerazioni sui rischi

La diversificazione non elimina il rischio di perdite.

Le valutazioni dei titoli azionari tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. Gli investimenti nei mercati esteri comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei paesi emergenti sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei paesi sviluppati esteri. 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. Investimenti alternativi sono di carattere speculativo, prevedono un elevato grado di rischio, sono altamente illiquidi, tipicamente presentano spese più elevate di altri investimenti e coinvolgono l'uso della leva finanziaria, vendite allo scoperto e derivati, il che può aumentare il rischio di perdite. Questi investimenti sono adatti agli investitori che comprendono tale genere di rischi e sono disposti ad accettarli. Le performance possono essere volatili e gli investitori possono perdere la totalità o una quota consistente del capitale investito.

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. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un 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.

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. Tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non costituiscono un'offerta o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari o all'adozione di una specifica 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.

La Società non fornisce consulenza fiscale. Le informazioni fiscali contenute nella presente pubblicazione sono di carattere generale, non esaustive per loro natura. Non sono da considerarsi né sono state scritte per essere utilizzate, né possono essere utilizzate, da alcun contribuente allo scopo di evitare sanzioni amministrative che potrebbero essere comminate al contribuente. Le leggi fiscali di ciascuna giurisdizione sono complesse e in costante evoluzione. Si consiglia sempre di consultare un consulente legale o fiscale professionista per ricevere informazioni sulla propria situazione personale.

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.

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.

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

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, direttamente o indirettamente e 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 fa parte di Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

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 e Eaton Vance vengono pubblicati da MSIM Fund Management (Ireland) Limited ("FMIL"). 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, D02 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 Copenaghen), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axelortov 2, 1609 Copenhagen V, Danimarca.

MEDIO ORIENTE

Dubai – MSIM Ltd (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158).

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.

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)

Il presente materiale è destinato unicamente agli 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.

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

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 previsto l’obbligo di informativa 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.

RO 4053403 Exp 12/31/2025