

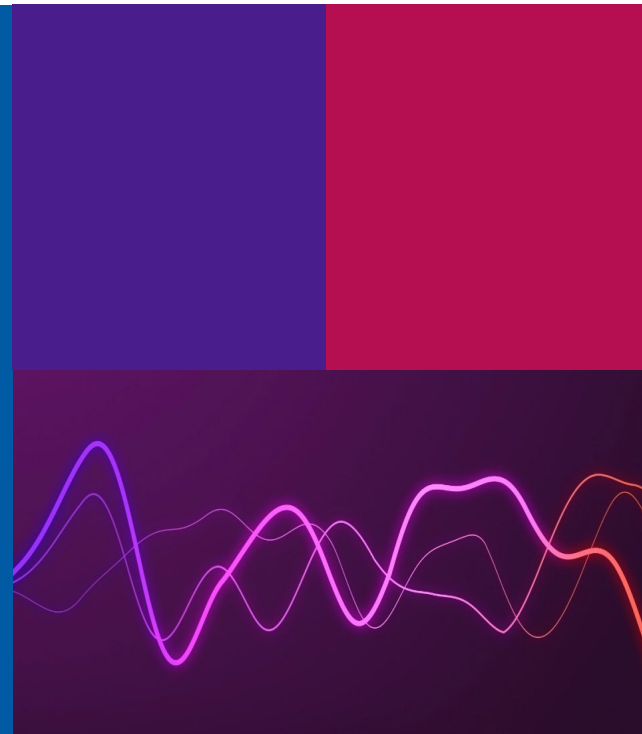
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

# The BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

Marzo 2025



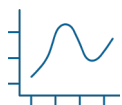
Previously known as the Monthly Market Monitor.

## IDEE PRINCIPALI

## Principali temi per il mese di marzo 2025

**Europa: la grande sfavorita**

**Dazi, ricostruzione e reindustrializzazione.** L'Europa è la prossima regione bersaglio dei dazi e, sebbene ampiamente previsto, l'annuncio potrebbe comunque agitare i mercati. Consideriamo questo sviluppo un'opportunità di acquisto. Nonostante il sottopeso di consenso in queste prime battute del 2025, l'azionario europeo è il segmento che tra quelli dei mercati sviluppati ha messo a segno le migliori performance da inizio anno. Con la ripresa degli indici PMI da un minimo pluriennale sotto quota 50, l'Europa è pronta a rilanciarsi. Un cessate il fuoco tra Russia e Ucraina darebbe ulteriore sostegno. Dopotutto, non è forse vero che tutti tifano per gli sfavoriti?

**Inflazione: essere o non essere?**

**Questo è il dilemma.** I dazi sono motivo di inflazione o no? Il dibattito sulla questione è molto acceso. Da un lato, potrebbero non esserlo, perché senza compensazione monetaria l'impatto sarebbe solo un aumento dei prezzi una tantum, soggetto a effetti di sostituzione con beni di prezzo inferiore. Dall'altro, potrebbero esserlo perché penalizzano le filiere e creano inefficienze che esercitano una prolungata pressione al rialzo sui prezzi. Che ne pensa il mercato? Sembra che questo si sia schierato in favore di una leggera inflazione, dal momento che i breakeven dell'inflazione sono aumentati. Ciò mette a rischio la duration.

**Parliamo di politiche fiscali: dazi, imposte, bilancio**

**Fa tutto parte del piano.** Uno dei principali obiettivi di Trump per quest'anno è quello di approvare un piano di bilancio favorevole alla crescita, realizzato attraverso la semplificazione delle politiche fiscali (riduzione delle imposte) e il contestuale controllo del disavanzo. Come abbiamo visto a febbraio, i dazi sono stati il primo passo per creare le entrate necessarie a compensare il piano di riduzione delle imposte. A partire da marzo, il legame tra i due elementi entrerà a far parte delle analisi e noi faremo attenzione ai settori che ne trarranno maggiore beneficio.

**La crescita: una comoda scappatoia**

**Nonostante l'instabilità, la crescita resta sostenuta.** L'economia mondiale continua a puntare verso l'espansione. Ad eccezione del Giappone, le politiche monetarie delle banche centrali mondiali rimangono accomodanti o perlomeno non si irrigidiscono. Questo favorisce utili e margini e sostiene i listini: non dimentichiamolo, perché rappresenta il segnale attraverso le interferenze. Riteniamo che ciò favorisca un allargamento dei mercati e il nostro tema di ripresa ciclica.

## IDEE PRINCIPALI

## Portfolio Solutions Group – Le nostre 4 idee principali

**Aumentare l'esposizione azionaria**

**Alla ricerca di valore e diversificazione in Europa.** Aumentare l'esposizione all'azionario europeo è in controtendenza rispetto al consenso, ma è quello che stiamo facendo a prescindere. Perché? Per diversi motivi: la ripresa degli indici PMI globali, il basso livello degli utili (che dovrebbero sorprendere al rialzo), le elezioni tedesche, le politiche favorevoli alla crescita e la diversificazione sono tutti fattori che indicano l'azionario europeo come un'interessante tesi value large cap. Uno dei nostri temi richiede un allargamento dei mercati che favorisca i titoli ciclici e quelli value, verso i quali stiamo incrementando l'esposizione sia negli Stati Uniti che in Europa.

**Aumento dell'esposizione al settore europeo delle costruzioni**

**Miglioramento dei fondamentali con alternative positive.** Dopo alcuni anni difficili, il settore europeo delle costruzioni e dei materiali da costruzione sembra pronto a riprendersi, favorito dalla riduzione dei tassi di interesse che ha ricadute positive sull'attività edilizia. Inoltre, nel caso di un cessate il fuoco in Ucraina e sulla scia delle relative iniziative di ricostruzione, gli utili per azione potrebbero ricevere un'ulteriore spinta, offrendo un'alternativa positiva al settore. Considerando le valutazioni convenienti e la relativa immunità ai rischi legati ai dazi, riteniamo che si tratti di un'opportunità interessante.

**Le obbligazioni sono più rischiose delle azioni?**

**Duration.** Abbiamo modificato i portafogli portandoli a un modesto sottopeso di duration e potremmo continuare in questa direzione. Il motivo è che 1) riteniamo che la curva dei rendimenti possa continuare a irripidirsi e 2) insieme ai dazi si stanno delineando politiche fiscali a favore della crescita, facendo pendere l'ago della bilancia verso un leggero aumento dell'inflazione. Pertanto preferiamo aumentare l'esposizione all'azionario a discapito dell'obbligazionario, che è sensibile alla duration. Rimaniamo tuttavia sovrappesati nel credito che è meno sensibile alla duration e offre maggiori rendimenti.

**Un punto di svolta per il settore immobiliare****Stabilizzazione dei prezzi grazie a un miglioramento dei fondamentali.**

Negli ultimi anni il settore immobiliare ha registrato una correzione dei prezzi in seguito all'aumento dei tassi di interesse, all'eccesso di offerta ciclica e, in alcuni settori, alla distruzione strutturale della domanda. Tuttavia, le prospettive operative a lungo termine sono in netto miglioramento, con una riduzione sostanziale dell'offerta futura e la stabilizzazione della riduzione della domanda in atto in alcuni settori. I prezzi di ingresso sono significativamente più bassi e offrono un margine di sicurezza e un interessante punto di accesso a questi fondamentali in miglioramento.

