

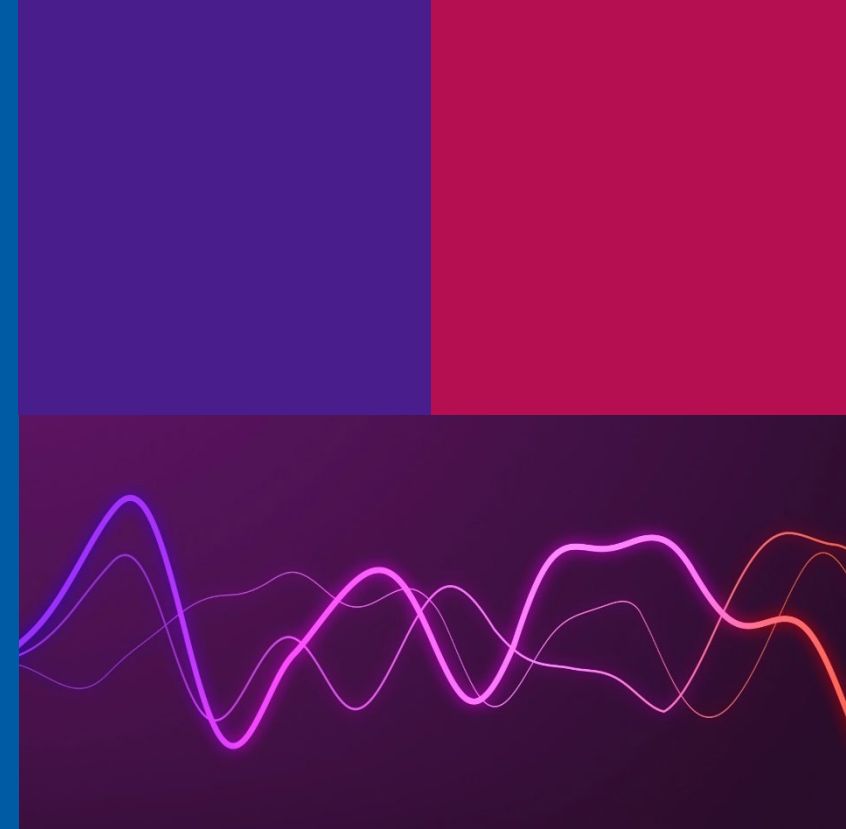
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

# The BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

Novembre 2024



Previously known as the Monthly Market Monitor.

## MIGLIORI IDEE

## Principali temi per il mese di novembre

**Duration: la situazione è cambiata**

**Quale è il ruolo della duration nel portafoglio?** Di norma aggiungere duration al portafoglio serve sia a fini di copertura che come fonte di rendimenti integrativa all'esposizione azionaria. Per quarant'anni, tra il 1981 e il 2020, periodo in cui i rendimenti obbligazionari hanno registrato una traiettoria discendente, questa strategia ha funzionato bene. Oggi però il regime monetario è cambiato ed è più probabile che i rendimenti obbligazionari lateralizzino in un intervallo ristretto. Inoltre, i rischi di inflazione non sono scomparsi e riteniamo che i premi a termine saliranno. In questo scenario quale sarebbe quindi il ruolo della duration nel portafoglio? La duration ha ancora un ruolo di copertura contro brusche oscillazioni dei mercati, ma in vista del potenziale andamento laterale non possiamo attenderci che offra, come in passato, un contributo sostanziale ai rendimenti obbligazionari. La duration è una caratteristica delle obbligazioni che richiede una gestione attiva, non è più un fattore passivo.

**L'errore più comune riguardo alla Cina**

**Il meccanismo di trasmissione.** L'errore più comune degli investitori occidentali è giudicare la Cina sulla base dei parametri applicabili ai mercati sviluppati occidentali. La Cina sta incrementando gli stimoli per sostenere la fiducia dei mercati e anche se questa strategia sta funzionando resta da vedere se sarà in grado di generare un aumento sostenibile della domanda reale, come farebbero misure simili nelle economie avanzate occidentali. Una prospettiva rialzista di lungo termine richiede la certezza che gli stimoli fiscali sosterranno investimenti e consumi. Resta da vedere se le misure varate saranno in grado di generare questo effetto, cosa di cui dubitiamo fortemente.

**Come investire in mercati con valutazioni e prezzi equi**

**Le valutazioni sono di importanza cruciale.** L'aumento delle valutazioni nel corso del 2024 è un fattore positivo, ma ora il problema è come investire con valutazioni su questi livelli. Nell'obbligazionario i rendimenti sono in calo e gli spread ristretti. Tuttavia, esistono ancora buone opportunità di investimento in tutte le fasce di rating, poiché in vista di un atterraggio morbido dell'economia i tassi di insolvenza di alcuni settori e fasce di rating potrebbero rivelarsi inferiori a quanto previsto. Lo stesso vale anche nell'azionario, dove valutazioni, tipologie di strumento e settori di investimento prevalgono sull'asset allocation top-down. In altre parole, stiamo entrando in una fase in cui l'alfa potrebbe acquisire un'importanza maggiore rispetto al beta nei portafogli. I rendimenti dipenderanno sempre più dalle valutazioni e dalla selezione e gestione attiva degli investimenti.

**Quando diventeranno determinanti i rischi geopolitici?**

**La risposta? Arriverà il momento.** In altre parole coprirsi dagli eventi geopolitici è difficile ed è ancor più difficile prevedere quando si verificheranno. A volte bisogna rassegnarsi al fatto che la copertura ideale non esiste. Tuttavia, un'ulteriore escalation delle ostilità in Medio Oriente, con effetti sui flussi petroliferi nello Stretto di Hormuz, potrebbe avere un effetto ancora più dirompente per i mercati petroliferi (e per l'economia globale) di quanto finora osservato. Sebbene le probabilità di un simile scenario siano per ora remote, abbiamo notato pochi segnali di de-escalation e per questo siamo alla ricerca di mezzi per coprire il nostro portafoglio.

## MIGLIORI IDEE

## Portfolio Solutions Group – Le nostre 4 idee migliori

**Ai livelli attuali, i futures sul petrolio rappresentano uno strumento di copertura interessante**

**Meglio essere prudenti.** Alla luce della situazione attuale, riteniamo che possedere dei futures sul petrolio sia una copertura ragionevole. Per essere chiari, la nostra è una pura ipotesi e sappiamo che esistono innumerevoli fattori, come eventi e dinamiche di offerta, che potrebbero spingere al ribasso il prezzo del petrolio. L'acquisto di futures è una copertura contro i rischi estremi, nel caso in cui il quadro geopolitico dovesse precipitare. Se, nella migliore delle ipotesi, tali eventi non si verificassero, le allocazioni del portafoglio realizzerebbero guadagni maggiori rispetto alla perdita generata dai future sul greggio. A nostro parere è un investimento che permette di attenuare la volatilità del portafoglio coprendo i rischi più estremi.

**Azionario: il miglioramento dei dati macroeconomici favorisce i titoli finanziari**

**Esposizione selettiva ai settori ciclici.** Il miglioramento del quadro macroeconomico iniziato ad agosto ha consentito ai settori ciclici di sovraperformare quelli difensivi. Tra tutti i titoli ciclici, quelli finanziari offrono un rapporto rischio/rendimento interessante sia nel nostro scenario di base di atterraggio morbido che in un potenziale scenario di rischio, dove il riaffiorare di pressioni inflazionistiche spinge i tassi al rialzo. La performance relativa dei titoli finanziari, come quella degli altri settori ciclici, beneficia del miglioramento dei dati economici. Inoltre, il settore finanziario dovrebbe beneficiare della progressiva normalizzazione dei tassi d'interesse, in particolare con l'aumento dello spread tra i tassi dei Treasury a lungo termine e quelli a breve termine.

**Coprire il sottopeso di duration**

**Muoversi intorno all'intervallo.** Il mese scorso avevamo sottolineato che ritenevamo esagerate le attese dei mercati circa la politica di allentamento della Federal Reserve e che i rendimenti obbligazionari erano scesi su livelli troppo bassi. Avevamo quindi aumentato ulteriormente il sottopeso di duration, ma ora che il Treasury decennale è sopra il 4% intendiamo monetizzare la posizione e reintrodurre duration nei portafogli. Usando il Treasury decennale come proxy per la duration, l'intervallo 4%-4,25% può essere considerato equo.

