

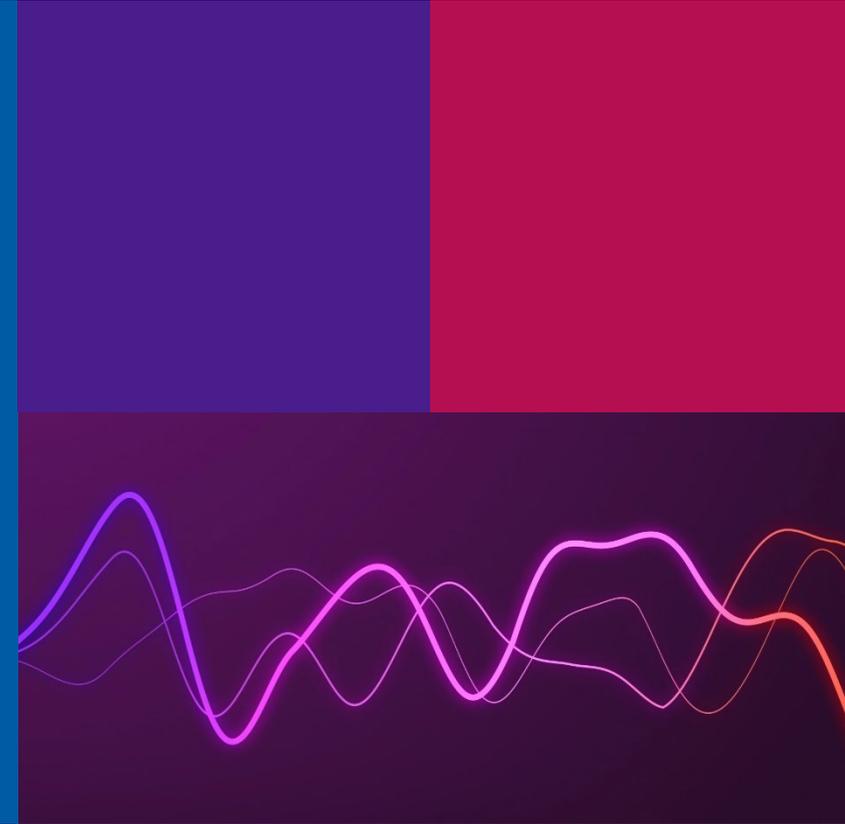
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

# The BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

Gennaio 2025



Previously known as the Monthly Market Monitor.

## IDEE PRINCIPALI

## Principali temi per il mese di gennaio 2025

**I rischi politici sono tuttora presenti**

**L’Inauguration Day negli Stati Uniti e l’Europa.** Grande attenzione sarà rivolta al primo giorno del Trump 2.0 e non soltanto ai primi 100 giorni. I mercati si concentreranno sui potenziali dazi, imposte, deregolamentazione e su qualsiasi altro punto del programma che può essere realizzato tramite ordine esecutivo. Tuttavia, il rischio va in entrambi i sensi; qualsiasi politica potrebbe portare a una sorpresa positiva, e il suo effetto potrebbe dipendere dal modo in cui viene comunicata ai mercati. Sull’altra sponda dell’Atlantico, i rischi politici in Europa esercitano ancora una forza ribassistica, con un nuovo potenziale PM francese, Francois Bayrou, e le elezioni tedesche a febbraio. In generale, ci aspettiamo esigue notizie positive sul fronte fiscale provenienti dall’Europa. In base a quanto sopra, la nostra asset allocation complessiva è bilanciata tra azionario e obbligazionario.

**“Ne uccide più la penna che la spada”: dazi e deregolamentazione**

**Per il bene o per il male.** Nel 2025 i mercati seguiranno queste due tematiche di ampia portata. L’interrogativo che ci si pone sui dazi è se saranno mirati (prospettiva migliore) o generalizzati (prospettiva peggiore). A nostro avviso si concretizzerà la prospettiva migliore, non quella peggiore. I dazi possono essere considerati non solo come uno strumento di politica commerciale, ma anche come uno strumento economico-sanzionatorio più efficiente per condizionare la condotta nell’ambito di politiche non commerciali, ad esempio il controllo delle frontiere, il contrasto al traffico di stupefacenti e gli accordi di libero scambio. Per quanto riguarda la deregolamentazione, questa avvantaggerà soprattutto i segmenti delle società small e mid cap più che quello delle large cap. A riprova di ciò, vi sono le recenti performance di mercato e l’impennata record dei parametri di fiducia delle imprese SMID. Di conseguenza, abbiamo puntato su un’esposizione in questo settore.

**Ottimismo, sì. Euforia, no.**

**Quante cose cambiano in un anno.** L’anno scorso, in questo stesso periodo il consenso era unanime nel ritenere che l’economia si stesse avviando verso una recessione e che i titoli azionari avrebbero subito una significativa correzione. Oggi il mercato è ottimista: secondo il consenso non vi sarà più alcuna recessione e le stime parlano di un guadagno del 10% circa per l’indice S&P 500. Riteniamo che i guadagni potrebbero essere più pronunciati a livello di settori più ampi e nei segmenti mid cap. La nostra attenzione si concentra sui fattori che comportano una crescita degli utili, come il free cash flow, la redditività, l’espansione dei margini e l’aumento del potere d’acquisto. Tutto ciò è riscontrabile in qualunque stile, non solo in quello che vede contrapposte large e small cap o settore tecnologico e settori non tecnologici. In altre parole, un mercato meno biforcuto, stimolato dalla deregolamentazione e dal ridimensionamento dell’apparato governativo, con una riduzione della spesa che stimola la produttività economica in modo più uniforme. Il mercato non esprime ancora euforia, che è un segnale d’allarme che indica la fine di un ciclo.

**L’obbligazionario è valutato alla perfezione**

**Rispetto alle azioni, le obbligazioni sono più sopravvalutate?** Dubitiamo che il taglio dei tassi da parte della Fed scenderà molto al di sotto del 4%, con questo rischio di duration già in gran parte scontato. Rispetto al passato, gli spread creditizi sono molto ristretti e offrono agli investitori un extra-rendimento molto scarso come premio per il rischio assunto. Vero è che i rendimenti non sono estremamente bassi, ma potrebbero anche non essere abbastanza elevati. Molti investitori cercano rifugio nel mercato obbligazionario. Tuttavia, vista la compressione degli spread, è possibile che per attuare una copertura di quelle che ritengono posizioni azionarie costose scelgano obbligazioni ancora più costose. La nostra scelta è quella di adottare un approccio bilanciato al rischio, detenendo una duration di alta qualità, da un lato, e attivi più rischiosi, dall’altro.

## IDEE PRINCIPALI

# Portfolio Solutions Group – Le nostre 6 idee chiave

## Mid cap USA: ampliamento dell'esposizione azionaria

**Non dimentichiamoci dell'intermediario.** Poiché il nostro giudizio di un soft landing rimane invariato, continuiamo a credere che il rally dei mercati azionari statunitensi finirà per estendersi oltre l'attuale gruppo ristretto di titoli, in quanto altri segmenti all'infuori delle mega cap hanno un maggiore margine per la crescita degli utili e l'espansione delle valutazioni.

## Materiali: strumentali per la ripresa del settore manifatturiero

**La possibile inversione del settore manifatturiero.** Nel 2024 la crescita del PIL è stata sostenuta, ma si è registrata una costante discrepanza tra la debolezza del settore dei beni e la forza del settore dei servizi. Presumibilmente, prima o poi si verificherà una convergenza e sotto questo aspetto il ciclo di tagli dei tassi entra in gioco come catalizzatore. Il settore dei materiali presenta da sempre una forte relazione con gli indici PMI manifatturieri. Ciò induce a ritenere che un'inversione positiva dell'indice PMI manifatturiero possa rilanciare il settore dopo un lungo periodo di sottoperformance.