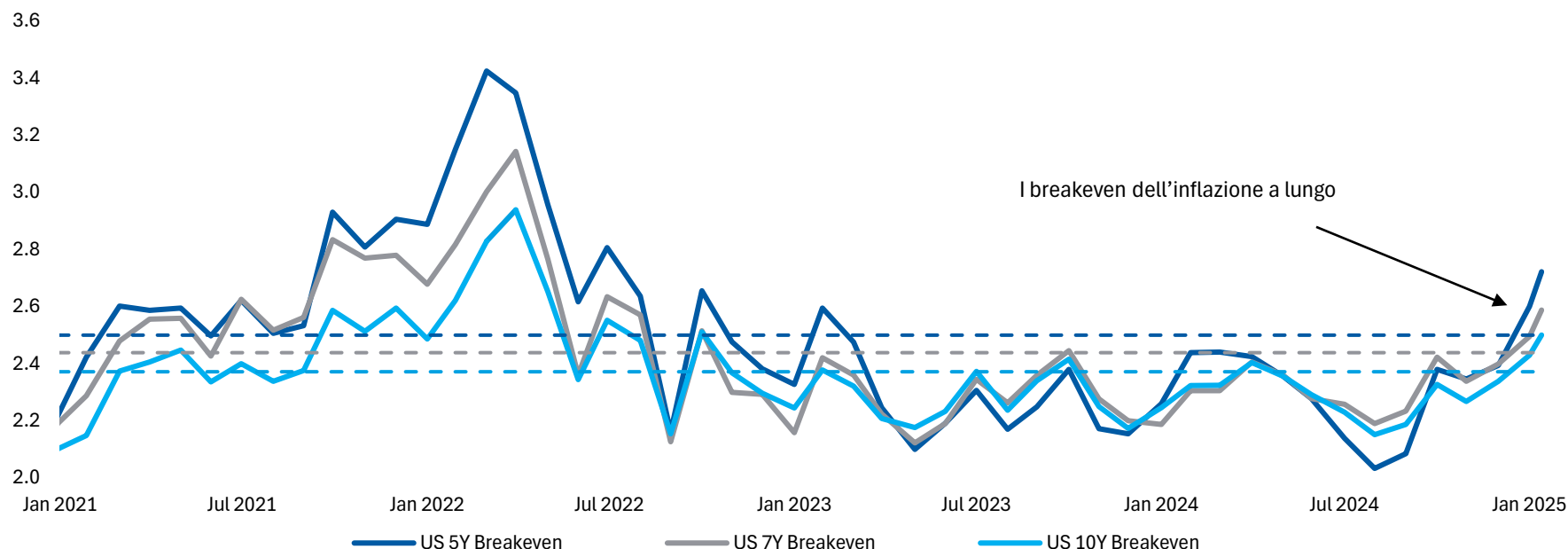
## TEMI PRINCIPALI

# I parametri di mercato dell'inflazione hanno evidenziato una tendenza al rialzo

I dazi causano inflazione? Da un lato, senza compensazione monetaria l'impatto è solo un aumento dei prezzi una tantum, soggetto agli effetti di sostituzione. Dall'altro, i dazi penalizzano le filiere e creano inefficienze che potrebbero generare pressioni inflazionistiche prolungate. Finora i mercati sembrano essersi schierati in favore della seconda ipotesi, dal momento che i breakeven a lungo termine sono tutti saliti sopra le medie post-pandemia per la prima volta dalla fine del 2022.

## I breakeven dell'inflazione hanno recentemente superato le medie post-pandemia

*Breakeven dell'inflazione USA a 5, 7 e 10 anni (%) con medie post-pandemia*



Fonte: Bloomberg, MSIM. All'11 febbraio 2025. I "breakeven dell'inflazione" misurano le aspettative inflazionistiche implicite nei mercati. 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.**

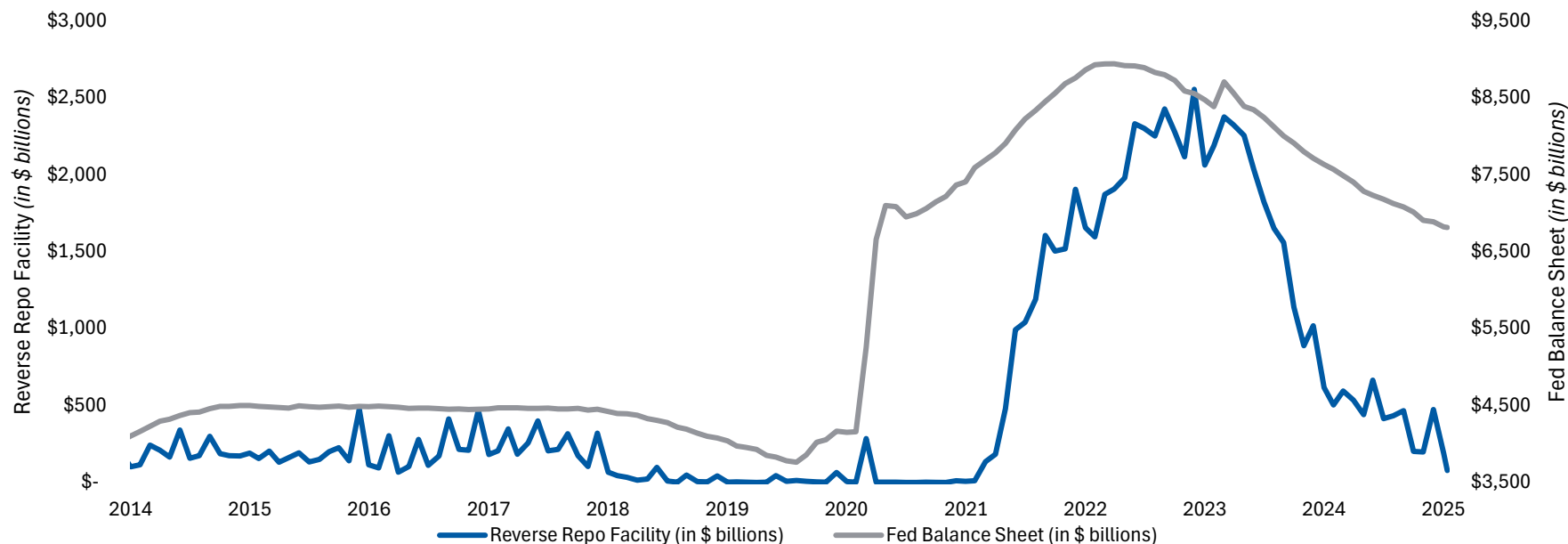
## TEMI PRINCIPALI

## Cambio di regime: l'eccesso di liquidità si sposta dal settore pubblico a quello privato

È un gioco a somma zero. L'aumento della spesa pubblica da parte del governo mette fuori gioco il settore privato. Molti temono che i piani di Trump per ridurre la spesa pubblica possano danneggiare la crescita, ma noi non siamo di questo avviso. Il settore privato può sostituire quello pubblico come motore della crescita e ciò sarebbe positivo poiché il settore privato tende a generare una crescita produttiva più elevata (ossia una crescita maggiore con una spinta inflazionistica inferiore).

**Man mano che il denaro derivante dalla generosità fiscale diminuisce, il settore privato può diventare il motore della crescita**

*Bilancio della Fed (asse destro, USD mld), linea per repo inversi (asse sinistro, USD mld)*



Fonte: Bloomberg, MSIM. All'11 febbraio 2025. 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 dei risultati futuri.**

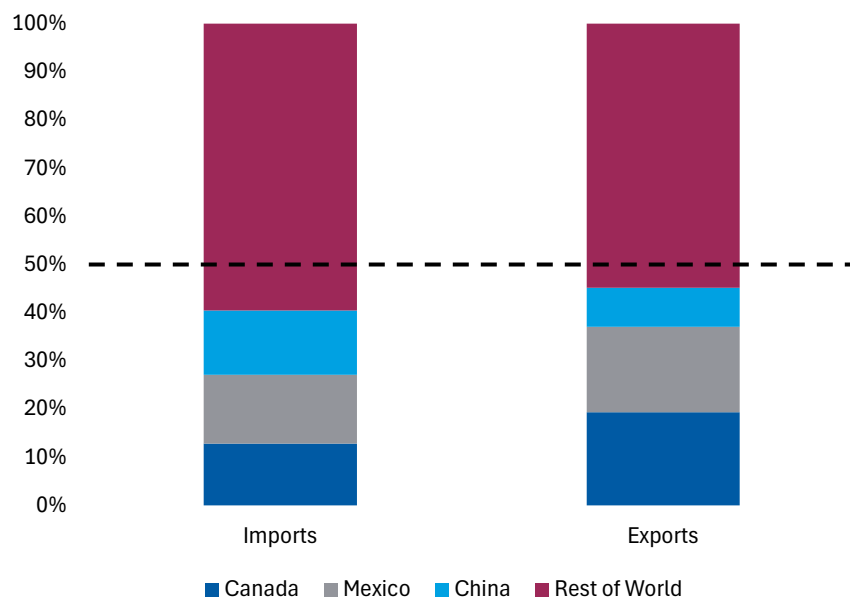
## TEMI PRINCIPALI

# I dazi incideranno sugli scambi commerciali mondiali, ma i rischi sono più pronunciati al di fuori degli Stati Uniti

Continuiamo a considerare le priorità in termini di politiche dell'amministrazione Trump nettamente positive per gli Stati Uniti (deregolamentazione, tasse) e negative per il resto del mondo (dazi). Circa il 40% degli scambi commerciali degli Stati Uniti avviene con il Canada, il Messico e la Cina, tutti paesi che sono stati interessati dalle polemiche riguardanti i dazi. Gli scambi commerciali rappresentano circa il 25% del PIL degli Stati Uniti, mentre nel caso di Canada e Messico rappresentano circa il 70% del PIL.