**Utility statunitensi: un forte tema strutturale**

**A pieno regime.** Per la prima volta da decenni, la domanda energetica degli Stati Uniti è in crescita, determinata principalmente dai data center e dal consumo energetico delle nuove tecnologie, come l'intelligenza artificiale generativa. Ne consegue che le società operanti nelle utility stanno entrando in un ciclo di investimenti di durata pluriennale mirati a incrementare le capacità di produzione di energia e soddisfare l'aumento della domanda. Quest'anno le utility hanno in generale sovraperformato gli altri settori difensivi e, a nostro avviso continueranno a farlo dato che la spesa per i data center e l'IA si manterrà elevata il prossimo anno.

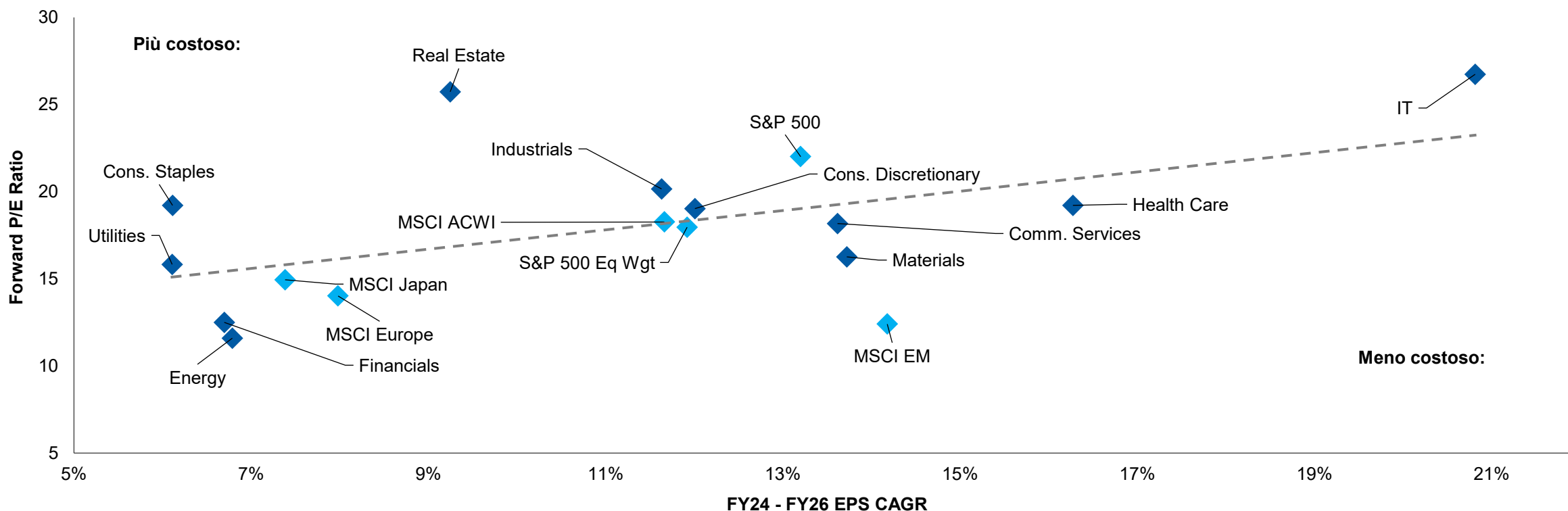
**MIGLIORI IDEE**

# È importante essere selettivi in un mercato con valutazioni e prezzi equi

Le valutazioni azionarie negli Stati Uniti e in alcuni settori tecnologici globali e difensivi sono costose anche considerando i fondamentali. Tuttavia, esistono ancora opportunità di valore al di fuori dell'azionario USA e dei settori ciclici, che potrebbero portare un'efficace diversificazione di portafoglio in un contesto di atterraggio morbido e nella situazione valutativa attuale.

**C'è ancora spazio di crescita**

*Settori azionari chiave e contesto globale: crescita delle valutazioni e degli utili*



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 17 ottobre 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.**

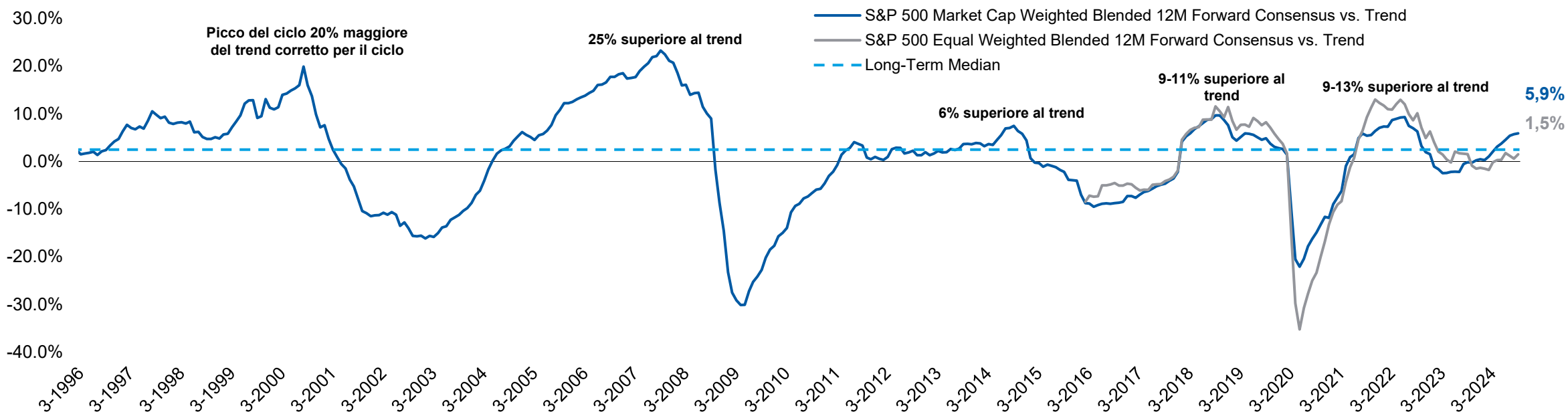
## MIGLIORI IDEE

## Lo spazio di crescita degli utili per azione nel ciclo suggerisce un potenziale di rendimento trainato dagli utili per azione

Dato che le valutazioni sono già su livelli equi, il potenziale di rendimento futuro delle azioni dipende necessariamente dagli utili per azione (EPS). Le stime di consenso degli EPS dell'S&P500 sembrano avvicinarsi a livelli che indicano il picco del ciclo, ma le aspettative attuali riflettono i temi legati all'IA più che fattori ciclici. Gli utili per azione dell'S&P Equal Weighted Index offrono un raffronto più chiaro e mostrano un potenziale di rialzo ciclico degli EPS.

**Gli EPS dell'S&P Equal Weighted Index mostrano spazio di crescita verso livelli che hanno segnalato storicamente dei picchi del ciclo – Attualmente sotto il livello mediano**

*S&P 500 e S&P 500 Equal Weighted Index – blended EPS prospettici a 12 mesi vs. trend esponenziali di lungo termine (misura degli EPS corretti per il ciclo)*



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 30 settembre 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.**