## Sanità: dopo la recente sottoperformance, è giunto il momento di comprare?

**Rischio di una flessione eccessiva.** Nel 2024, la performance relativa del settore sanitario è stata tra le peggiori degli ultimi 30 anni e quasi tutta è stata messa a segno dall'inizio di settembre. I timori sul versante delle politiche, derivanti dall'esito delle elezioni, sono il principale fattore determinante, amplificato da un generalizzato allontanamento dai settori difensivi. Questi timori non sono nuovi per il settore della sanità e si è osservata una tendenza a esagerare con l'ottimismo.

## India: crescita robusta e su grande scala

**Tema di crescita strutturale.** Abbiamo un giudizio positivo sull'azionario indiano, alla luce dell'ottima traiettoria di crescita economica del paese e delle buone prospettive per gli utili societari. A differenza di altri mercati emergenti (EM), la crescita dell'India trae forza maggiormente dall'interno, grazie soprattutto alle ridotte esportazioni di beni verso gli Stati Uniti, al calo dei corsi petroliferi e alle misure di controllo dei capitali che dovrebbero continuare a convogliare il risparmio delle famiglie verso gli attivi nazionali.

## Oro: il sostegno da fattori strutturali e ciclici

**Potenziale di rialzo asimmetrico.** Il timore di un aumento della volatilità geopolitica, il rallentamento dell'economia cinese, i crescenti livelli di indebitamento e i rischi inflazionistici si tradurranno probabilmente in un incremento strutturale della domanda di oro da parte degli investitori meno sensibili ai prezzi. Oltre a questi trend strutturali, il ciclo di taglio dei tassi in atto offre un sostegno ciclico a questo attivo.

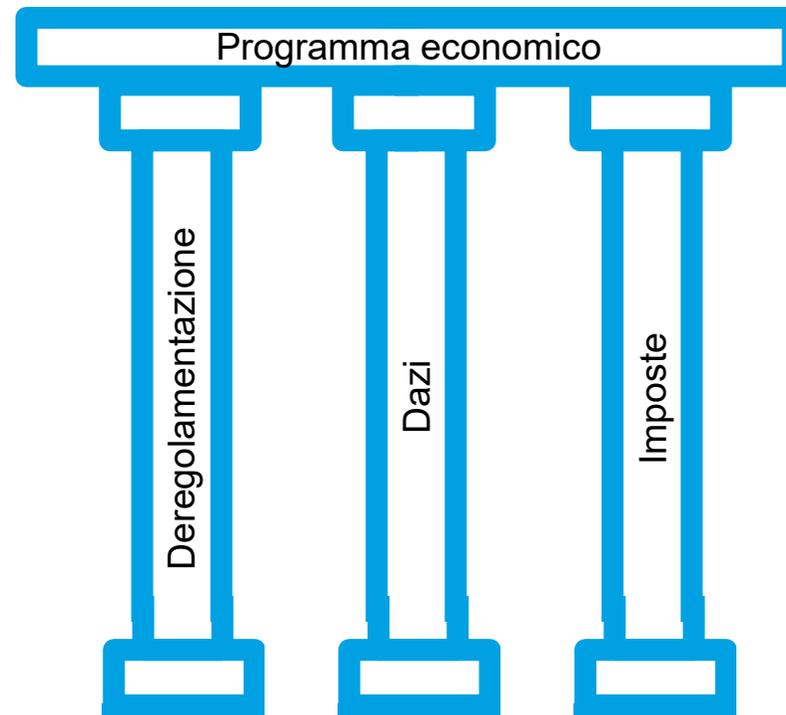
## Titoli garantiti da collaterale: la nostra scelta preferita in ambito obbligazionario

**Titoli ipotecari.** Abbiamo detto che le valutazioni dei titoli obbligazionari non sono convenienti, ma c'è un settore specifico che spicca per la sua attrattiva ed è quello dei titoli garantiti da ipoteca (MBS) statunitensi. Gli spread degli MBS e degli ABS ed MBS non di agenzia legati al settore immobiliare si mantengono su livelli interessanti. Anche il rendimento per unità di rating è interessante, specialmente in termini relativi rispetto al credito investment grade.

## IDEE PRINCIPALI

# La Trifecta di Trump: un programma economico incentrato sulle politiche

Il programma economico di Trump poggia su tre colonne portanti: **deregolamentazione, dazi e imposte**. È importante considerare questi tre elementi come un processo, non come voci indipendenti. La deregolamentazione, i dazi e le imposte sono tutti ingredienti di una politica che mira ad aumentare la crescita, ridurre il deficit e generare accordi commerciali reciproci.



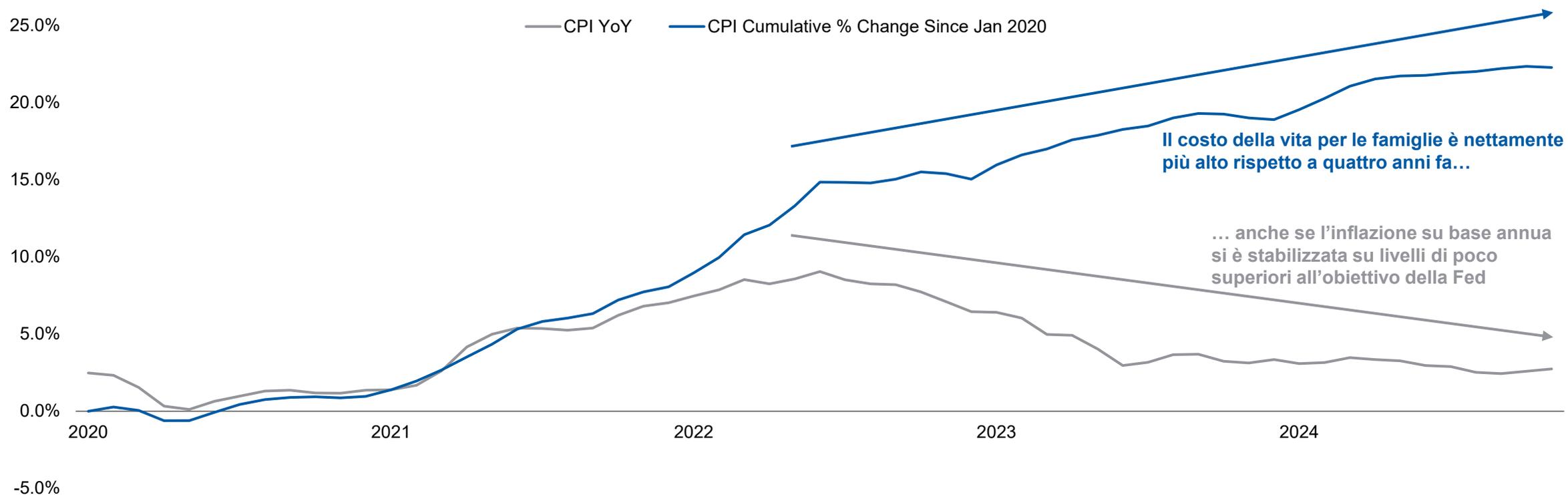
Fonte: Tesoro USA, MSIM. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

## IDEE PRINCIPALI

## L'inflazione si sta forse stabilizzando, ma il costo della vita è molto più alto rispetto al 2020

Sebbene i parametri di misurazione dell'inflazione continuino a evidenziare segnali di stabilizzazione su livelli prossimi agli obiettivi della Fed, il livello assoluto dei prezzi è molto più alto oggi rispetto all'inizio del 2020, con un aumento dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) pari al 22% circa. Restiamo dell'avviso che l'inflazione sia la "variabile imprevedibile" da tenere d'occhio nel 2025.