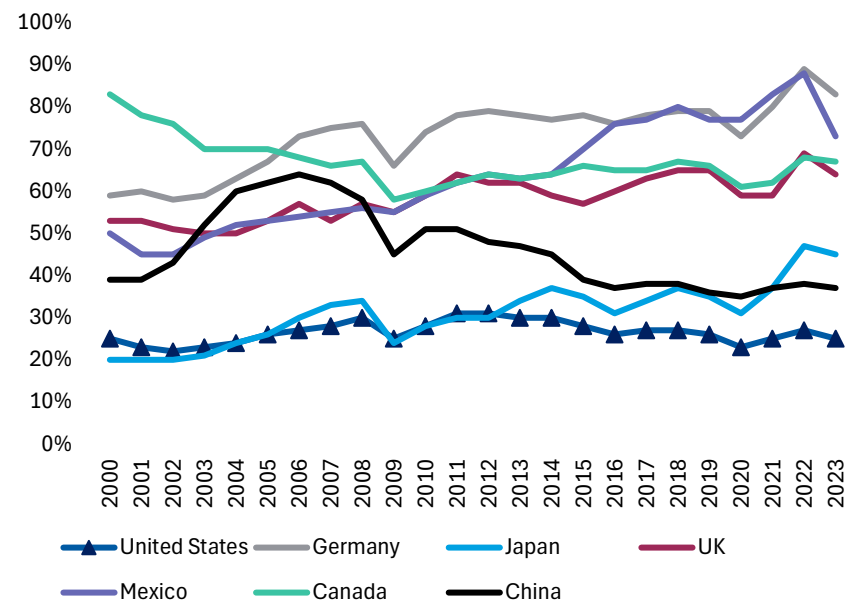
**Circa il 40% degli scambi commerciali degli Stati Uniti avviene con Canada, Messico e Cina...**

*Quota delle importazioni/esportazioni statunitensi per regione (%)*



**... ma gli Stati Uniti dipendono meno dal commercio rispetto ad altri paesi**

*Scambi commerciali di beni e servizi come % del PIL*



Fonte: Banca Mondiale, Council of Foreign Relations, MSIM. All'11 febbraio 2025. 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 dei risultati futuri.**

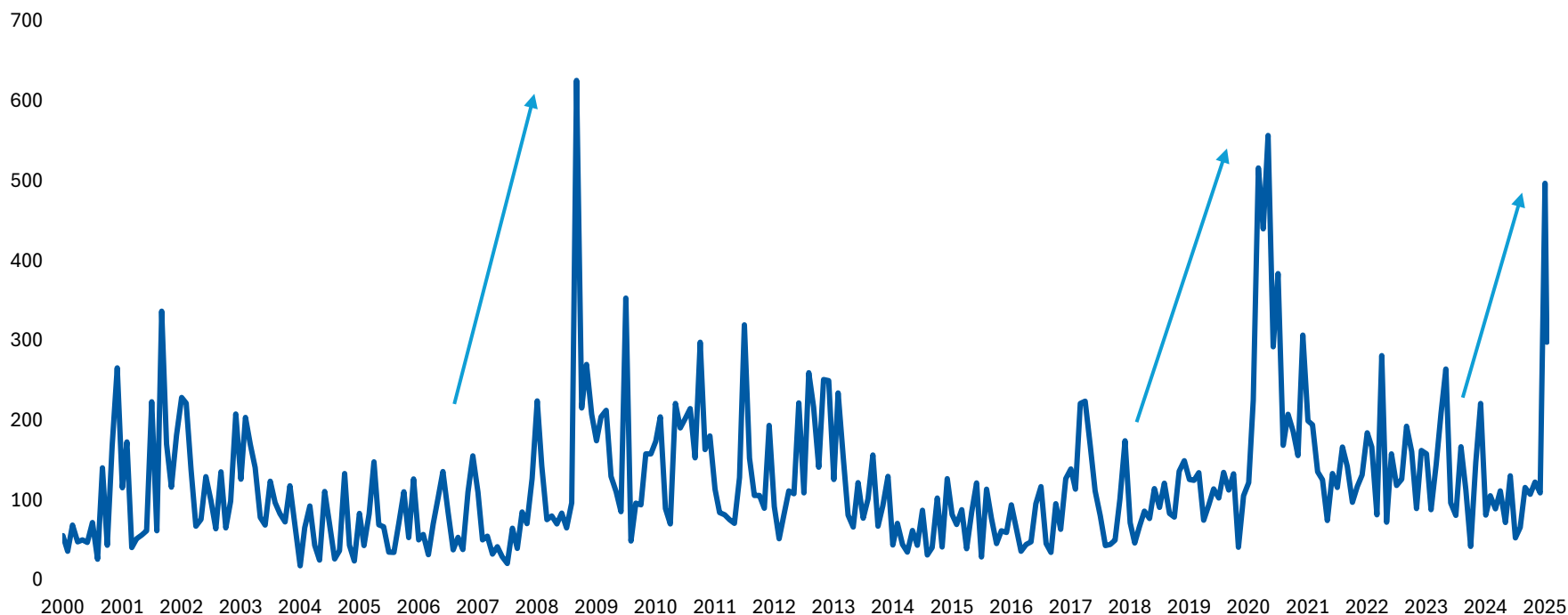
## TEMI PRINCIPALI

## Le incertezze in materia di politica economica sono ai massimi storici

L'aumento dei timori riguardanti il percorso dei dazi, delle imposte e della spesa pubblica ha portato gli indicatori dell'incertezza generale sulle politiche economiche a livelli che non si erano più visti dal 2008 e dal 2020. Nonostante ciò, i dati sulla crescita economica rimangono robusti e continuano a segnalare un'espansione. In un contesto di interferenze e incertezze, restiamo concentrati su questi segnali.

### Le incertezze in materia di politica economica sono salite a livelli analoghi a quelli delle crisi passate

*Indice Baker, Bloom and Davis U.S. Economic Policy Uncertainty*



Fonte: Bloomberg, MSIM. All'11 febbraio 2025. 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 dei risultati futuri.**

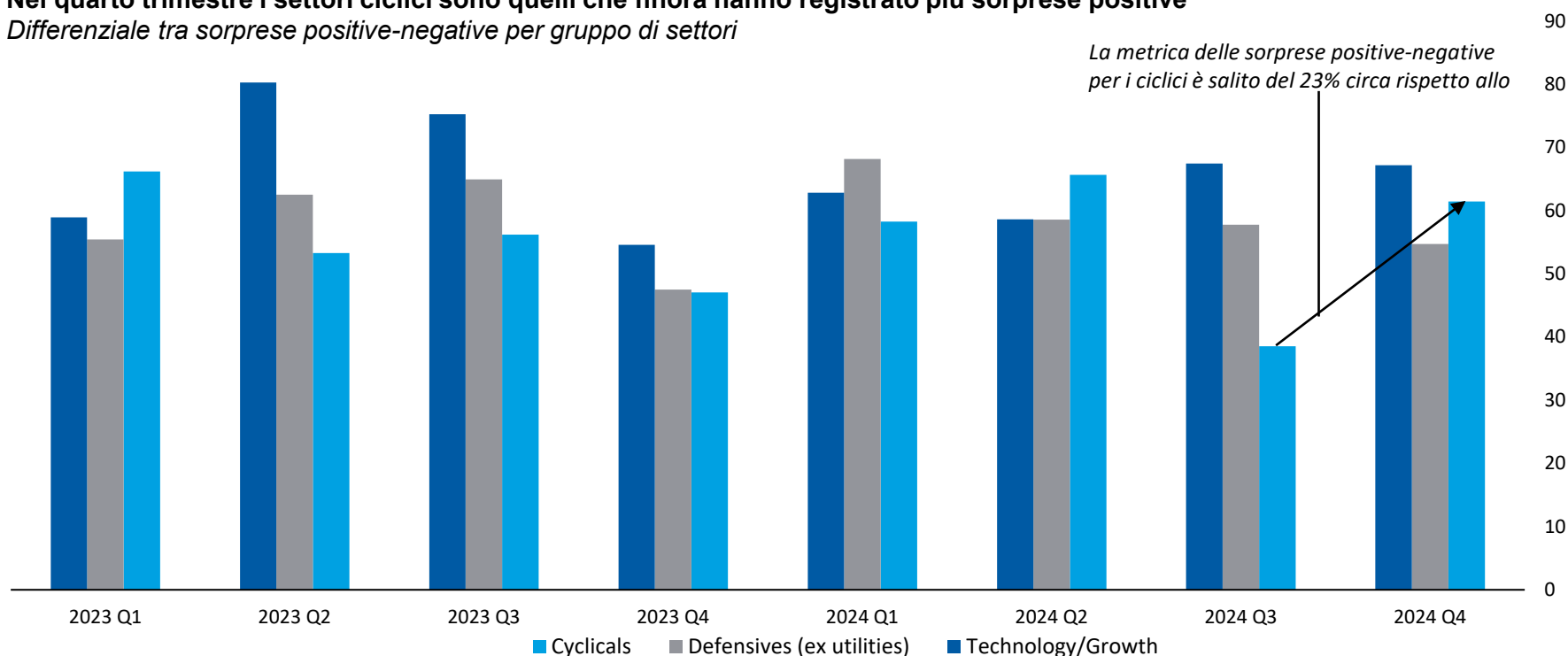
## TEMI PRINCIPALI

## Scheda di valutazione degli utili per il 4° trimestre del 2024: i materiali guidano la classifica del miglioramento tra i titoli ciclici

Le società che hanno già pubblicato i risultati rappresentano il 73% circa della capitalizzazione di mercato e dai loro dati emerge che gli utili dei settori ciclici sono notevolmente migliorati rispetto allo scorso trimestre: il differenziale medio tra sorprese positive e negative è ora del 62%, rispetto al 39% dello scorso trimestre. All'interno dei settori ciclici, il miglioramento dei margini più consistente rispetto allo scorso trimestre è stato quello dei materiali, che dopo un terzo trimestre difficile hanno maggiormente sorpreso al rialzo.