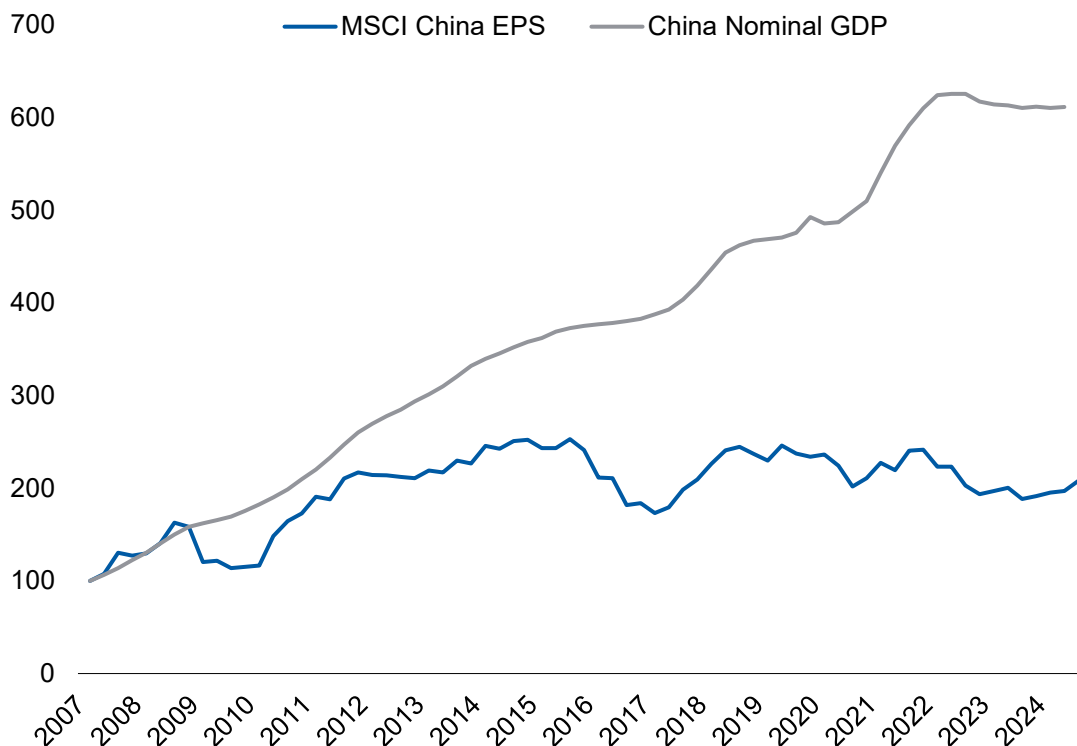
MIGLIORI IDEE

# Gli stimoli del governo cinese devono ancora riflettersi sulla domanda reale

Sebbene la Cina abbia implementato diverse misure per stimolare il clima di fiducia dei mercati, la questione principale resta la possibilità degli stimoli di trasmettersi sulla domanda reale e innescare un aumento di questa. Le precedenti evidenze mostrano che questo meccanismo di trasmissione non è sempre stato efficace nel creare un ciclo economico virtuoso.

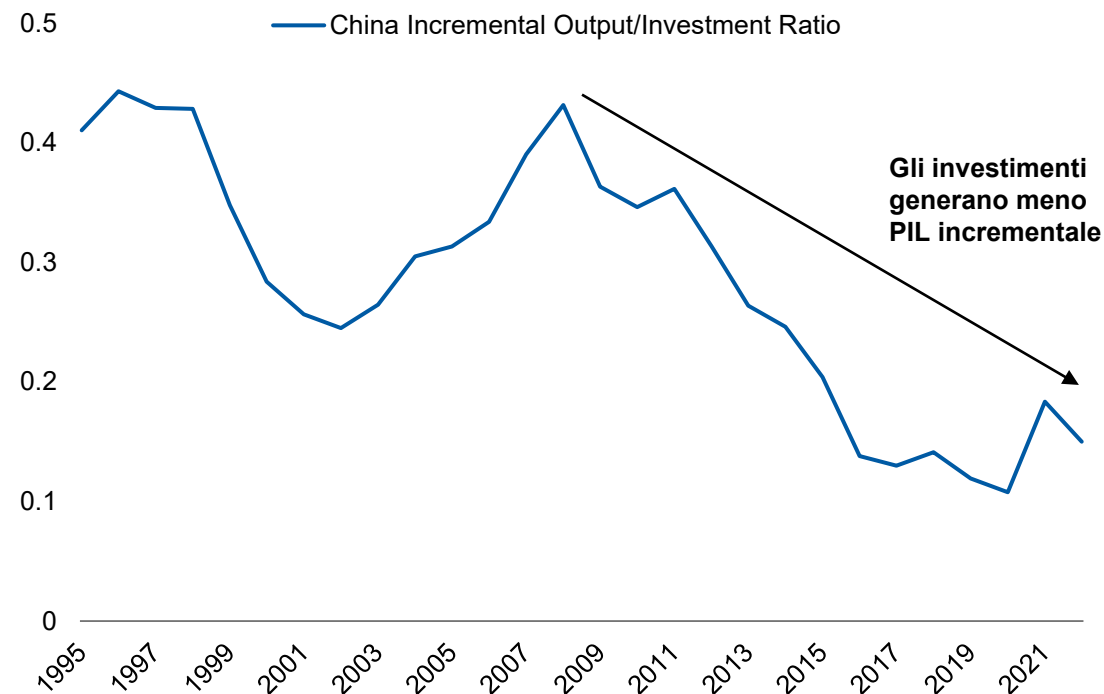
## La crescita del PIL cinese non si è ancora tradotta in una crescita degli utili per azione

Indice 2007=100



## La spesa per investimenti sta generando sempre meno PIL

Indice IOIR (Incremental Output/Investment Ratio) a 5 anni = variazione del PIL a 5 anni/spesa per investimenti totale a 5 anni



Fonte: Macrobond, Bloomberg, MSIM. Dati al 30 settembre 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.**

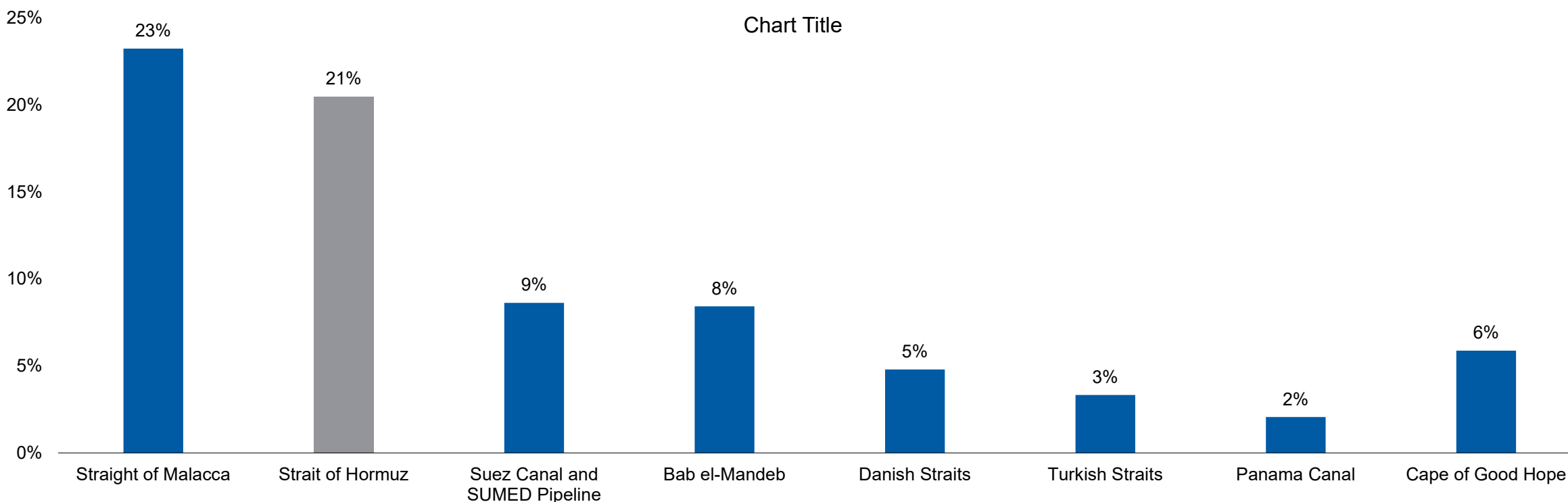
## MIGLIORI IDEE

## Quando diventeranno determinanti i rischi geopolitici?

Un'ulteriore escalation delle ostilità in Medio Oriente, con effetti sui flussi petroliferi nello Stretto di Hormuz, potrebbe avere un effetto ancora più dirompente per i mercati petroliferi (e per l'economia globale) di quanto finora osservato. Sebbene le probabilità di un simile scenario siano per ora remote, abbiamo notato pochi segnali di de-escalation e per questo siamo alla ricerca di mezzi per coprire il nostro portafoglio.

**L'equivalente del 20% dell'offerta petrolifera globale transita per lo Stretto di Hormuz, che per tale motivo è diventato un punto nevralgico**

*Volumi di greggio e derivati che transitano per punti nevralgici mondiali in % dell'offerta globale*



Fonte: US Energy Information Administration, dati al 21 ottobre 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.

## MIGLIORI IDEE

## Ai livelli attuali, i futures sul petrolio sono uno strumento di copertura interessante contro i rischi geopolitici

Abbiamo aperto una posizione lunga nei future sul Brent. Il petrolio scambia in prossimità della fascia inferiore del suo recente intervallo di negoziazione, dove, in assenza di una recessione più profonda, i prezzi dovrebbero trovare maggiore sostegno. Il miglioramento del punto d'ingresso e il carry positivo lo rendono il nostro modo preferito di aggiungere una copertura in portafoglio contro l'escalation geopolitica in Medio Oriente.