**Sebbene l'inflazione su base annua si avvicini al 2%, il costo della vita rimane significativamente più elevato rispetto a quattro anni fa**  
 IPC a/a, variazione % cumulativa dell'IPC da gennaio 2020



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 16 dicembre 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.

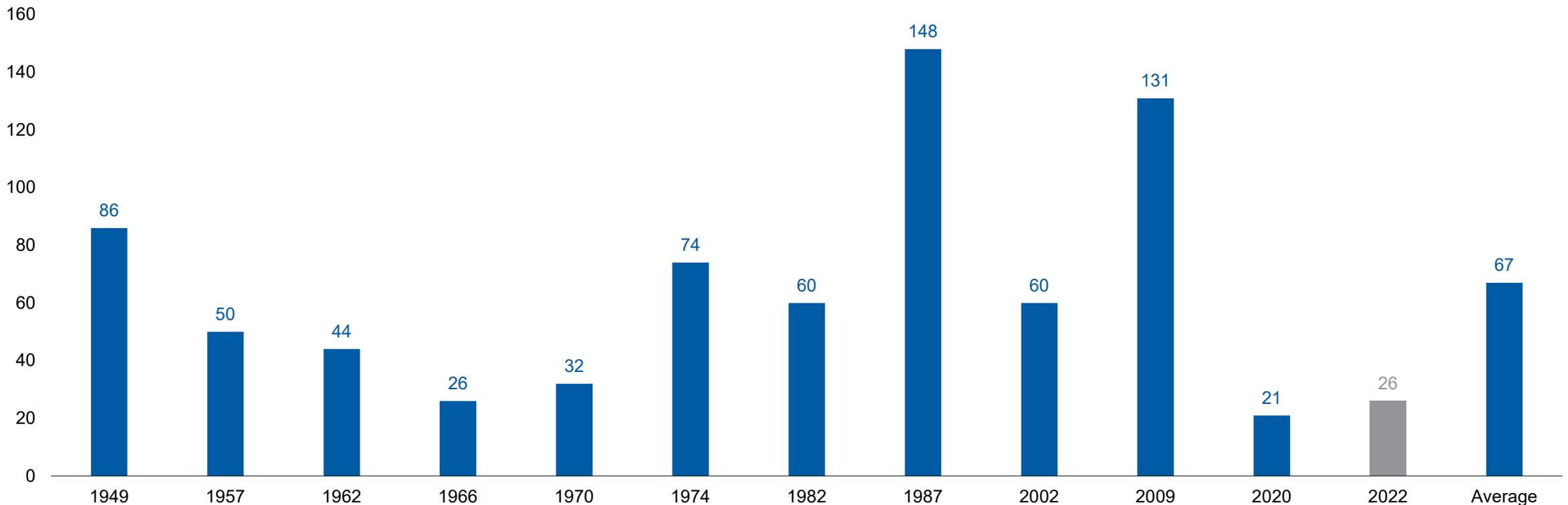
## IDEE PRINCIPALI

## La fase rialzista in corso è ancora alle battute iniziali rispetto ai cicli precedenti

La nostra tesi di base di un soft landing rimane invariata e manteniamo un giudizio positivo sui titoli azionari statunitensi e, più in generale, sul ciclo. L'attuale fase rialzista è ancora agli inizi, se paragonata ai cicli passati, e la sua durata media è tuttora inferiore di circa 40 mesi rispetto a quella delle fasi rialziste precedenti.

### L'attuale mercato rialzista è ancora agli inizi rispetto ai cicli precedenti

*Durata della fase rialzista in corso e di quelle precedenti (in mesi)*



Fonte: Carson, MSIM. Dati al 12 dicembre 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. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.**

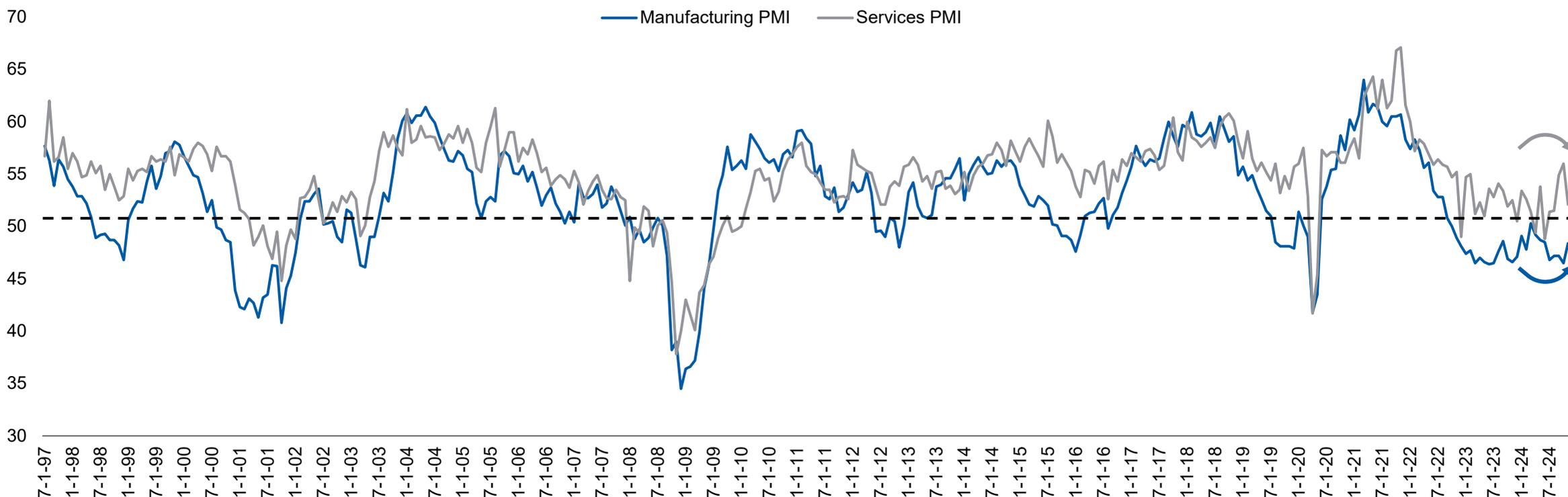
## IDEE PRINCIPALI

## Il divario tra settore manifatturiero e settore dei servizi potrebbe andare gradualmente colmandosi

Il settore manifatturiero ha attraversato un prolungato periodo di debolezza, nonostante un'economia che per il resto ha tendenzialmente sorpreso al rialzo. I tagli dei tassi, l'andamento positivo della spesa al consumo, la risoluzione delle eccedenze di scorte post-pandemia e una potenziale "anticipazione" degli effetti dei dazi lasciano presagire una possibile inversione positiva.