**Nel quarto trimestre i settori ciclici sono quelli che finora hanno registrato più sorprese positive**

*Differenziale tra sorprese positive-negative per gruppo di settori*



Fonte: Bloomberg, MSIM. All'11 febbraio 2025. 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 dei risultati futuri.**

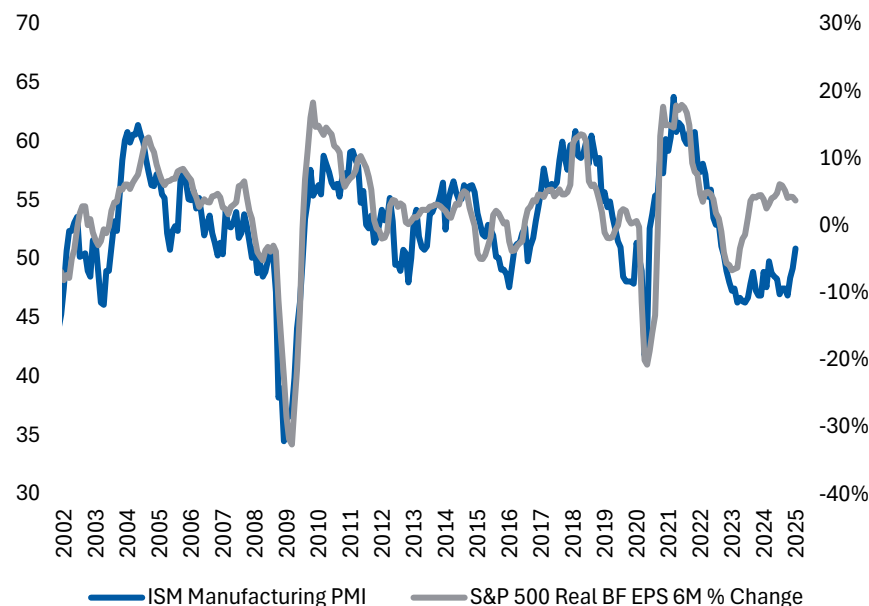
## TEMI PRINCIPALI

# La prosecuzione della ripresa del settore manifatturiero dovrebbe favorire i segmenti SMID

In passato gli indici PMI del settore manifatturiero hanno evidenziato un'elevata correlazione con i trend di crescita degli utili. È interessante notare che gli utili delle large cap si sono sganciati dalla loro correlazione storica con gli indici PMI, mentre le small cap e le mid cap continuano a mostrare un andamento allineato. La prosecuzione della ripresa del settore manifatturiero dovrebbe favorire le small cap e le mid cap e contribuire all'ampliamento dei mercati azionari statunitensi.

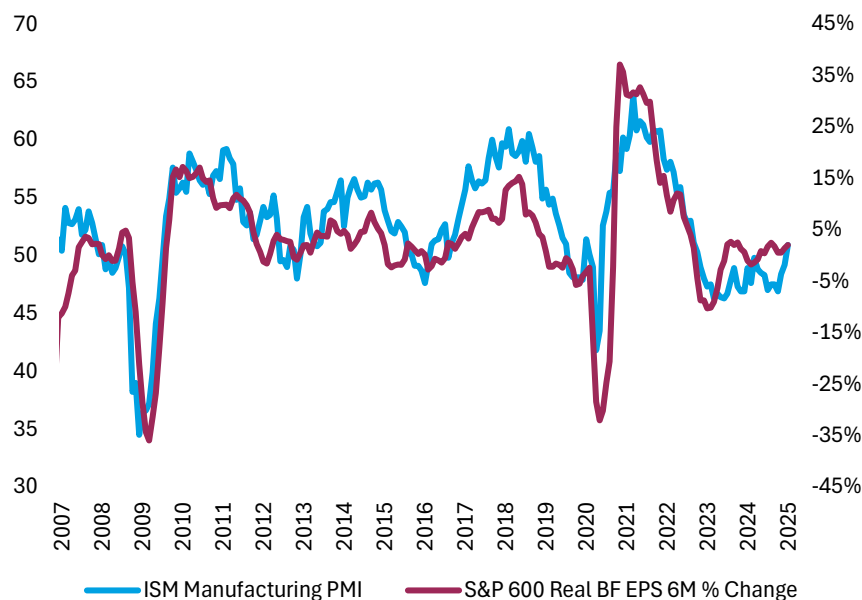
## Gli utili per azione delle large cap si sono sganciati dai trend degli indici PMI...

Indice manifatturiero elaborato dall'ISM (asse sinistro), variazione a 6 mesi degli utili per azione reali BF dell'S&P 500 (asse destro)



## ... mentre il trend delle small cap è più allineato

Indice manifatturiero elaborato dall'ISM (asse sinistro), variazione a 6 mesi degli utili per azione reali BF dell'S&P 600 (%)



Fonte: Bloomberg, MSIM. All'11 febbraio 2025. 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 dei risultati futuri.**

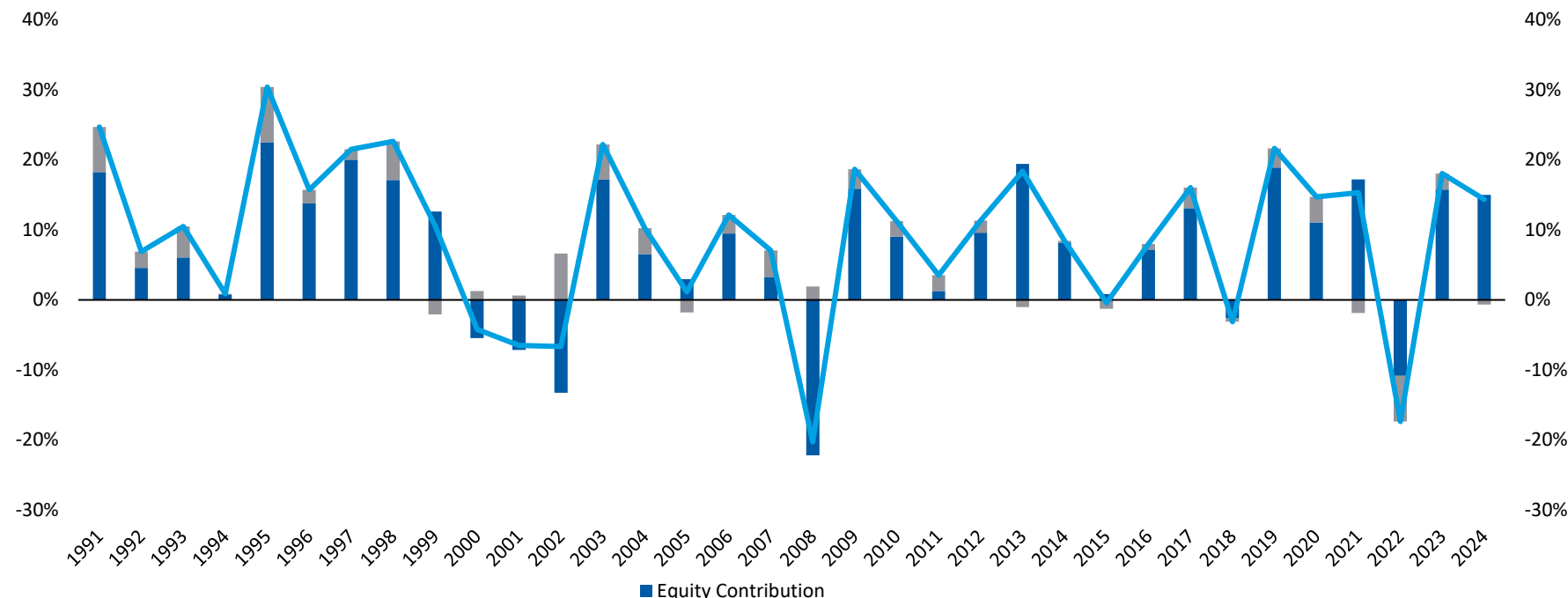
## TEMI PRINCIPALI

# All'interno di una strategia bilanciata l'azionario prevedibilmente continuerà a dominare i rendimenti

Ci aspettiamo che all'interno di una strategia di portafoglio bilanciata l'azionario continui a dominare i rendimenti. Ma la differenza principale è che in futuro, quando il ciclo dei tassi di interesse assumerà un andamento orizzontale, le strategie obbligazionarie passive potrebbero non offrire una copertura efficace. In futuro sarà necessario gestire attivamente il rischio di duration nell'ambito delle posizioni obbligazionarie.