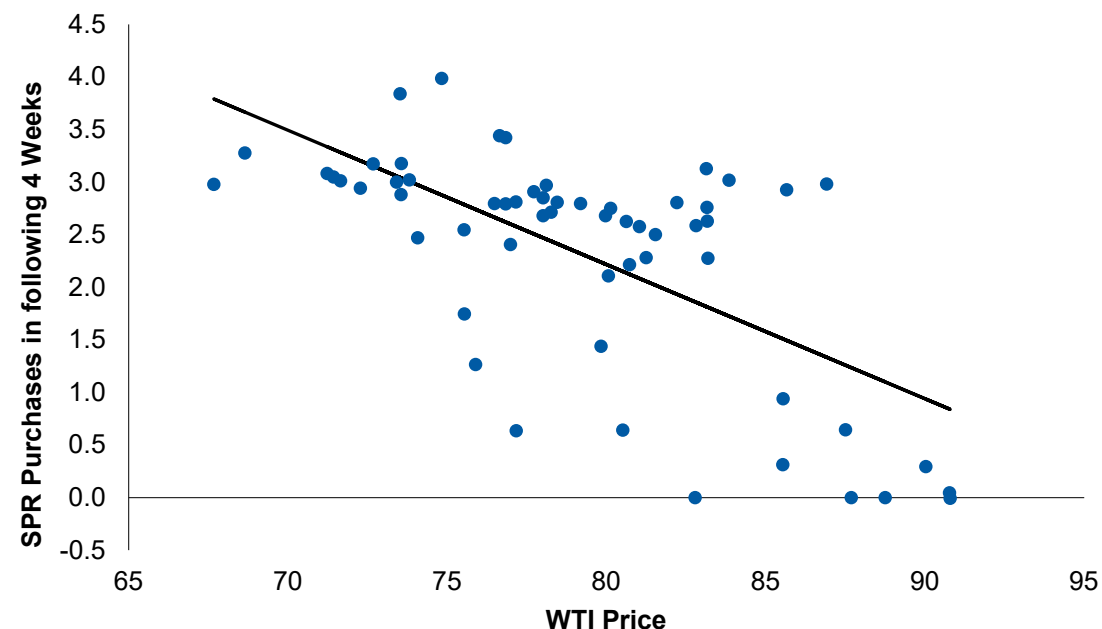
### Le quotazioni petrolifere sono vicine ai minimi del recente intervallo di negoziazione

Prezzo Brent (USD/b)



### Gli acquisti di riserve strategiche di petrolio (SPR) statunitense sono aumentati a causa del calo dei prezzi al di sotto del recente intervallo di negoziazione

Prezzo del petrolio WTI rispetto agli acquisti di SPR nelle successive 4 settimane



Fonte: Macrobond, Bloomberg, Department of Energy, MSIM. Dati al 21 ottobre 2024. Le serie temporale del grafico di destra inizia ad agosto 2023, quando sono iniziati gli acquisti della SPR (Riserva strategica di petrolio USA). 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.**

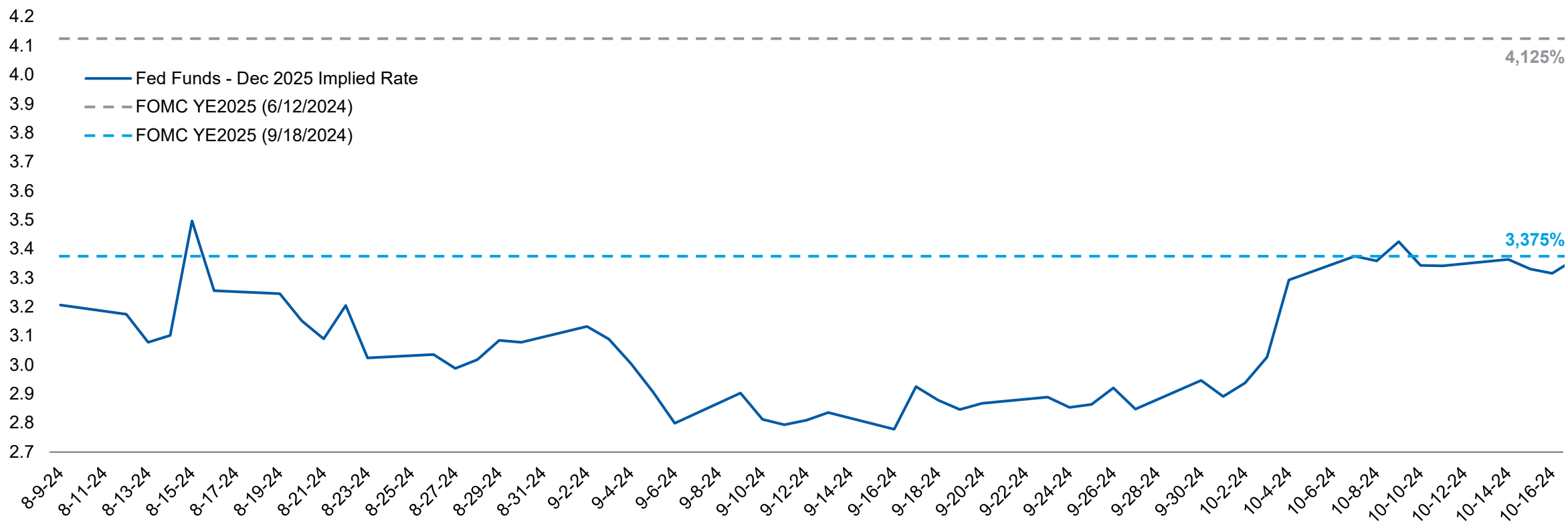


MIGLIORI IDEE

# Coprire il sottopeso della duration

Dopo la riunione di settembre della Fed, il mercato stava scontando un ciclo aggressivo di taglio dei tassi, e si prevedeva che il tasso Fed Fund scendesse sotto il 2,8% entro la fine del 2025. Abbiamo ritenuto che questo percorso fosse esagerato rispetto al nostro giudizio sull'economia e abbiamo ulteriormente ridotto l'esposizione alla duration. Ora, con il mercato allineato alla Fed, siamo più ottimisti sui tassi.

**I futures sui Fed Fund a dicembre 2025 ora sono in linea con le proiezioni della Fed**  
*I tagli della Fed scontati dal mercato sono ora tornati in linea con le proiezioni della FOMC*



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 17 ottobre 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.**

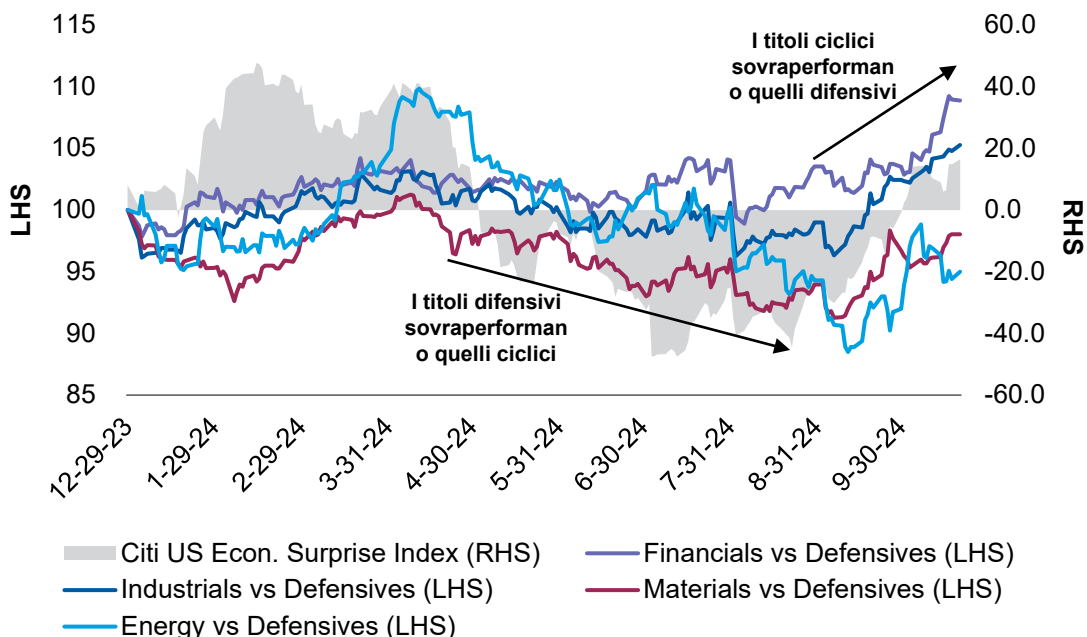
**MIGLIORI IDEE**

# I titoli finanziari sono la nostra esposizione preferita ai settori ciclici in vista del miglioramento dei dati macroeconomici

I dati macroeconomici sono migliorati da agosto, determinando una sovraperformance del settore ciclico rispetto ai titoli difensivi. Tra le esposizioni cicliche, riteniamo che i titoli finanziari offrano un profilo rischio/rendimento interessante. L'esposizione positiva del settore ai tassi potrebbe aiutarlo a sovraperformare sia nel nostro scenario di base di soft landing che in uno scenario caratterizzato da rinnovati timori inflazionistici.