**Dalla fine del 2022 il settore manifatturiero registra una contrazione, mentre quello dei servizi continua a essere forte**

*Indice PMI (indice dei direttori degli acquisti) elaborato dall'Institute for Supply Management (ISM) per il settore manifatturiero e quello dei servizi*



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 30 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. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.**

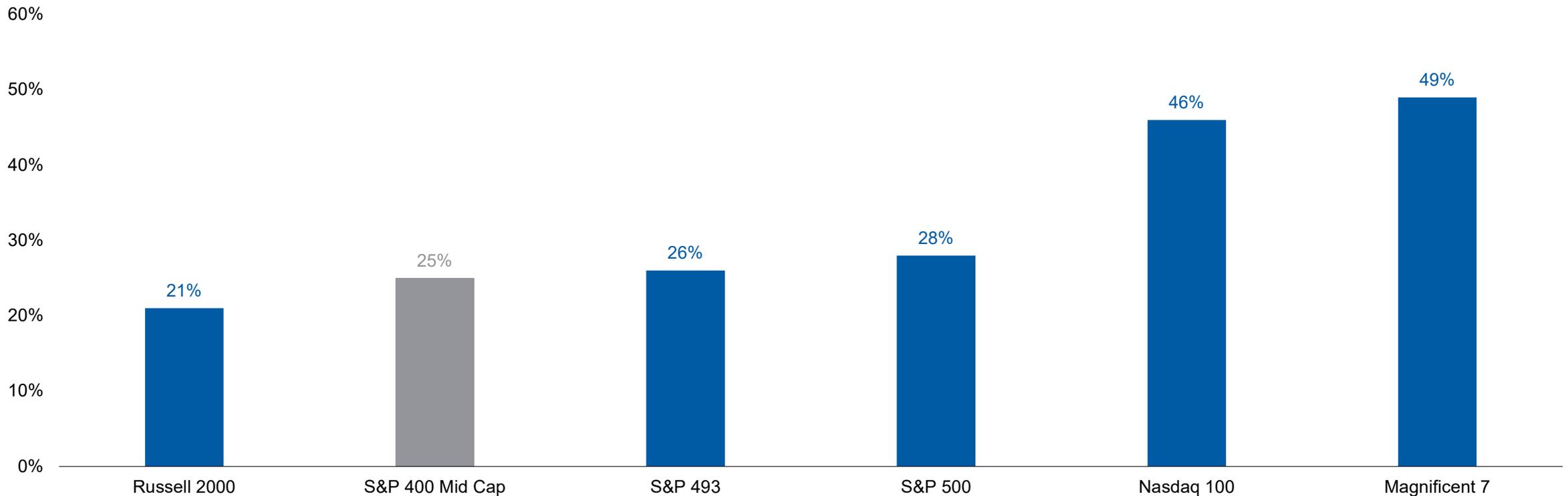
## IDEE PRINCIPALI

## Mid cap USA: una minore esposizione ai rischi della crescita globale

Oltre ad avere un maggiore margine di accelerazione degli utili e valutazioni più favorevoli, le società mid cap sono molto meno esposte ai rischi di crescita globali rispetto alle mega cap. Circa il 25% dei ricavi dell'indice S&P 400 Mid Cap viene generato all'estero, mentre tale cifra sfiora il 50% per i titoli e gli indici delle società mega cap.

### Rispetto alle mega cap, le mid cap sono molto meno esposte ai rischi di crescita globali

*Quota % delle vendite realizzate fuori dagli Stati Uniti*



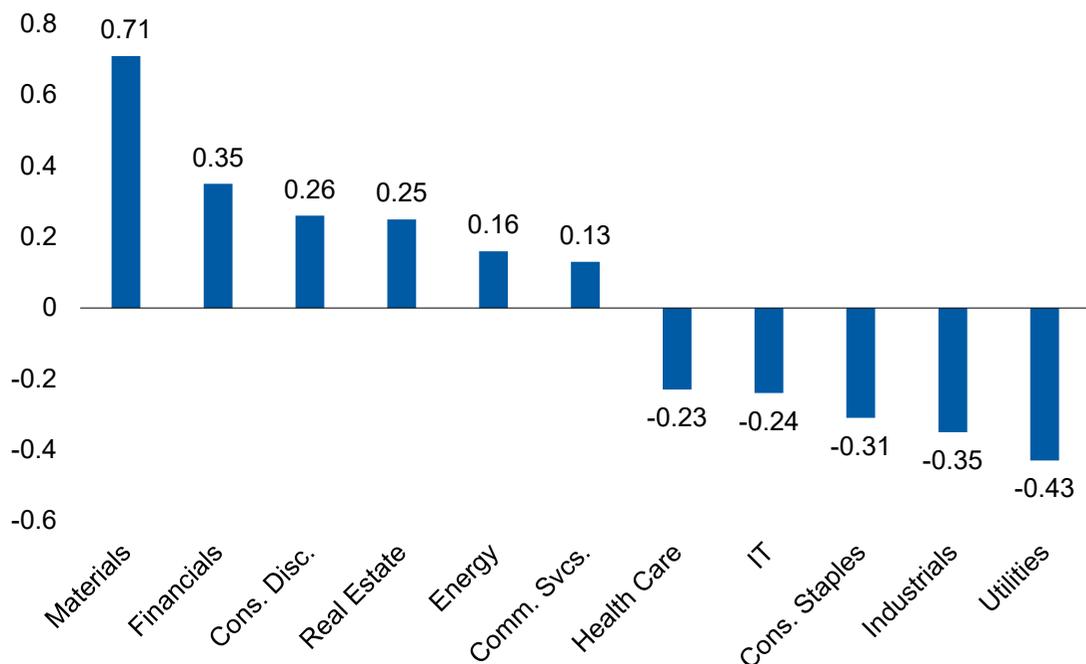
Fonte: NAR, MSIM. Dati al 16 dicembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.** I Magnifici Sette sono Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA e Tesla.

IDEE PRINCIPALI

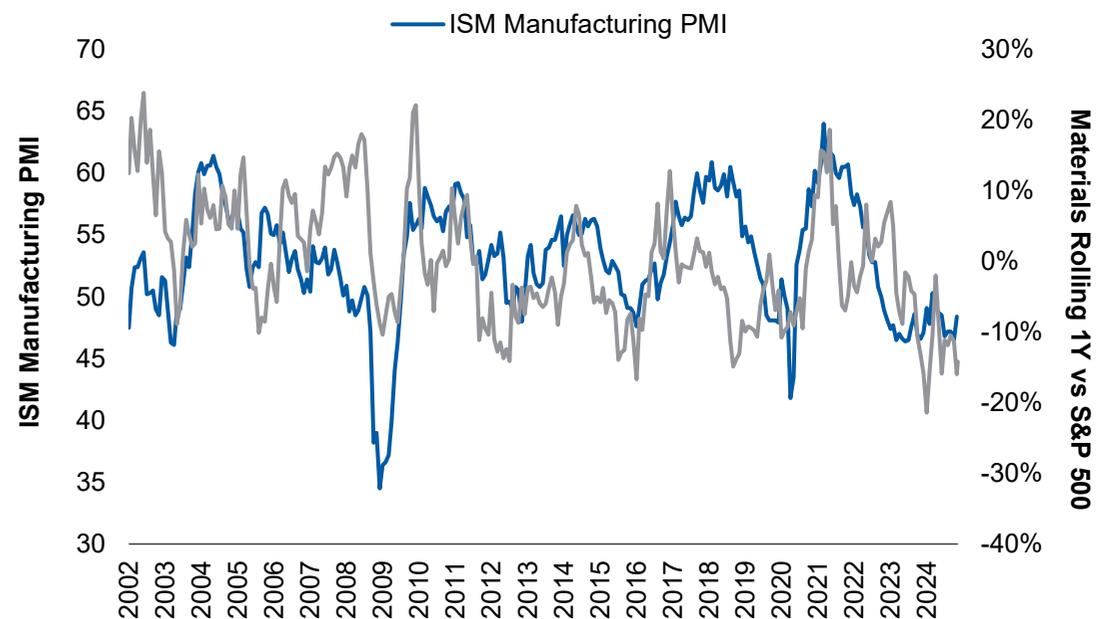
# Materiali: sull'onda di una potenziale ripresa del settore manifatturiero

Sebbene nel 2024 la crescita del PIL sia stata sostenuta, si è registrato un divario costante tra la debolezza del settore dei beni e la forza del settore dei servizi. Qualora il ciclo economico dovesse prolungarsi, è lecito attendersi a un certo punto una convergenza, per la quale il ciclo di taglio dei tassi entrerebbe in gioco come catalizzatore. Il settore dei materiali presenta da sempre una forte relazione con gli indici PMI manifatturieri. Ciò induce a ritenere che un'inversione positiva dell'indice PMI manifatturiero possa rilanciare il settore dopo un lungo periodo di sottoperformance.