## All'interno di una strategia bilanciata l'azionario prevedibilmente continuerà a dominare i rendimenti

Contributi al rendimento in un portafoglio 60/40 (misurati in base all'indice S&P 500 e all'indice Bloomberg Global Aggregate Bond)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 31 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. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

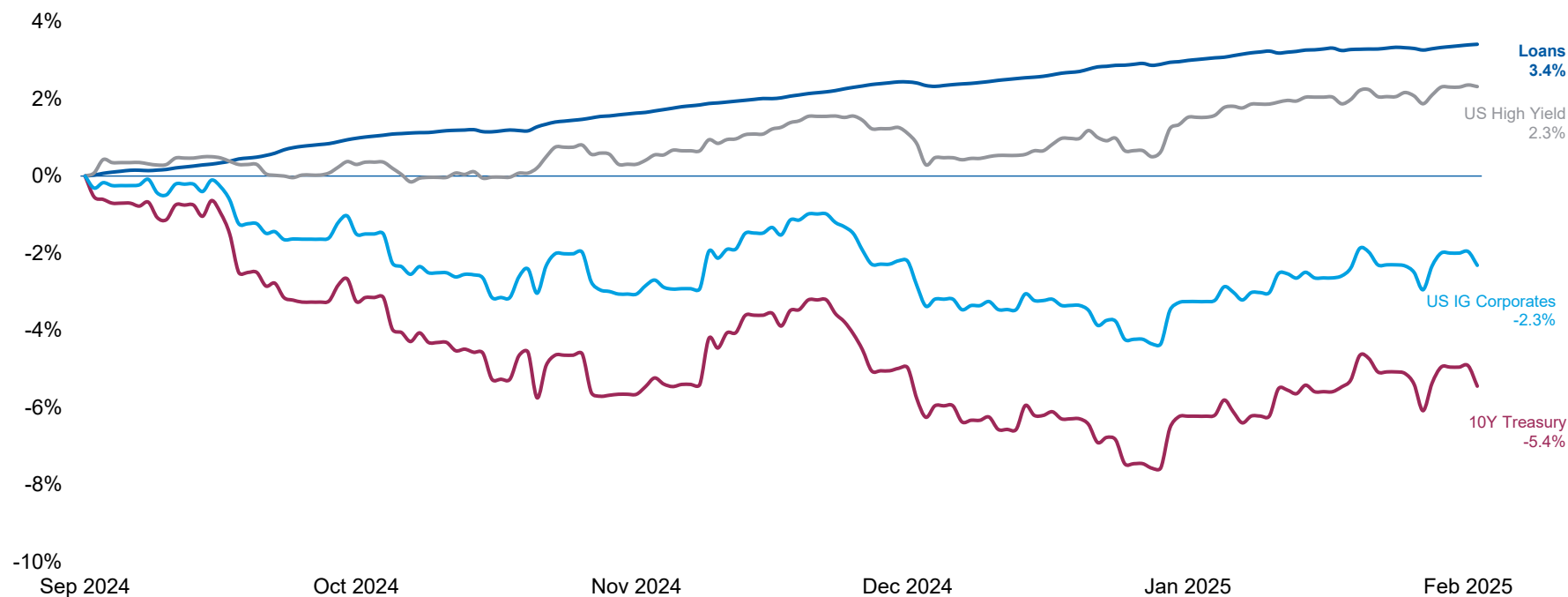
## TEMI PRINCIPALI

# I prestiti bancari continuano a realizzare un'ottima performance

Ribadiamo il nostro giudizio positivo sui prestiti bancari, che dall'inizio del ciclo di riduzione dei tassi della Fed, lo scorso settembre, hanno sovraperformato altri segmenti del mercato del credito. Le valutazioni rimangono interessanti e il settore offre un carry elevato rispetto ad altri segmenti dell'obbligazionario.

## I prestiti bancari continuano a sovraperformare altri segmenti del mercato del credito dall'inizio del ciclo di riduzione dei tassi della Fed

Performance dal 18/9/2024 (primo taglio dei tassi della Fed)



Fonte: Morningstar, MSIM. Al 18 febbraio 2025. 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.**

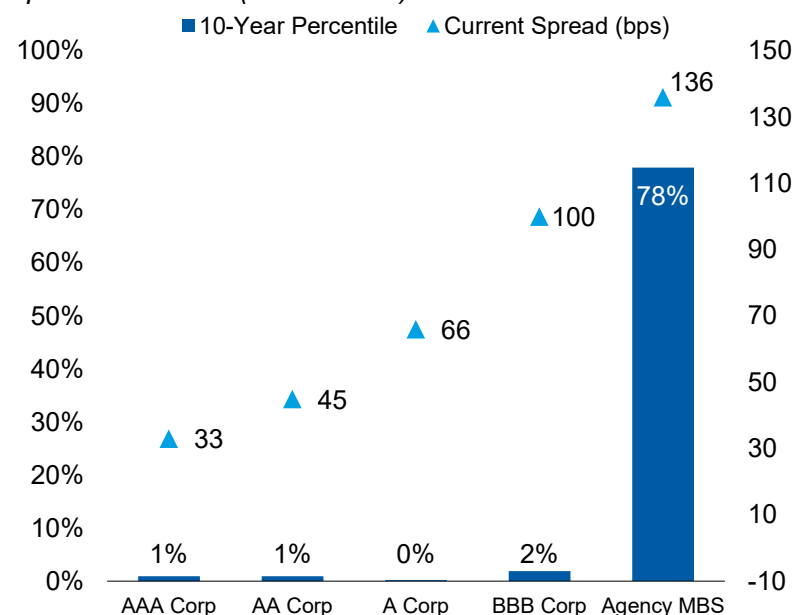
## TEMI PRINCIPALI

# Titoli garantiti da ipoteche: il segmento più brillante dell'obbligazionario?

Confermiamo un sovrappeso ad alta convinzione nei titoli garantiti da ipoteca (MBS) in quanto 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.

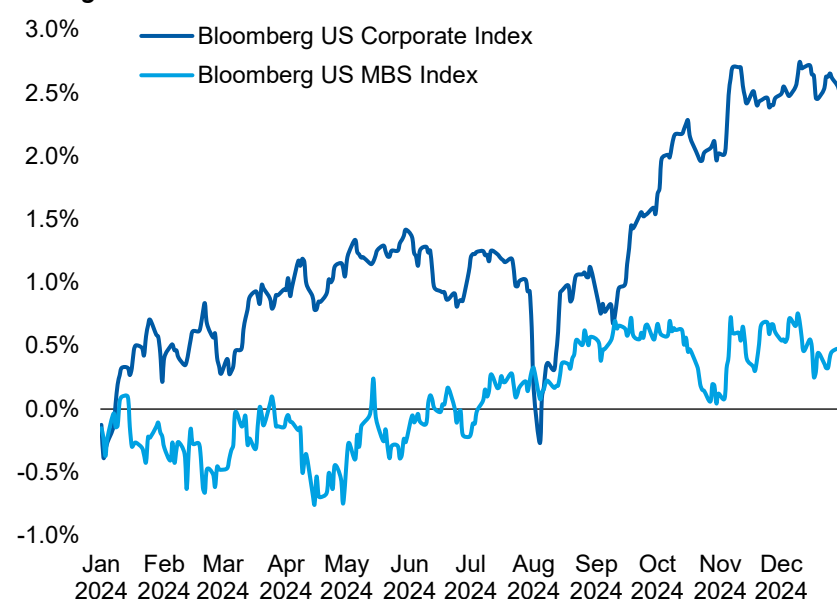
## Gli spread degli MBS di agenzia sono attualmente interessanti

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



## MBS di agenzia convenienti rispetto alle obbligazioni societarie USA

L'extra rendimento da inizio anno si è ribaltato in favore degli MBS nell'agosto 2024



Fonte: Bloomberg, MSIM. 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. Non è possibile investire direttamente in un indice. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

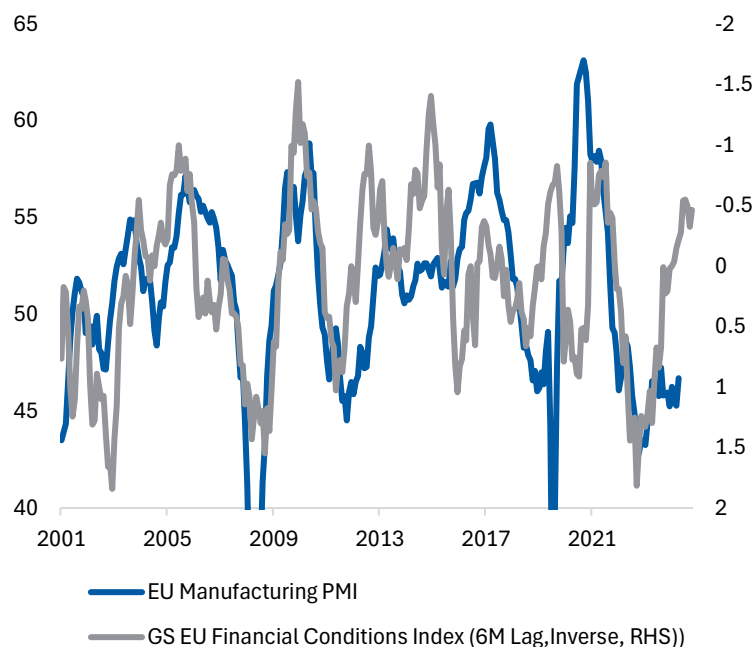
## TEMI PRINCIPALI

## Europa: la grande sfavorita

Con la ripresa degli indici PMI da un minimo pluriennale sotto quota 50, l'Europa è pronta a migliorare la performance, e un'eventuale tregua tra Russia e Ucraina potrebbe contribuire a rafforzare una simile prospettiva. L'Europa è la prossima regione bersaglio dei dazi e, sebbene si tratti di uno sviluppo negativo ampiamente previsto, lo riteniamo un'opportunità di acquisto.