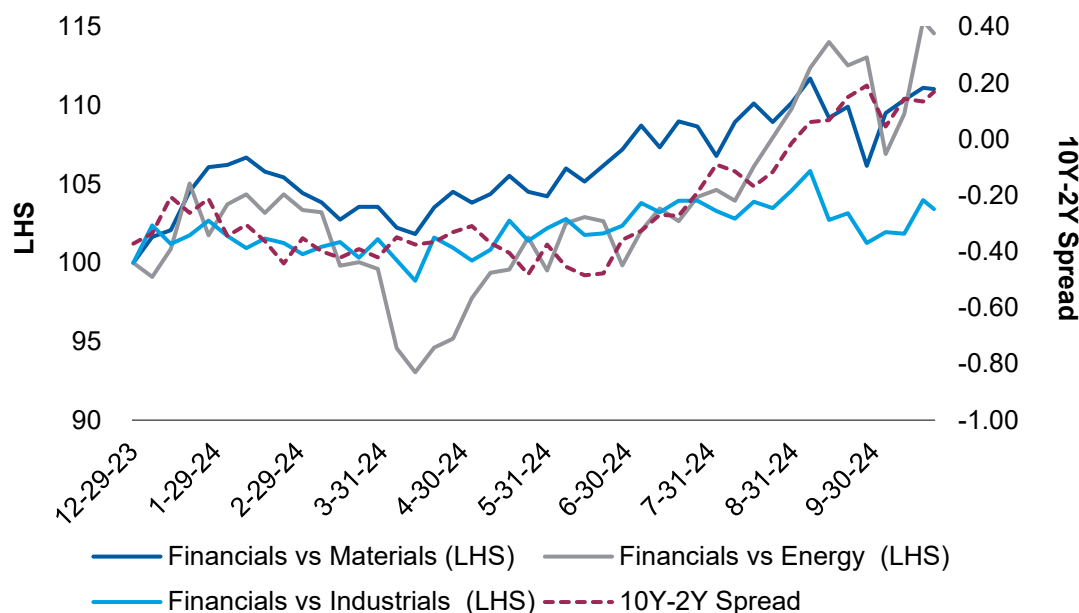
## I dati macroeconomici più solidi hanno sostenuto i titoli ciclici rispetto ai titoli difensivi

Singoli settori ciclici dell'indice MSCI USA rispetto all'indice MSCI USA Defensives



## La sovraperformance dei titoli finanziari rispetto agli altri titoli ciclici è trainata dai tassi

Performance relativa dell'MSCI USA Financials rispetto ai settori ciclici indicati



Fonte: Macrobond, Bloomberg, MSIM. Dati al 21 ottobre 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.

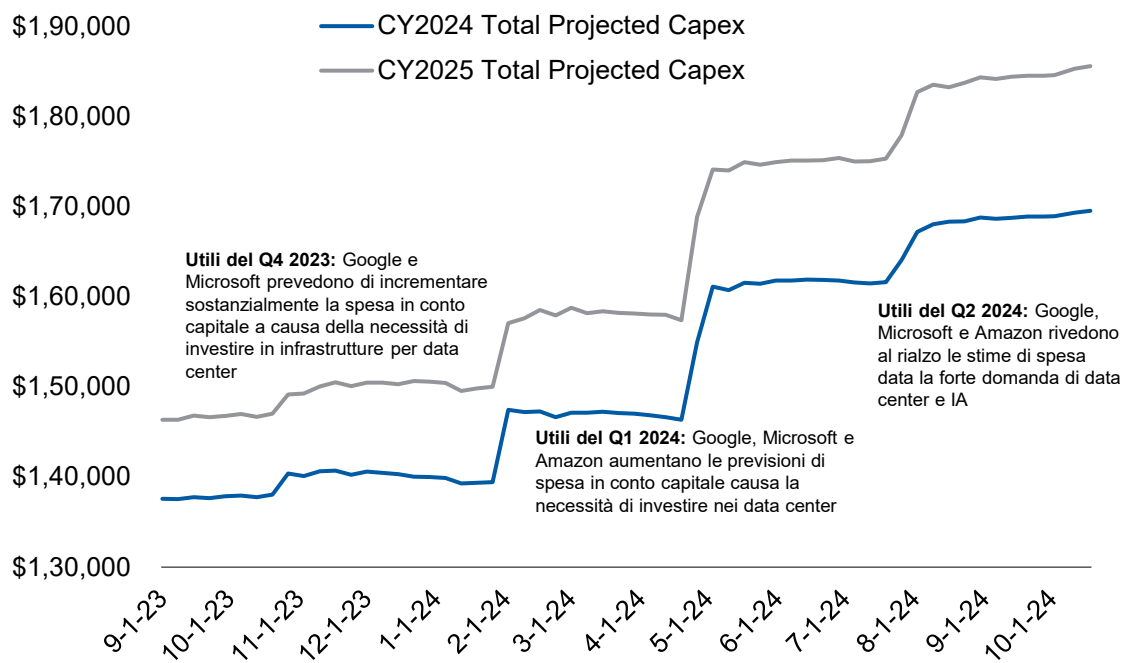
**MIGLIORI IDEE**

# Le utility statunitensi hanno beneficiato della crescita strutturale della domanda di energia negli Stati Uniti

All'inizio del 2024 tre dei maggiori investitori nell'IA (Google, Amazon, Microsoft) hanno fornito incoraggianti indicazioni sulla spesa in conto capitale futura, vista la necessità di investire in infrastrutture per IA e in data center. Grazie alle favorevoli previsioni di spesa per la costruzione di nuovi data center, le utility hanno sovraperformato rispetto ad altri settori difensivi.

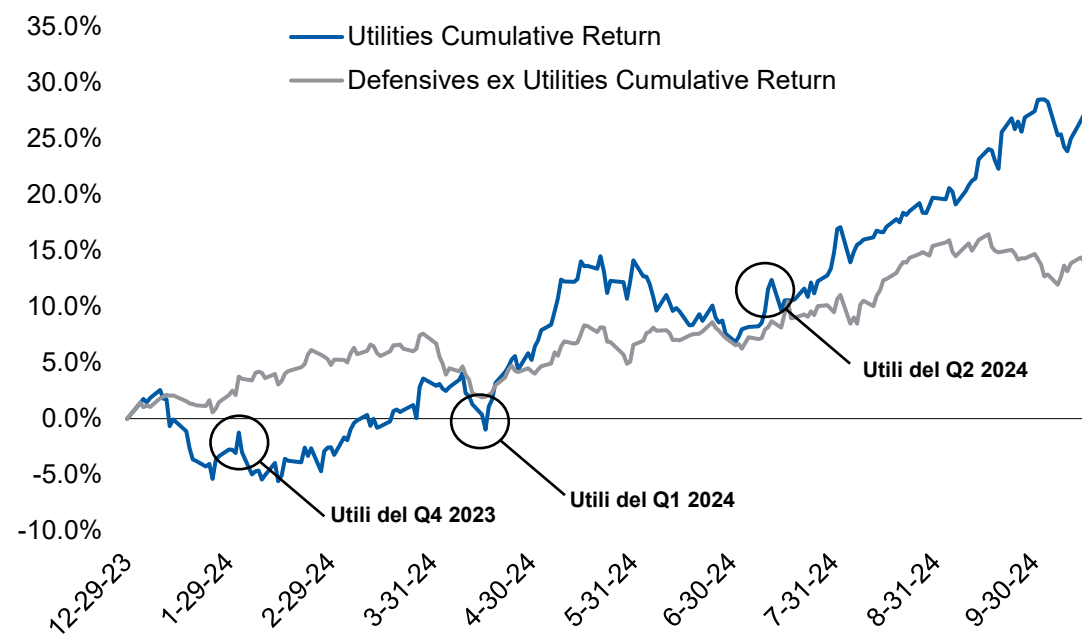
## Le spese in conto capitale previste di Google, Microsoft e Amazon sono aumentate quest'anno