**I materiali presentano la correlazione più marcata con l'indice PMI**  
*Correlazioni settoriali statunitensi con l'indice PMI manifatturiero degli Stati Uniti, ultimo periodo di 5 anni*



**Un'inversione di tendenza negli indici PMI sembra destinata a determinare un'inversione di tendenza nei materiali**  
*Performance relativa a 1 anno vs. S&P 500 (asse destro), indice ISM settore manifatturiero (asse sinistro)*



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 16 dicembre 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. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.**

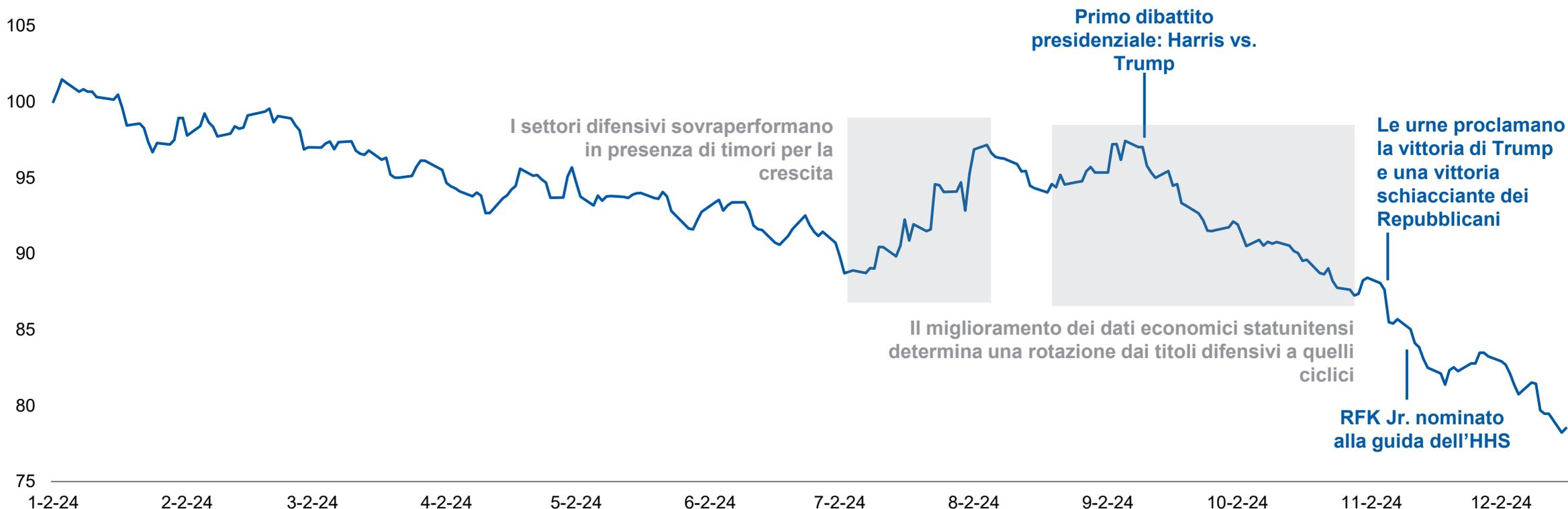
## IDEE PRINCIPALI

# Sanità: una notevole sottoperformance... È giunto il momento di comprare?

I timori per le politiche derivanti dall'insediamento dell'Amministrazione Trump 2.0 hanno determinato una sottoperformance del settore della sanità che, in seguito al miglioramento dei dati economici, è stata accentuata anche da un allontanamento dai titoli difensivi. Occorrerà un po' di tempo prima che i mercati sappiano quali timori legati alle politiche si concretizzeranno, ma le valutazioni estremamente basse sembrano indicare che il prezzo potrebbe già ora scontare una notevole quantità di rischi.

**Da inizio anno il settore della sanità statunitense ha registrato una sottoperformance superiore al 25%, perlopiù maturata a partire dal mese di settembre**

*Rendimento totale dell'indice MSCI U.S. Healthcare rispetto all'indice MSCI USA*



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 18 dicembre 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. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.**

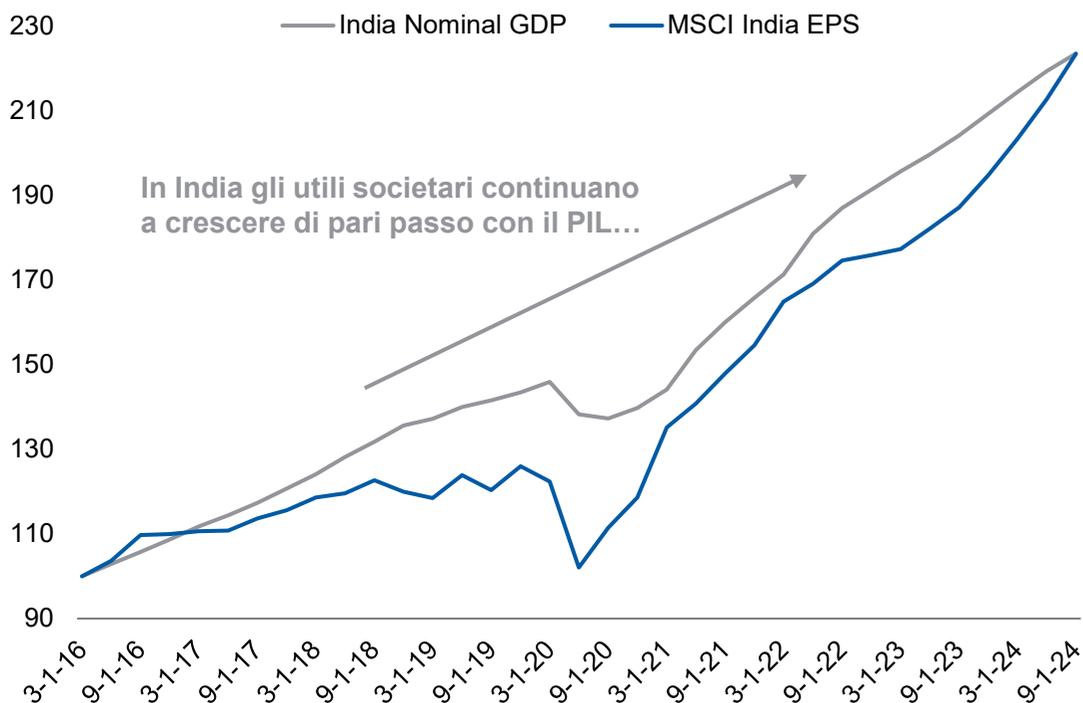
IDEE PRINCIPALI

# India: un'economia di grandi dimensioni in rapida crescita

Abbiamo un giudizio positivo sulle dinamiche fondamentali dell'India dove, a nostro avviso, la vigorosa crescita interna dovrebbe tradursi in una forte crescita strutturale degli utili. In India, negli ultimi cinque anni la crescita degli utili ha tenuto il passo con la crescita del PIL nominale. Si tratta di un dato in forte contrasto con quello della Cina, dove finora questo meccanismo di trasmissione non ha funzionato.