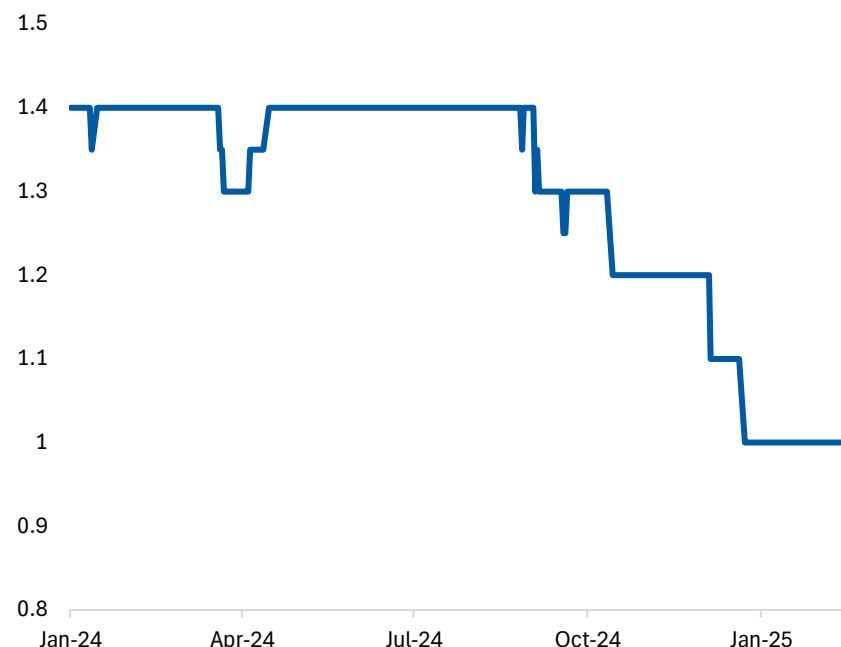
**L'effetto frenante delle politiche monetarie e dell'apprezzamento valutario sugli indici PMI è destinato a diminuire nei prossimi mesi**

PMI settore manifatturiero UE (asse sinistro), indice GS EU Financial Conditions (ritardo di 6 mesi, inverso) (asse destro)



**Da quando le probabilità di una vittoria di Trump hanno iniziato a salire, le previsioni sul PIL dell'UE sono state riviste significativamente al ribasso: l'impatto dei dazi sembra adeguatamente "inglobato"**

Previsioni di consenso di Bloomberg sulla crescita del PIL nel 2025



Fonte: Macrobond, Bloomberg, Goldman Sachs, MSIM. Al 17 gennaio 2025. 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.**

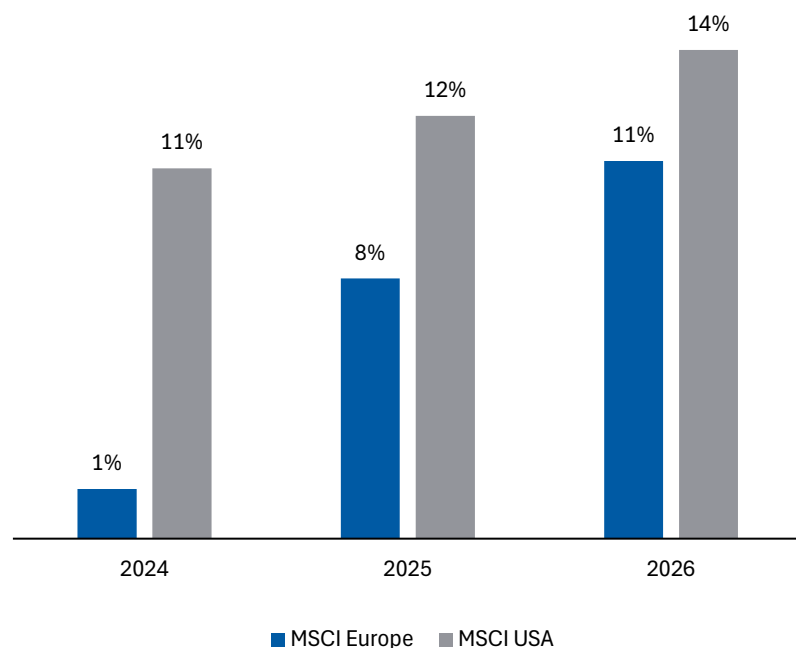
## IDEE PRINCIPALI

## Aumento dell'esposizione all'azionario europeo

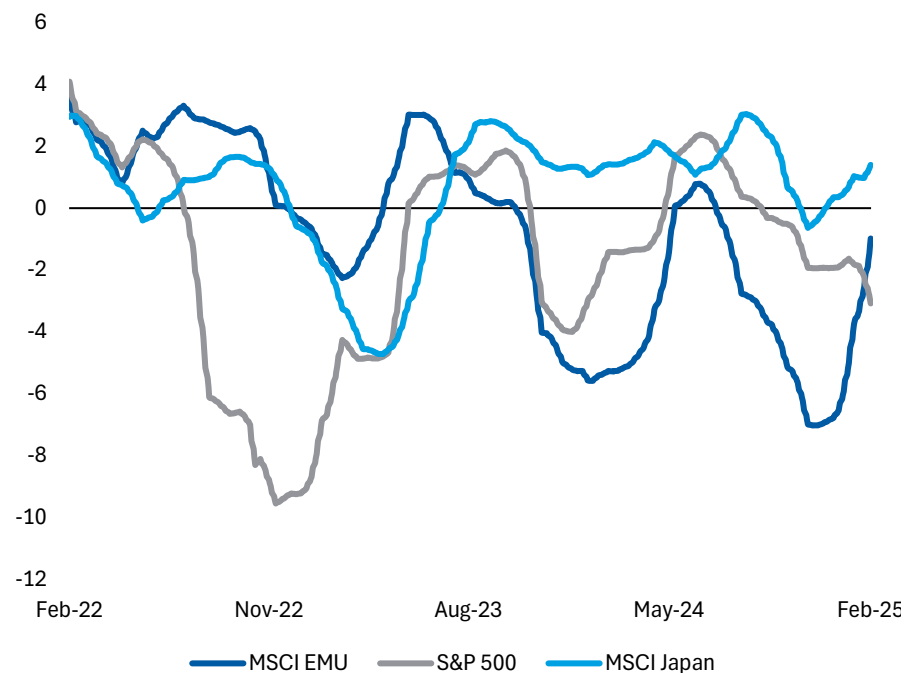
Aumentare l'esposizione all'azionario europeo è in controtendenza rispetto al consenso, ma è quello che stiamo facendo a prescindere. Come mai? La ripresa degli indici PMI globali, il basso livello degli utili che dovrebbero sorprendere al rialzo, le elezioni tedesche, le politiche favorevoli alla crescita e la diversificazione\* sono tutti fattori che indicano l'azionario europeo come un'interessante tesi value large cap.

**Nonostante l'accelerazione della crescita, le aspettative per il 2025 sono tuttora significativamente inferiori a quelle degli Stati Uniti.**

*Aspettative di crescita degli utili per azione secondo l'IBES*



**Le revisioni degli utili stanno risalendo da una base esigua, indicando che gran parte della negatività è già stata scontata**  
*Rapporto di revisione degli utili; media mobile a 3 mesi*



\* La diversificazione non elimina il rischio di perdite. IBES è l'acronimo di Institutional Brokers' Estimate System.

Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 17 febbraio 2025. 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 dei risultati futuri.**