Totale previsto per gli esercizi 2024 e 2025 (in milioni di USD)



## Le utility hanno sovraperformato altri settori difensivi da inizio anno in parte a causa della sensibilità alla domanda dei data center

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



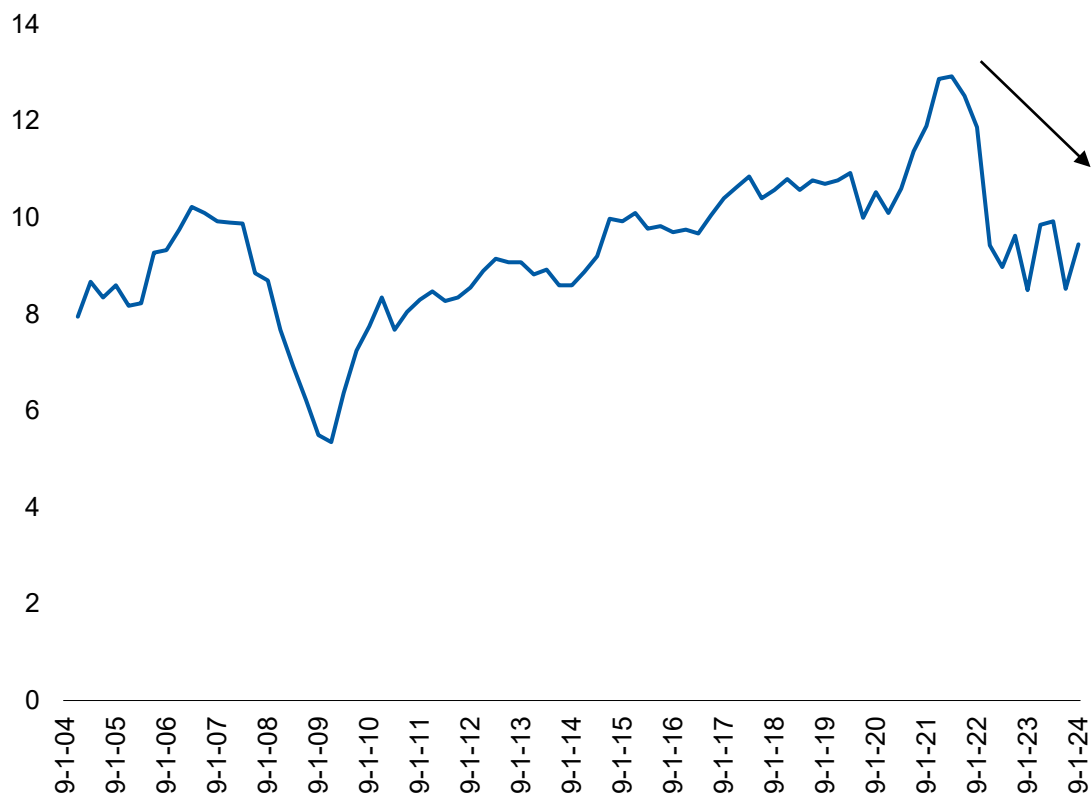
Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 17 ottobre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero 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.**

MIGLIORI IDEE

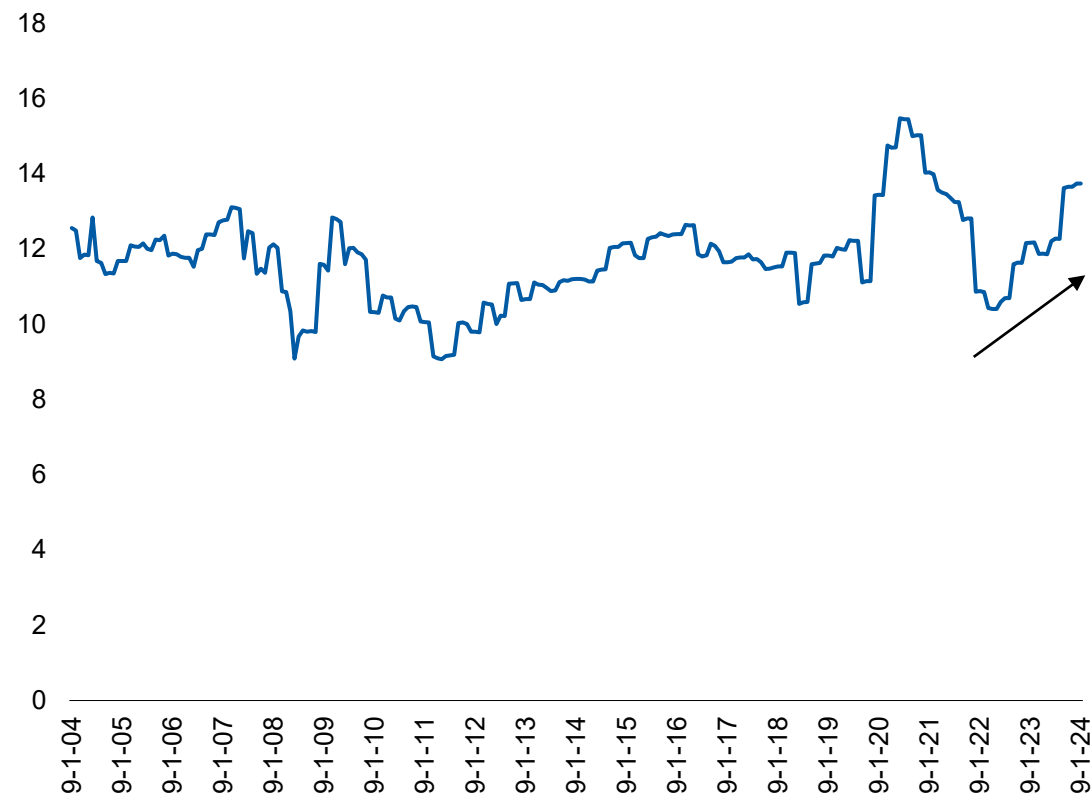
# Il private equity offre un punto di ingresso interessante

Nel 2024 le valutazioni dei PE si sono stabilizzate su livelli più bassi, anche se i dati hanno mostrato una certa volatilità. Viceversa, le valutazioni dei mercati pubblici continuano a salire.

Multipli di valutazione di buyout



EV/EBITDA MSCI World



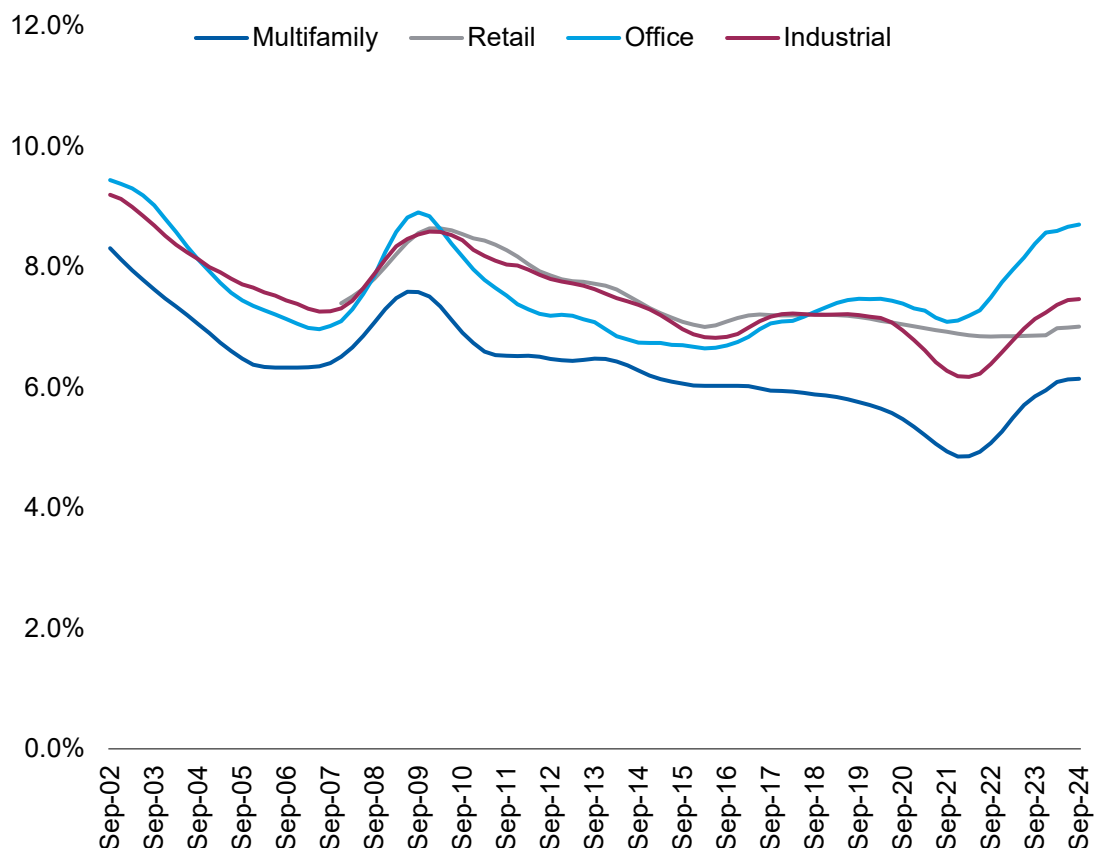
Fonti: Bloomberg, Preqin al 30 settembre 2024. Queste informazioni rispecchiano le opinioni del team Capital Markets Group alla data di redazione del presente materiale e non a date future e possono variare in qualsiasi momento senza preavviso a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato. 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 dei risultati futuri.**