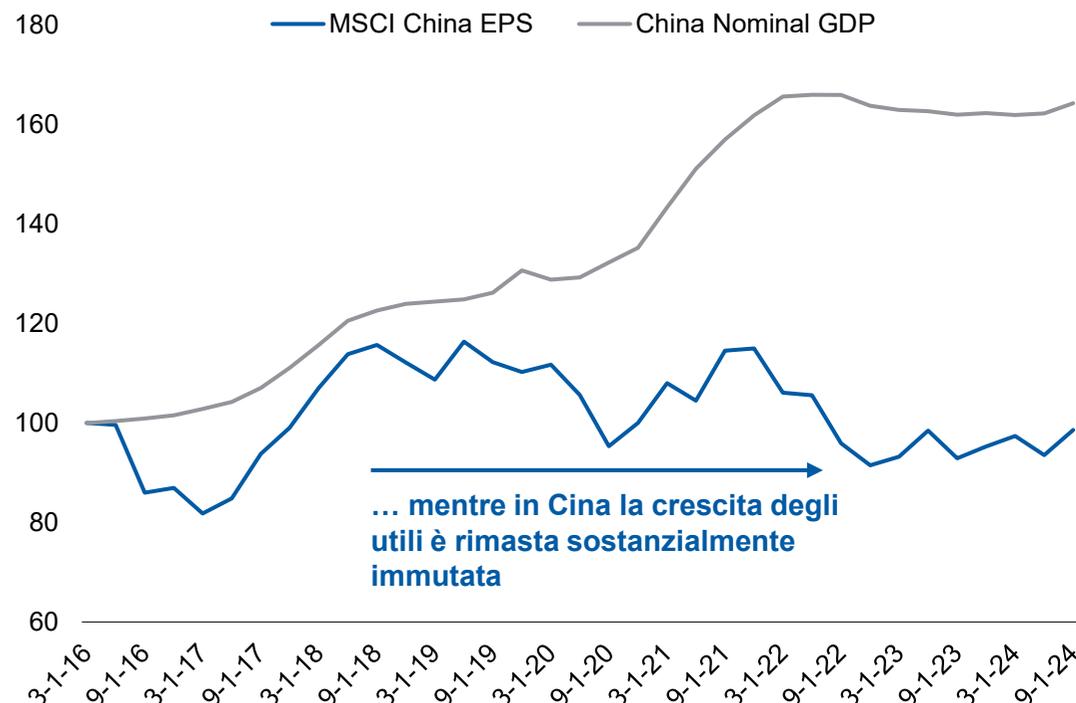
## Gli utili societari indiani crescono parallelamente al PIL nominale...

Indice: 2016=100



## ... mentre in Cina la crescita del PIL deve ancora tradursi in una crescita degli utili

Indice 2016=100



Fonte: MSIM, Bloomberg. Dati al 16 dicembre 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. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.**

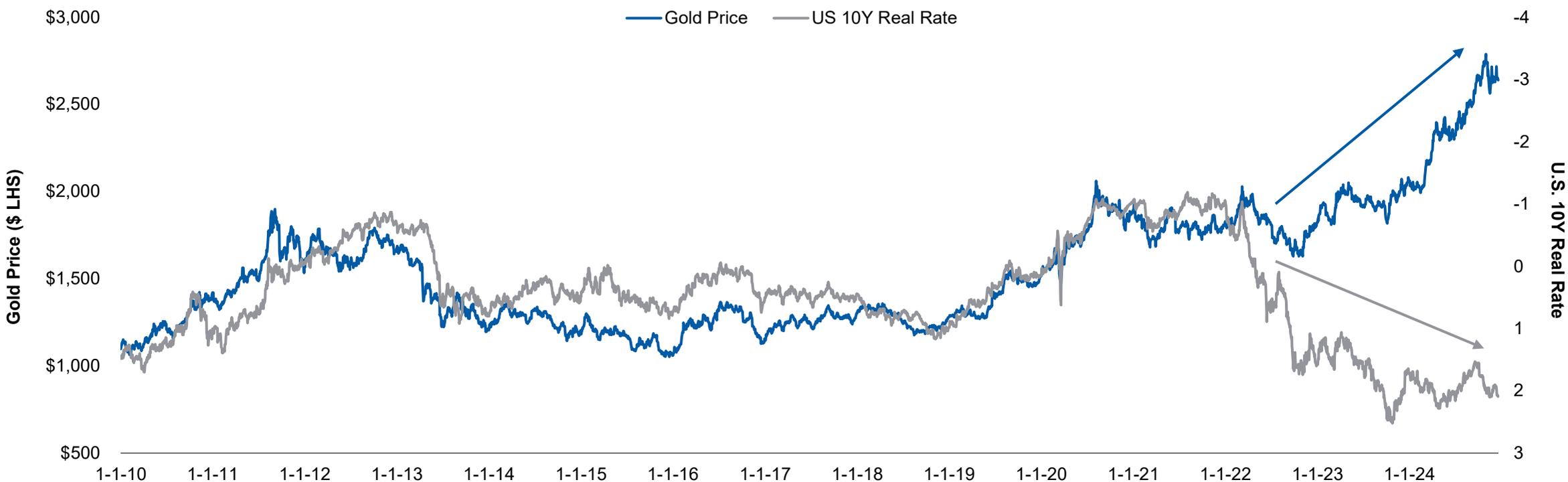
## IDEE PRINCIPALI

## Oro: i risultati tendono ancora al rialzo grazie a fattori strutturali e ciclici

Il timore di un aumento della volatilità geopolitica, le sanzioni statunitensi, il rallentamento dell'economia cinese, i crescenti livelli di indebitamento e i rischi inflazionistici si tradurranno probabilmente in un incremento strutturale della domanda di oro da parte degli investitori meno sensibili ai prezzi. Oltre a questi trend strutturali, il ciclo di taglio dei tassi in atto offre un sostegno ciclico a questo bene.

**Il costante rialzo del prezzo dell'oro, nonostante gli ostacoli posti dai tassi, indica che la tesi d'investimento a favore del metallo giallo non è una "semplice" strategia sui tassi**

*Prezzo dell'oro in USD (asse sinistro) vs. tasso reale USA a 10 anni (asse destro, inverso)*



Fonte: Bloomberg, Macrobond, MSIM. Dati al 18 dicembre 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. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.**