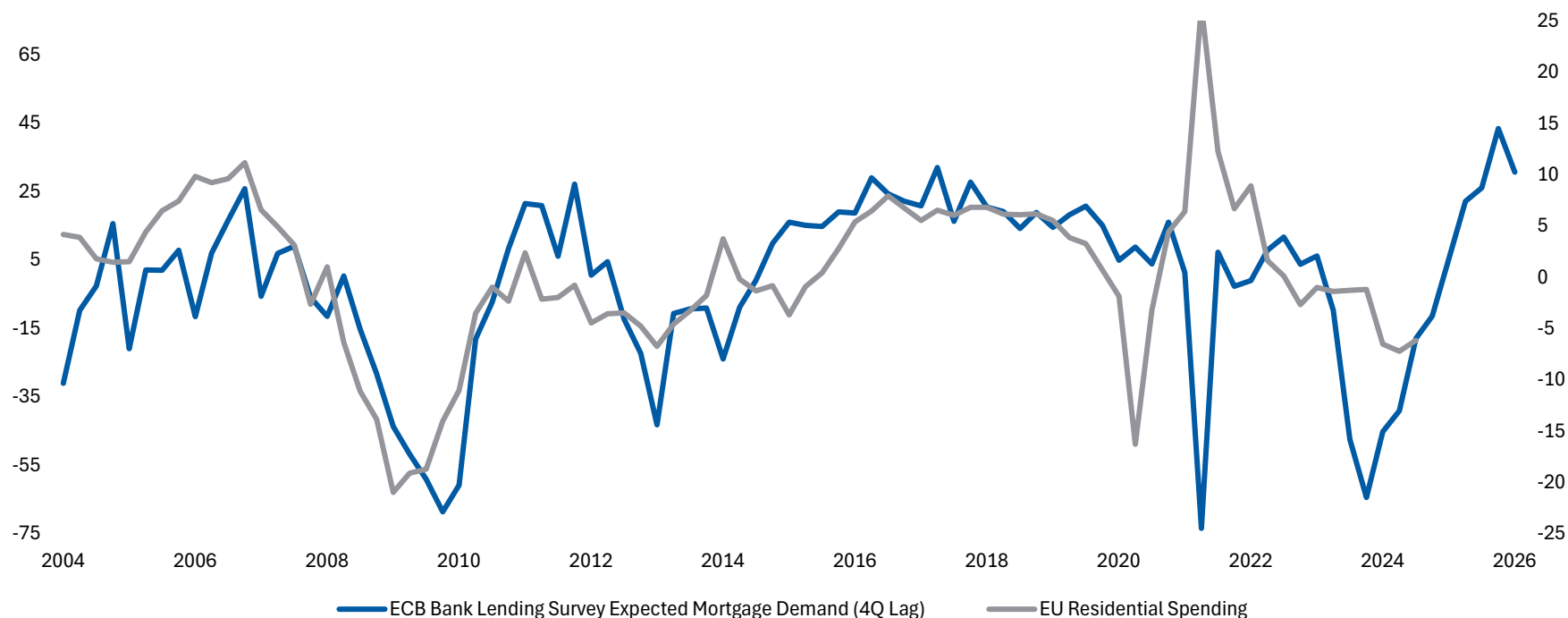
## IDEE PRINCIPALI

## Sovrappeso nel settore delle costruzioni europeo

Dopo alcuni anni difficili, il settore europeo delle costruzioni e dei materiali da costruzione sembra pronto a riprendersi, favorito dalla riduzione dei tassi di interesse che ha ricadute positive sull'attività edilizia. Inoltre, nel caso di un cessate il fuoco in Ucraina e sulla scia delle relative iniziative di ricostruzione, gli utili per azione potrebbero ricevere un'ulteriore spinta, offrendo un'alternativa positiva al settore.

### Gli indicatori anticipatori indicano una ripresa dell'attività di costruzione nel 2° semestre 2025

*Domanda di mutui prevista in base all'indagine della BCE sui prestiti bancari (ritardo 4T) (asse sinistro), Spesa per l'abitazione nell'UE (asse destro)*



Fonte: MSIM, Bloomberg. Al 17 febbraio 2025. 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.**

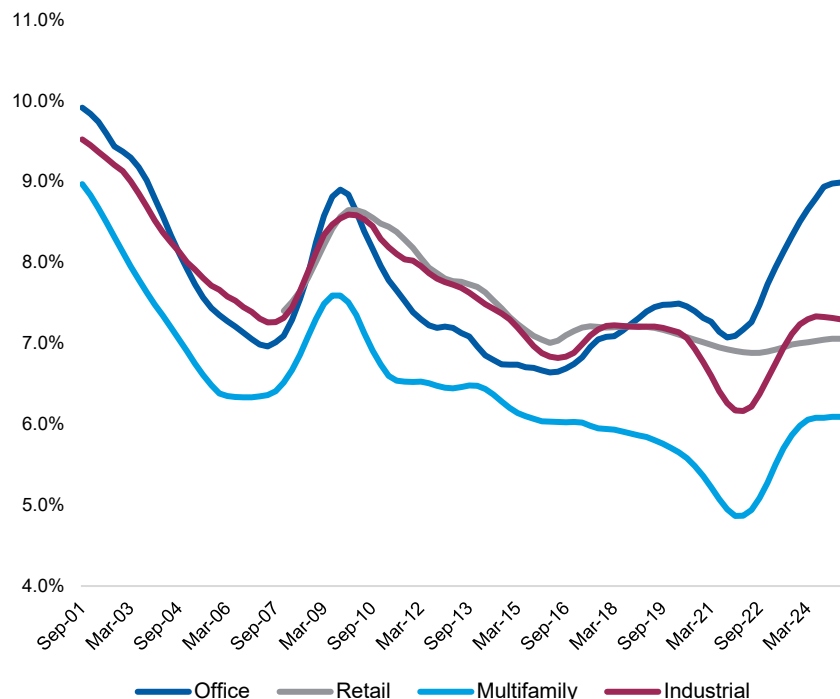
## IDEE PRINCIPALI

# Un punto di svolta per il settore immobiliare

Negli ultimi anni il settore immobiliare ha registrato una correzione dei prezzi in seguito all'aumento dei tassi di interesse, all'eccesso di offerta ciclica e, in alcuni settori, alla distruzione strutturale della domanda. Tuttavia, le prospettive operative a lungo termine sono in netto miglioramento, con una riduzione sostanziale dell'offerta futura e la stabilizzazione della riduzione della domanda in alcuni settori. I prezzi di ingresso sono significativamente più bassi e offrono un margine di sicurezza e un interessante punto di accesso a questi fondamentali in miglioramento.

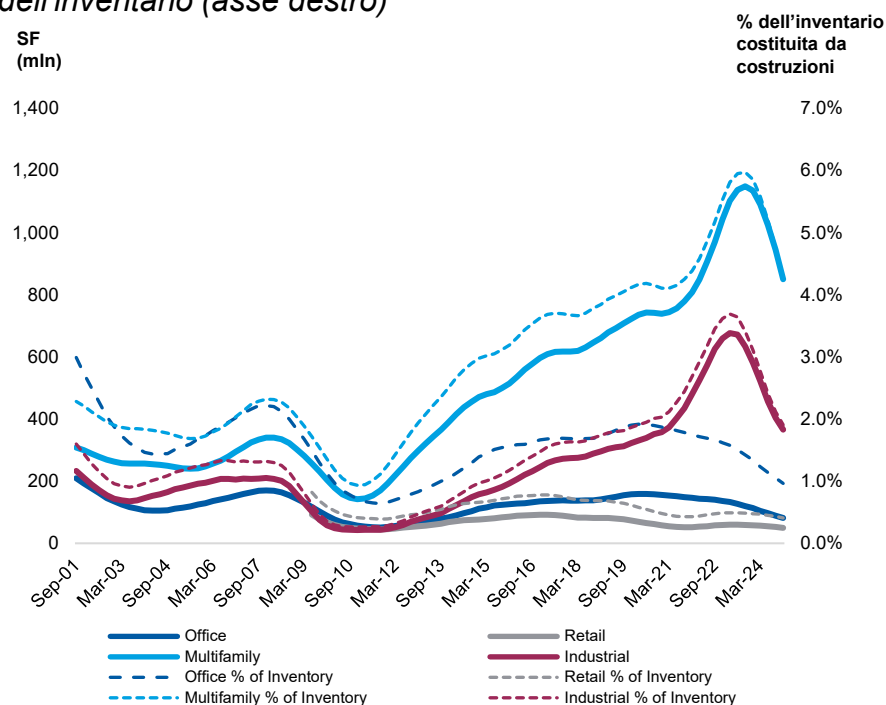
## I cap rates USA si sono stabilizzati...

Cap rates del settore immobiliare (%)



## ...e il ritmo delle nuove costruzioni è calato

Metri quadri costruiti (mln, asse sinistro), come % dell'inventario (asse destro)



Fonte: CoStar (set. 2001 - dic. 2024) al 1° febbraio 2025. 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