MIGLIORI IDEE

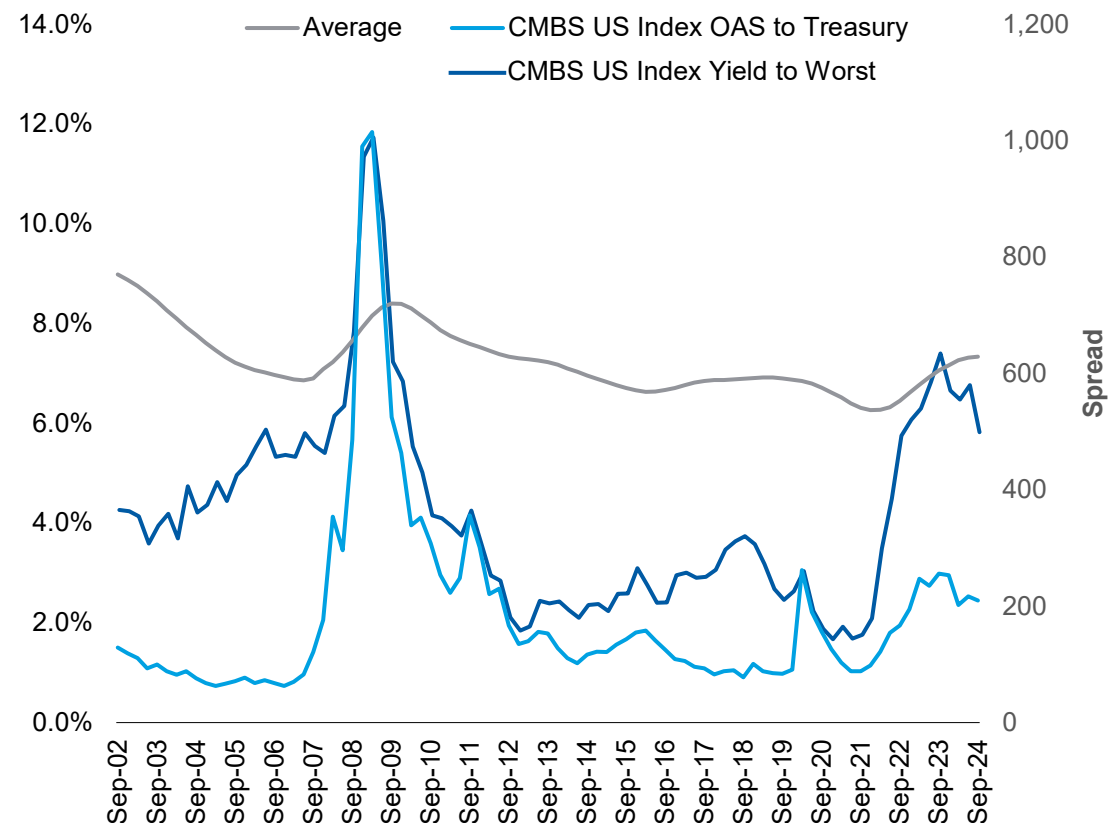
# Le opportunità nel settore degli immobili commerciali si stanno rafforzando

Le valutazioni restano elevate rispetto ai Treasury; tuttavia, i tassi di capitalizzazione hanno toccato i massimi e il mercato si mantiene stabile in assenza di fattori destabilizzanti in generale. Le pressioni sull'offerta stanno rientrando mentre il costo del debito è in contrazione.

## Tassi di capitalizzazione



## Tassi di capitalizzazione vs. costo del debito



Fonti: CoStar, Bloomberg. 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. Da non intendersi quale raccomandazione o ricerca di investimento. 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.

MIGLIORI IDEE

■ 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>Obbligazionario</b>						
Duration		▶	■			Il mese scorso ritenevamo esagerate le attese dei mercati circa la politica di allentamento della Federal Reserve e che per questo i rendimenti obbligazionari erano scesi su livelli troppo bassi. Avevamo quindi aumentato ulteriormente il sottopeso di duration. Con il Treasury decennale sopra il 4% sostenuto da dati macroeconomici più forti, abbiamo deciso di monetizzare la posizione e reintrodurre duration nei portafogli. Utilizzando il tasso del Treasury decennale come proxy della duration, riteniamo un intervallo equo il 4-4,25%. Manteniamo un'esposizione creditizia selettiva. Gli spread sono ridotti, ma prevediamo che i tassi di insolvenza resteranno bassi.
Credito				■		
<b>Azioni</b>						
Livello di rischio			■			Uno scenario di soft landing è sostanzialmente positivo per gli attivi rischiosi, ma il nostro ottimismo viene parzialmente moderato dall'assenza di un premio al rischio aggiuntivo nell'azionario. In questo contesto adottiamo una strategia opportunistica, approfittando delle occasioni offerte dai rialzi e dai ribassi del mercato.
<b>Alternativi</b>						
Mercati privati			▶	■		Riteniamo che una moderazione dei prezzi degli attivi e un volume contenuto di transazioni nel private equity abbiano raggiunto il punto di svolta verso la metà del 2024. 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. Nel private credit, i prezzi e le condizioni dei prestiti sono ora in linea con le medie di lungo periodo, ma i tassi elevati e le insolvenze contenute tengono alte le aspettative in termini di rendimento totale.
Hedge Fund				■		
Commodity			■			Gli hedge fund stanno beneficiando di un contesto di mercato favorevole ai gestori esperti. Continuiamo a prediligere strategie azionarie relative value, macro e market neutral. Manteniamo un posizionamento neutrale nei principali mercati delle materie prime poiché la possibilità di un aumento dei rischi geopolitici è bilanciata da un'elevata capacità inutilizzata in alcuni mercati, come quello del greggio, che in assenza di interruzioni fisiche delle forniture limita tale aumento.
<b>Transizione</b>						
Liquidità/bassa duration			■	◀		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.

MIGLIORI IDEE

# Obbligazionario globale

## Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

■ Allocazione attuale  
 ◀ Variazione

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

Obbligazionario	Il nostro giudizio					Commento
	--	-	=	+	++	
<b>Obbligazioni</b>						
Treasury statunitensi			■			
Obbligazioni indicizzate all'inflazione		▶	■			Ora che il rendimento del Treasury decennale è tornato sopra il 4% intendiamo reintrodurre duration nei portafogli. Utilizzando il tasso del Treasury decennale come proxy della duration, l'intervallo 4-4,25% è equo a nostro avviso.
Obbligazioni governative dell'Eurozona			■			Riteniamo che i TIPS siano abbastanza interessanti rispetto ai Treasury nominali nel medio termine, con un'inflazione breakeven ancora ragionevolmente contenuta.
Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti		▶		■		Abbiamo ridotto il sottopeso di duration dopo il recente rialzo dei rendimenti obbligazionari.
Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti			■			Gli spread dei mercati emergenti si sono ridotti di molto dopo la correzione estiva. Anche se alquanto costosa, continuiamo a riconoscere il valore relativo di questa classe di attivi rispetto ad altre aree molto costose del reddito fisso.
<b>Credito pubblico</b>						
Obbligazioni municipali			■		◀	Il debito dei mercati emergenti in valuta locale sembra offrire un certo valore su base relativa, con valutazioni più vicine al fair value e non elevate rispetto a quanto accaduto storicamente. Tuttavia, assegniamo un'elevata probabilità di un aumento del dollaro in caso di vittoria di Trump, evento che avrebbe effetti negativi sulla classe di attivo.
Investment Grade		■				Gli spread tra obbligazioni municipali e Treasury si sono ridotti e oggi sembrano meno convenienti e più vicini al "fair value". Continuiamo a consigliare questa classe di attivo agli investitori soggetti a imposizione fiscale, ma rispetto a un mese fa è leggermente meno interessante.
MBS/ABS					■	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.
High yield			■			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 BB, un evento raro in 25 anni.
Prestiti bancari			■			Le nostre previsioni sull'andamento dell'economia sono migliorate, con implicazioni positive per il numero di insolvenze future. Ciò nonostante il mercato high yield sconta già ampiamente questo sviluppo e infatti gli spread degli indici sono scesi sotto 300 punti base (pb).