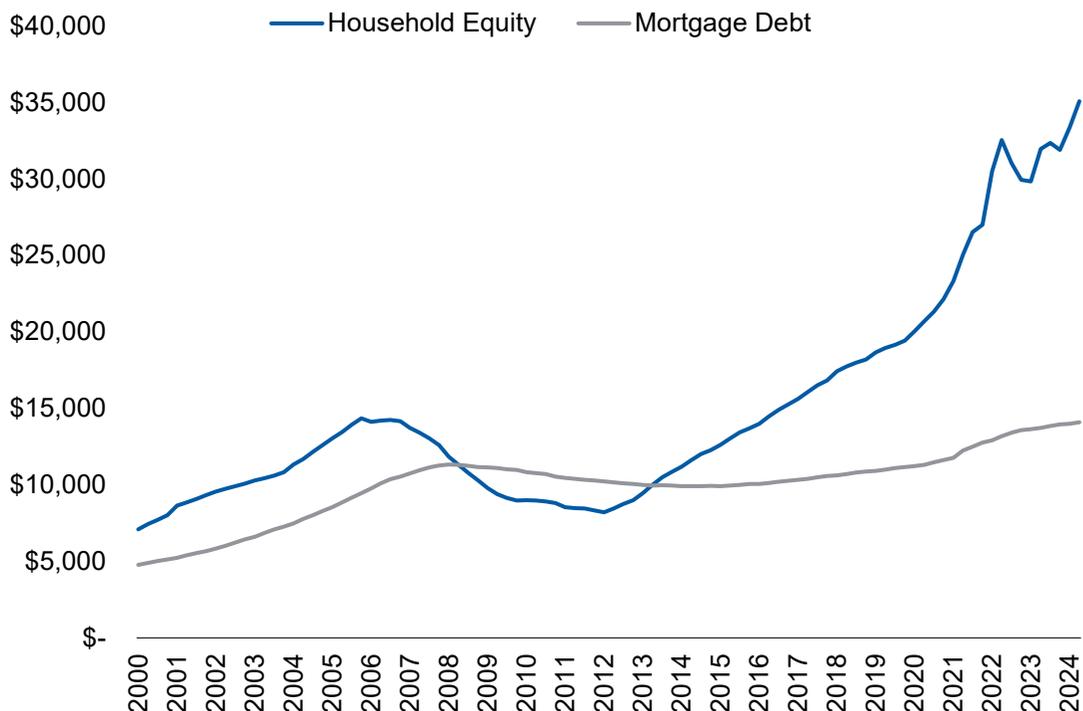
IDEE PRINCIPALI

# ABS/MBS: la nostra scelta preferita nell'obbligazionario

Gli spread degli MBS sembrano tuttora interessanti rispetto agli spread del credito societario, che sono ai minimi storici. Ciò rimanda a inefficienze della struttura di mercato nate dalla Crisi Finanziaria Globale, con fondamentali del mercato immobiliare ancora forti. La carenza di alloggi ha fornito un sostegno strutturale e l'inflazione elevata ha tendenzialmente prodotto un apprezzamento del patrimonio immobiliare in relazione all'indebitamento.

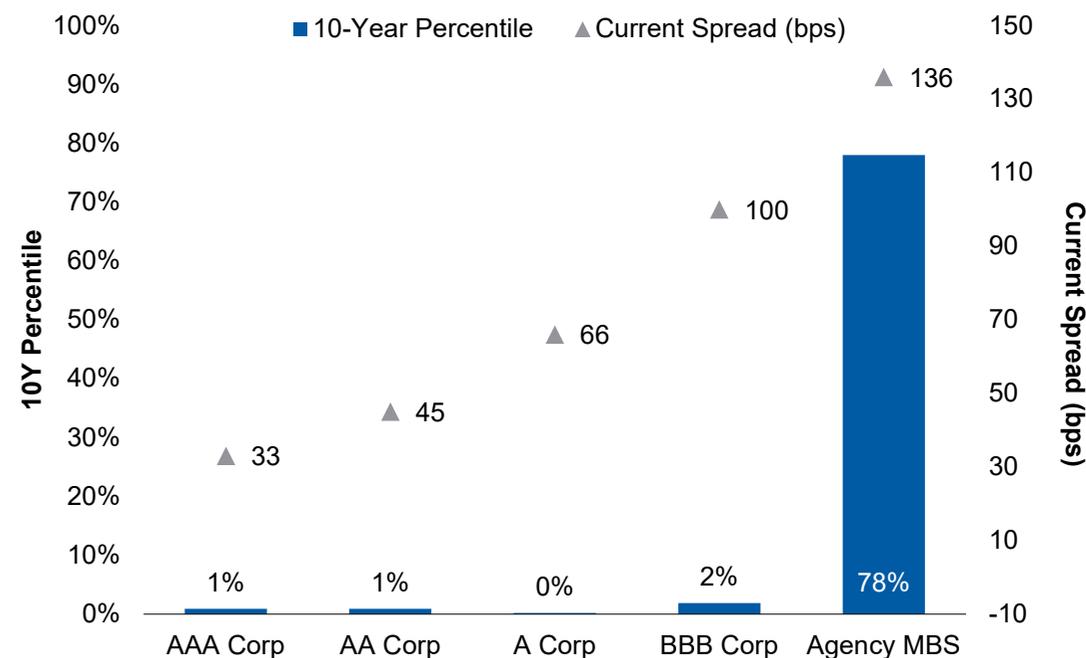
### I fondamentali del mercato immobiliare restano solidi

*Il patrimonio delle famiglie è andato aumentando, mentre il debito ipotecario totale è rimasto stabile (in USD mld)*



### Gli spread degli MBS di agenzia sono interessanti su base sia assoluta che relativa

*Spread-to-worst attuale (asse sinistro, in pb) e percentile dello spread a 10 anni (asse destro)*



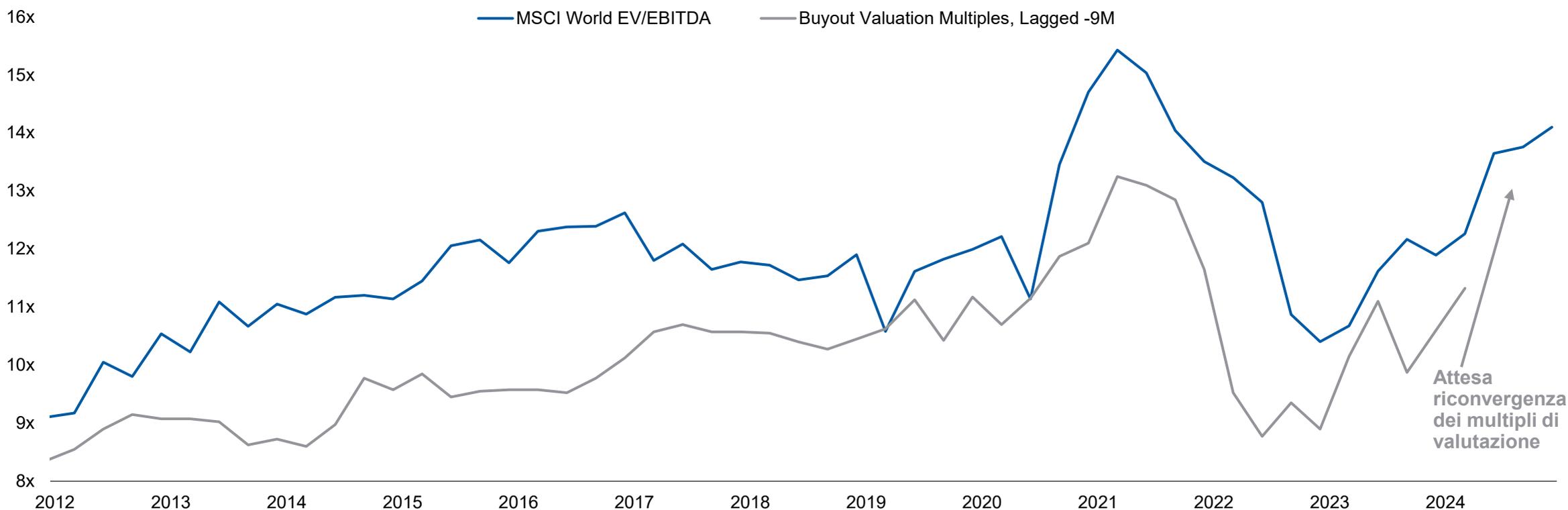
Fonte: NAR, MSIM. Dati al 16 dicembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. **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. I multipli di valutazione dell'azionario pubblico continuano a salire e il private equity segue a ruota. Ci aspettiamo una prosecuzione di questo trend.