# Quadro di riferimento per gli investimenti nei mercati dei capitali

Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

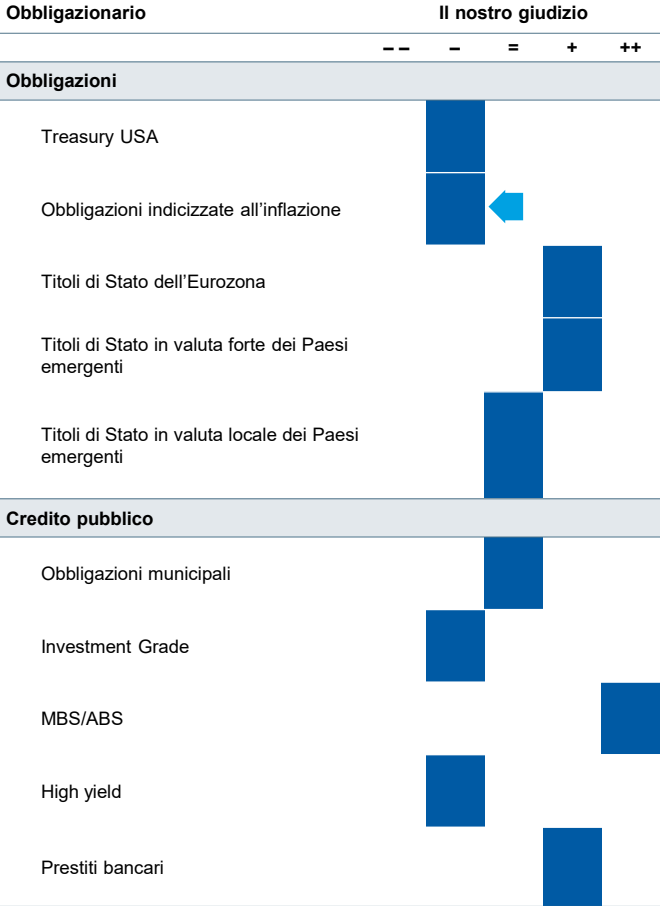
Asset allocation	Il nostro giudizio					Commento
	--	-	=	+	++	
Obbligazioni						
Duration						Manteniamo un posizionamento di sottopeso nella duration. Sebbene il rendimento dei Treasury a 10 anni, pari al 4,5% circa, si collochi nella fascia intermedia dell'intervallo di lungo termine da noi stimato, riteniamo che nel breve termine i rischi siano più elevati: il rischio di recessione è basso, ma il rischio di inflazione è concreto.
Credito						
Azioni						
Livello di rischio						Manteniamo una posizione di sovrappeso nelle azioni, dopo aver incrementato la nostra esposizione all'azionario europeo a febbraio. La nostra view sugli Stati Uniti rimane quella di un soft landing e continuiamo a valutare gli sviluppi politici statunitensi come complessivamente positivi per i rendimenti azionari nel 2025. Il nostro livello di attenzione per i nuovi sviluppi sul fronte delle politiche rimane alto.
Alternativi						
Mercati privati						Sul versante degli investimenti privati l'attività da inizio anno è stata modesta, poiché gli investitori hanno interpretato con cautela gli annunci di un cambiamento delle politiche della Fed e del rapporto che tali politiche hanno con il quadro geopolitico globale. Tuttavia, riteniamo che nel 2025 la chiarezza della direzione intrapresa dalla nuova amministrazione e il costante giungere a scadenza di finanziamenti relativamente a basso costo possano favorire l'espansione dell'attività di negoziazione. Inoltre, sono emerse interessanti prospettive di ingresso in alcuni sottosegmenti del settore immobiliare, del private equity e del private credit, ma i livelli di impegno degli investitori non sono ancora adeguati al maggior livello di opportunità.
Hedge Fund						
Materie prime						Gli hedge fund stanno beneficiando di un contesto di mercato favorevole ai gestori esperti. Manteniamo la nostra convinzione nelle strategie azionarie long/short e relative value obbligazionarie, poiché manteniamo aspettative ottimiste sulla dispersione del mercato, mentre le correlazioni sono diminuite a livello micro.  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 tale aumento.
Transizione						
Liquidità/bassa duration						Manteniamo un sottopeso nella liquidità e negli strumenti a 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 attuale

◀ Variazione

-- Sottopeso ad alta convinzione

- Sottopeso

= Neutrale

+ Sovrappeso

++ Sovrappeso ad alta convinzione

**Commento**

Negli Stati Uniti, con rendimenti a 10 anni pari al 4,5% circa, manteniamo un sottopeso di duration ritenendo che la bilancia dei rischi a breve termine continui a pendere verso l'alto, con un rischio di recessione basso, ma un rischio di inflazione da non trascurare.

Stiamo riducendo l'esposizione ai breakeven in quanto quelli a breve termine appaiono particolarmente costosi rispetto alla nostra tesi sull'inflazione futura. I breakeven a più lungo termine sono più vicini al "fair value".

In Europa manteniamo un sovrappeso di duration, poiché la BCE potrebbe continuare a tagliare i tassi anche se la crescita dovesse migliorare leggermente. L'inflazione core e la crescita del PIL reale rimarranno probabilmente inferiori a quelle degli Stati Uniti.

Il debito dei mercati emergenti appare leggermente costoso se considerato singolarmente, ma resta molto più interessante rispetto ad altri segmenti del mercato, ad esempio quello del credito societario. Restiamo dell'avviso che un'esposizione al debito dei mercati emergenti in valuta forte abbia ancora senso.

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. Tuttavia, questa dinamica potrebbe richiedere anni per manifestarsi e le incertezze politiche a breve termine sono troppo elevate per indurci a sovrappesare il debito dei mercati emergenti in valuta locale, visto il livello attuale degli spread dei tassi reali rispetto ai Treasury statunitensi.

Gli spread tra obbligazioni municipali e Treasury sembrano attualmente 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. 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.

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 negli USA sono più alti dei rendimenti delle obbligazioni societarie con rating BB, un evento raro negli ultimi 25 anni.

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.

Gli spread dei prestiti hanno continuato a restringersi e attualmente appaiono moderatamente costosi rispetto al passato. Tuttavia, la recente revisione al rialzo delle aspettative della Fed ci consente di scorgere ancora un considerevole valore relativo. I prestiti sembrano destinati a continuare a sovraperformare le altre classi di attivo obbligazionario grazie a un carry più elevato e a una ridotta sensibilità alla 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

Azionario globale

Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

Azionario	Il nostro giudizio						Commento
	--	-	=	+	++		
Regione							
Mercati sviluppati						Manteniamo il sovrappeso negli Stati Uniti ritenendo che le politiche prioritarie della nuova amministrazione favoriranno la crescita interna (deregolamentazione, fiscalità), pur comportando difficoltà fuori del paese (dazi). Gestiamo l'elevata valutazione degli Stati Uniti attraverso le mid cap e un'esposizione ciclica selettiva.	
USA						Abbiamo aumentato l'esposizione all'azionario europeo, poiché non solo restiamo convinti che il settore manifatturiero si riprenderà e che le prospettive peggiori sul fronte dei dazi non si concretizzeranno, ma notiamo anche che il clima di fiducia/le valutazioni sono molto bassi. Consideriamo il settore europeo delle costruzioni un beneficiario di queste dinamiche favorevoli e in grado di sfruttare alternative positive nel caso di un cessate il fuoco in Ucraina.	
Eurozona						I miglioramenti strutturali interni del Giappone rimangono inalterati, mentre le valutazioni restano poco costose. Nel breve termine, i fattori avversi sono le incertezze sulle politiche commerciali statunitensi e il rinnovato apprezzamento dello yen dovuto all'aumento della pressione inflazionistica e alle prospettive di ulteriori rialzi dei tassi da parte della BoJ.	
Giappone						Nei mercati emergenti continuiamo a ravvisare una dispersione a livello geografico: da una parte le difficoltà economiche strutturali della Cina e dall'altra la congiuntura positiva dell'India. Nel breve periodo, le sorti si stanno invertendo grazie alla svolta cinese sul fronte dell'intelligenza artificiale e al mutato atteggiamento del governo nei confronti del settore privato, mentre l'economia indiana sta vivendo una fase di rallentamento ciclico.	
Mercati emergenti							
Stile							
Growth vs. Value						Gli indici Growth restano sproporzionatamente esposti alle Big Tech, dove cerchiamo di mantenere un'esposizione approssimativamente neutrale.	
Quality						Con un basso eccesso di premio al rischio 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

Alternativi

Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

Investimenti alternativi	Commento
Private market	
Private equity	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, la chiarezza degli sviluppi futuri, frutto dell'avvicendamento al potere negli Stati Uniti, 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 possono causare 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.
Real asset privati	<p>L'immobiliare commerciale sta superando il muro delle scadenze del debito e dell'offerta elevata, con conseguente aumento del volume delle transazioni con valutazioni di ingresso più interessanti. La correzione 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 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> <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 prospettive di crescita interessanti. I recenti cambiamenti politici negli Stati Uniti e gli annunci riguardanti DeepSeek potrebbero minacciare la performance di progetti con cash flow o valutazioni eccessivi. Tuttavia riteniamo che gli investimenti in tecnologie mature e competitive sul piano dei costi, ma inadeguatamente finanziate se osservate alla luce della forte domanda, continueranno ad essere posizionati per generare forti rendimenti.</p>
Private credit	Nel segmento dei prestiti alle imprese, i casi di esonero sono aumentati perché il servizio del debito è diventato più costoso. Tuttavia, la domanda di prodotti e servizi è generalmente robusta e contribuisce a sostenere sia la redditività che la copertura del debito. Le società che si trovano in situazioni non ortodosse o di transizione stanno ricorrendo a capitale per situazioni particolari, il che migliora l'allineamento e offre rendimenti interessanti per gli investitori.
Investimenti alternativi liquidi	
Hedge fund	Considerati gli attuali driver di mercato, preferiamo i gestori di hedge fund specializzati 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 obbligazionarie e quantitative long/short azionarie che sfruttano il calo delle correlazioni a livello micro.
Materie prime	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 dei prezzi.

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.

# Glossario dei termini e del rischio

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

## 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 piccole 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 riprodotti 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 municipal/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 resesi 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, incornciato, 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 ("EVM") 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), Gorrisen Federspiel, Axel Towers, Axeltoiv 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 qualifichino 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 sottoscrivere 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 4266968 Exp 3/31/2026

43274 | 3/5/2025