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.

MIGLIORI IDEE

# 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>						<p>Neutrali sull'azionario statunitense in quanto i multipli (secondo le stime di consenso 2025 di circa 21x) si trovano sui livelli osservati durante il picco della pandemia e la bolla dotcom. Sia sulle valutazioni che sulle aspettative di crescita pesano le maggiori società (in termini di ponderazione) dell'indice, trainate dai temi dell'IA. I multipli equiponderati sono elevati, ma di meno.</p>
USA						<p>Manteniamo il sovrappeso nell'azionario europeo attraverso specifici segmenti di mercato in cui il rapporto rischio/rendimento è favorevole. Continuiamo a ritenere interessante il settore bancario europeo, anche se il mese scorso abbiamo chiuso la posizione nelle azioni francesi.</p>
Eurozona						<p>Il rafforzamento dello yen (JPY) è un rischio per le azioni nipponiche, ma appare correttamente scontato in quanto il mercato giapponese si è mosso al ribasso e ora scambia con uno sconto del 20% rispetto all'azionario globale. Manteniamo il sovrappeso, poiché riteniamo che il JPY si rafforzerà, ma a un ritmo graduale, mentre continuano i miglioramenti strutturali.</p>
Giappone						<p>L'assenza di uno scenario di "hard landing" a livello globale e l'attuale ciclo di tagli delle banche centrali dei mercati sviluppati sono favorevoli per gli attivi dei mercati emergenti. Le preoccupazioni strutturali per la Cina persistono e non siamo convinti che i recenti stimoli siano sufficienti per risolvere questi problemi.</p>
<i> Mercati emergenti </i>						
<b>Stile</b>						
Growth vs. Value						<p>Gli indici Growth restano sproporzionatamente esposti alle Big Tech, dove cerchiamo di mantenere un'esposizione approssimativamente neutrale.</p>
Quality						<p>Con un basso premio al rischio aggiuntivo sull'azionario ed una limitata accelerazione della crescita economica dovuta ai timori inflazionistici, continuiamo a preferire un orientamento Quality. Bilanciamo questo orientamento con un'esposizione ciclica selettiva.</p>
Large cap vs. Small cap						<p>La possibilità di sovraperformance delle società small cap è limitata, e richiederebbe crescita e inflazione favorevoli.</p>
Dividendi						<p>Riteniamo che il rischio di esposizione allo stile Dividend yield sia bilanciato. Un alto dividend yield impiegato come fattore indipendente non implica qualità, anche se molti fondi che si concentrano sui dividendi cercano anche fattori di qualità.</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.



## MIGLIORI IDEE

## Investimenti alternativi

## Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

Investimenti alternativi	Commento
<b>Private market</b>	
Private equity	<p>Riteniamo che i trend di riduzione dei prezzi degli attivi e bassi volumi di transazioni nel private equity abbiano raggiunto il tanto atteso punto di svolta verso la metà del 2024. Ci attendiamo una ripresa dei flussi di cassa degli investitori grazie all'aumento dell'attività di mercato e i prezzi degli attivi dovrebbero offrire un punto di ingresso interessante per le strategie che dispongono degli strumenti adatti per perseguire la creazione di valore in un contesto caratterizzato da un aumento del costo di servizio del debito e da multipli di indebitamento più bassi. Continuiamo a concentrarci su strategie che offrono opportunità interessanti e competenze in materia di crescita dei ricavi, espansione dei margini e ottimizzazione della struttura del capitale e riteniamo che il mid market si trovi in una situazione particolarmente favorevole per generare rendimenti interessanti in un simile contesto. Le limitate opportunità di uscita nel settore da inizio anno non fanno che sottolineare l'importanza della scelta di una strategia con un chiaro piano di creazione di valore.</p> <p>L'immobiliare commerciale core ha posto fine a una serie negativa di sette trimestri consecutivi, generando un rendimento positivo nel terzo trimestre 2024. La prolungata correzione è attribuibile all'aumento dei costi del debito e da segmenti con un'offerta elevata. Quest'anno giungerà a scadenza una quantità significativa di debito immobiliare commerciale che, secondo le attese, porterà a un aumento dei volumi delle transazioni con valutazioni di ingresso interessanti. Proseguono le dinamiche favorevoli di lungo termine nei settori chiave, mentre i problemi sul versante dell'offerta iniziano a ridimensionarsi. Ci aspettiamo che tali dinamiche possano determinare un ulteriore miglioramento dei prezzi e offrire opportunità interessanti.</p>
Real asset privati	<p>Le infrastrutture private stanno beneficiando della spinta di diversi megatrend, tra cui la digitalizzazione della società e delle economie e la transizione energetica. All'interno di questi due segmenti, abbiamo iniziato a riscontrare una divergenza di performance e valutazioni in base alle strutture operative sottostanti. Ad esempio, il calo dei prezzi energetici mette in difficoltà le aziende produttrici di energia rinnovabile con un'elevata esposizione commerciale. Nel segmento del digitale, sono stati investiti ingenti capitali nell'hyperscale, in misura sempre più consistente negli ultimi dodici mesi, quando l'intelligenza artificiale è stata al centro di crescenti attenzioni. Opportunità di minore entità, come ad esempio i data center di co-locazione, hanno subito pressioni al rialzo meno marcate sulle valutazioni. Le opportunità legate a clienti aziendali di alta qualità potrebbero rappresentare un'interessante elemento di diversificazione per i data center. Anche il settore dei trasporti è stato oggetto di maggiore interesse in quest'ultimo periodo, grazie al passaggio di proprietà di titoli che hanno recuperato terreno nel periodo post-pandemico.</p>
Private credit	<p>I prezzi e le condizioni dei prestiti privati si sono riportati in linea con la media di lungo periodo, ma i tassi elevati e le insolvenze contenute mantengono elevate le aspettative in termini di rendimento totale. Poiché le aziende cercano costantemente i modi migliori per gestire i flussi di cassa, i fornitori di soluzioni personalizzate possono sfruttare prezzi e condizioni favorevoli per le opportunità che ricadono nella terra di nessuno tra mandati più rigidi.</p>
<b>Investimenti alternativi liquidi</b>	
Hedge Fund	<p>Gli hedge fund stanno beneficiando di un contesto di mercato favorevole ai gestori esperti. Continuiamo a preferire le strategie azionarie relative value, macro e market neutral. Nell'ambito delle strategie macro, privilegiamo le strategie discrezionali con un orientamento tattico, visti i livelli favorevoli di dispersione economica a livello di mercato e di fondamentali. Nell'ambito delle strategie azionarie, manteniamo la nostra convinzione nell'azionario long/short fondamentale, ma nutriamo anche una crescente fiducia nelle strategie azionarie quantitative che stanno beneficiando del calo della correlazione tra i prezzi degli attivi a livello di azionario dovuto ai fattori geopolitici e all'incertezza sull'esito delle presidenziali statunitensi.</p>
Commodity	<p>Aumentiamo l'esposizione al petrolio nei nostri portafogli: a parità di altri fattori, la capacità residua dei Paesi OPEC e l'offerta generalmente robusta dei Paesi non OPEC dovrebbero limitare il potenziale di rialzo delle quotazioni del greggio, ma il rischio di un'escalation in Medio Oriente (e il conseguente rimbalzo dei prezzi) gioca a favore del segmento.</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 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 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 3973769 Exp 11/30/2025