**La performance del private equity è in ritardo di circa un anno rispetto all'azionario pubblico; ci aspettiamo che il recupero prosegua**  
*Multiplo EV/EBITDA dell'MSCI World e multiplo dei buyout di private equity (con uno sfasamento di 9 mesi)*



Fonti: Bloomberg, Preqin. Dati al 30 novembre 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

■ Allocazione attuale  
 ◀ Variazione

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

# Quadro di riferimento per gli investimenti nei mercati dei capitali

Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

Asset allocation	Il nostro giudizio					Commento
	--	-	=	+	++	
<b>Obbligazioni</b>						
Duration				■		Restiamo ottimisti sull'andamento dei tassi dopo la riunione del FOMC, ma abbiamo rivisto al rialzo la soglia che ci porterebbe a ridurre nuovamente la duration. Nel frattempo, continuiamo a preferire il credito strutturato a quello societario, poiché in molti segmenti dei mercati societari gli spread sono prossimi ai minimi storici.
Credito			■	□□□		
<b>Azioni</b>						
Livello di rischio			■			Il nostro scenario di base di un soft landing, generalmente favorevole ai fondamentali azionari, rimane invariato. Il nostro giudizio varia leggermente a livello geografico: continuiamo infatti a considerare le dinamiche post-elettorali positive per gli Stati Uniti, mentre l'Europa rimane esposta ai rischi derivanti dalle politiche.
<b>Alternativi</b>						
Mercati privati				■		L'esito delle elezioni statunitensi dovrebbe favorire l'espansione 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, riteniamo che il valore relativo migliore stia passando dal segmento core a quelli di nicchia/specialistici.
Hedge Fund	□□			■		Gli hedge fund stanno beneficiando di un contesto di mercato favorevole ai gestori esperti. Abbiamo rivisto al rialzo la nostra convinzione sulle strategie azionarie quantitative, poiché la dispersione del mercato rimane favorevole e a livello micro le correlazioni sono diminuite.
Commodity			■			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 un aumento.
<b>Transizione</b>						
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
	--	-	=	+	++	
<b>Obbligazioni</b>						
Treasury USA (UST)				■		Manteniamo un leggero sovrappeso di duration nei nostri portafogli: 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 attivi rischiosi.
Obbligazioni indicizzate all'inflazione			■			I breakeven sono aumentati di recente e, sebbene possano ancora aumentare, oggi sono più vicini al "fair value" di quanto non lo fossero un mese fa.
Titoli di Stato dell'Eurozona				■		I tassi dell'Eurozona si sono discostati in modo piuttosto significativo da quelli statunitensi, ma riteniamo che persista un rischio di peggioramento sul fronte politico e della crescita nell'Eurozona e manteniamo il nostro sovrappeso di duration.
Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti				■		Il debito dei mercati emergenti appare leggermente costoso se considerato singolarmente, ma risulta molto più interessante rispetto ad altri segmenti del mercato, ad esempio quello del credito societario. Per questo motivo restiamo dell'avviso che un'esposizione al debito dei mercati emergenti in valuta forte abbia ancora senso.
Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti			■			Il dollaro statunitense (USD) appare molto caro in termini di tasso di cambio reale effettivo, fatto che potrebbe tradursi in rendimenti interessanti in valuta locale per i mercati emergenti. A breve termine, tuttavia, prima di impegnarci in un sovrappeso gradiremmo maggiore chiarezza sulle tattiche di politica commerciale di Trump.
<b>Credito pubblico</b>						
Obbligazioni municipali			■			Gli spread tra obbligazioni municipali e Treasury si sono ridotti e oggi sembrano meno convenienti e più vicini al "fair value". Continuiamo ad apprezzare questa classe di attivo per gli investitori soggetti a imposizione fiscale, ma non prevediamo extra-rendimenti elevati.
Investment Grade		■				Gli spread sono prossimi ai minimi storici, l'extra-rendimento rispetto ai Treasury USA dovrebbe essere minimo e i titoli IG restano sensibili a rischi estremi negativi. Il nostro ottimismo sulle prospettive economiche evita che questo diventi un sottopeso ad alta convinzione.
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 negli ultimi 25 anni.
High yield		■				Poiché gli spread sono ai minimi storici per tutti i rating creditizi, non vediamo grandi margini di rialzo per questa classe di attivo. Preferiamo esporci a segmenti dell'obbligazionario che non presentano valutazioni così eccessive.
Prestiti bancari				■		I prestiti bancari sono rimasti indietro rispetto ad altri segmenti rischiosi del mercato, anche a causa delle insolvenze (comprese le ristrutturazioni del debito) che hanno raggiunto i massimi storici rispetto all'high yield. Ciò ha reso i prestiti bancari convenienti rispetto ad altre classi di attivo e uno dei nostri strumenti preferiti in ambito obbligazionario.

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 attuale  
 ◀ Variazione

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

Azionario	Il nostro giudizio					Commento
	--	-	=	+	++	
<b>Regione</b>						
<i> Mercati sviluppati </i>						
USA						L'eccezionalità della crescita statunitense si è rivelata persistente e l'esito delle elezioni americane ha teso a rafforzare questa divergenza, con benefici a livello nazionale (deregolamentazione, fiscalità) mentre le aree di rischio sono state significativamente distribuite fuori dagli Stati Uniti (dazi). Gestiamo valutazioni elevate facendo ricorso alle mid cap.
Eurozona						Nell'azionario europeo restiamo in sottopeso: l'incertezza legata ai dazi e agli sviluppi politici in Francia e Germania limita la tesi di un rialzo ciclico. 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 dello yen 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>						Nei mercati emergenti osserviamo una dispersione a livello geografico, che ci porta a concentrarci sulle difficoltà strutturali della Cina e sulla congiuntura positiva dell'India.
<b>Stile</b>						
Growth vs. Value						Gli indici Growth restano sproporzionatamente esposti alle Big Tech, dove cerchiamo di mantenere un'esposizione approssimativamente neutrale.
Quality						Con un basso premio al rischio aggiuntivo sull'azionario e 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 mid cap rappresentano un compromesso ottimale tra le elevate valutazioni delle large cap e il rischio di qualità delle small cap.
Settori ciclici vs. settori difensivi						Continuiamo a privilegiare un'esposizione ciclica selettiva, coerente con l'espansione di fine ciclo.

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
<b>Private market</b>	
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 sta superando il muro delle scadenze del debito e le sacche di offerta elevata, con conseguente aumento del volume delle transazioni con valutazioni di ingresso più interessanti. Il reset delle valutazioni e la contrazione dei prestiti bancari hanno dato vita a interessanti opportunità per i finanziatori di immobili commerciali. Allo stesso tempo, i fondamentali sono positivi, in quanto la liquidità del debito migliora e l'offerta futura nei settori chiave è sensibilmente inferiore, creando un'interessante serie di opportunità anche per l'azionario del settore immobiliare commerciale, in particolare nei settori in crescita strutturale come l'immobiliare industriale, l'immobiliare residenziale e il net lease.</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, gli investitori devono 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>Nell'ambito dei prestiti societari, l'opportunità continua a distorcere ulteriormente lo spettro del rischio ai finanziatori di "special situations", che sono in grado di sfruttare molte delle sfide che i finanziatori diretti devono affrontare. I livelli di stress non sono ancora tali da indurci a riprendere un orientamento rialzista verso le prospettive cicliche del debito distressed. Più in generale, le strategie di nicchia/specialistiche, più distanti dai prestiti alle imprese, evidenziano alcuni segnali interessanti e stanno diventando più appetibili su base relativa. Di conseguenza, nel 2024 i nostri investimenti si sono allontanati dalle strategie core per indirizzarsi verso segmenti di mercato di nicchia o specialistici.</p>
<b>Investimenti alternativi liquidi</b>	
Hedge Fund	<p>Considerati gli attuali driver di mercato, preferiamo i gestori di portafoglio specializzati in hedge fund che sono nella posizione migliore per analizzare l'impatto delle politiche sui listini e cogliere le potenziali opportunità offerte dall'aumento di attività nei mercati dei capitali. Sottolineiamo la necessità di integrare nei portafogli strategie macro convesse, altamente liquide e reattive, per sfruttare la volatilità dei prezzi qualora il giudizio di consenso si rivelasse errato, innescando periodi di una più diffusa volatilità di mercato. Inoltre, le nostre sottostrategie a maggiore convinzione sono quelle relative value obbligatorie e quantitative long/short azionarie che sfruttano il calo delle correlazioni a livello micro.</p>
Commodity	<p>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 un aumento.</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, 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 Torv 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 4115243 Exp 1/31/2026