

Un nuovo approccio di gestione per un nuovo regime di mercato

APPROFONDIMENTI D'INVESTIMENTO | PORTFOLIO SOLUTIONS GROUP | MAGGIO 2024

CONCLUSIONI PRINCIPALI

- La nostra strategia Global Balanced Risk Control (GBaR) si sta evolvendo in un nuovo approccio di gestione più adatto a un nuovo regime di mercato, che mira specificamente a generare rendimenti tenendo sotto controllo i rischi.
- Cosa cambia? A questo nuovo approccio stiamo affiancando nuove tecniche di costruzione e implementazione del portafoglio.
- Perché adesso? La struttura del mercato è cambiata: i rischi di correlazione sono ora più elevati. Dobbiamo adattare il nostro approccio per evitare di ottenere risultati non ottimali.
- Il nostro obiettivo principale è quello di conseguire rendimenti corretti per il rischio stabili.

Il nuovo regime dei tassi di interesse e dell'inflazione, che si discosta in modo significativo da quello degli ultimi quarant'anni, rende più difficile conseguire rendimenti stabili. Ciò nonostante, riteniamo che sia un traguardo raggiungibile. In che modo? Ricalibrando il processo d'investimento così da prendere atto di questo cambiamento di regime, integrandolo con sofisticate tecniche di costruzione e implementazione del portafoglio.

Il ciclo di ribassi dei tassi d'interesse durato dal 1981 al 2021, che ha innescato una vigorosa fase rialzista nel mercato obbligazionario, si è ora interrotto bruscamente. Questo cambia tutto. Perché? Per semplificare, i tassi d'interesse sono saliti notevolmente rispetto ai minimi precedenti, rendendo problematica la diversificazione tra azionario e obbligazionario e più difficile la generazione di rendimenti stabili. Riteniamo che ciò sia insostenibile e rappresenti un problema per gli investitori, un argomento di cui abbiamo parlato in dettaglio nel nostro white paper: Perché preferire rendimenti corretti per il rischio stabili: perché adesso?

Qual è la buona notizia? Offriamo quella che crediamo essere una soluzione percorribile.

AUTORI



JIM CARON
Chief
Investment Officer,
Portfolio
Solutions Group



RYAN MEREDITH
Head of the
Portfolio
Solutions Group



LAURA BIANCATO
Portfolio Specialist
Portfolio
Solutions Group

Cercare una soluzione per conseguire rendimenti superiori in un nuovo regime di mercato

Quando gestiamo i portafogli, il nostro obiettivo primario è conseguire rendimenti stabili, concepiti per generare un compounding prevedibile nel tempo. A tal fine, occorre gestire attivamente e in modo flessibile i pesi delle componenti obbligazionaria e azionaria, tenendo conto sia degli obiettivi di rendimento che dei rischi. Ma c'è dell'altro. Dobbiamo costruire portafogli che siano in grado anche di integrare le differenze di stili e di fattori che possono rivelarsi più efficaci in funzione del regime di mercato.

A causa del cambio di regime, ci aspettiamo una correlazione molto più elevata tra i rendimenti obbligazionari e quelli azionari rispetto agli ultimi decenni. Nella Figura 1 si osserva la correlazione a lungo termine tra i rendimenti delle azioni e quelli delle obbligazioni: le correlazioni hanno registrato un notevole aumento negli ultimi anni e riteniamo che rimarranno probabilmente elevate. Questo perché uno dei fattori principali alla base del fenomeno sono i cicli di rialzo dei tassi d'interesse e dell'inflazione e il loro effetto combinato sui rendimenti obbligazionari.

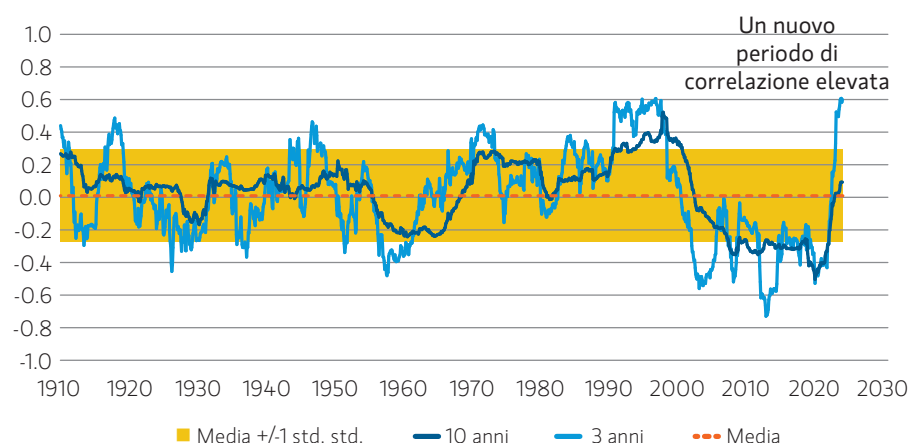
Durante periodi come la fine degli anni '40 e l'inizio degli anni '50, sono state attuate politiche volte a ridurre i tassi d'interesse e ad aumentare il PIL nominale, al fine di ripagare il deficit accumulato dagli Stati Uniti durante la seconda guerra mondiale. Le correlazioni sono conseguentemente calate durante questo periodo. Successivamente, negli anni '60 e '70 i rendimenti obbligazionari sono risaliti, accelerando ulteriormente in concomitanza con l'impennata dell'inflazione. Ciò ha portato in entrambi i decenni ad un aumento delle correlazioni tra i rendimenti azionari e quelli obbligazionari, causato principalmente dai cicli dei tassi d'interesse e dell'inflazione.

Analogamente, le correlazioni sono diminuite quando i tassi d'interesse e l'inflazione sono calati in seguito alle politiche di globalizzazione avviate alla fine degli anni '90. Le correlazioni

FIGURA 1

L'obbligazionario non rappresenta necessariamente una copertura per l'azionario

Un'elevata correlazione della performance si verifica spesso

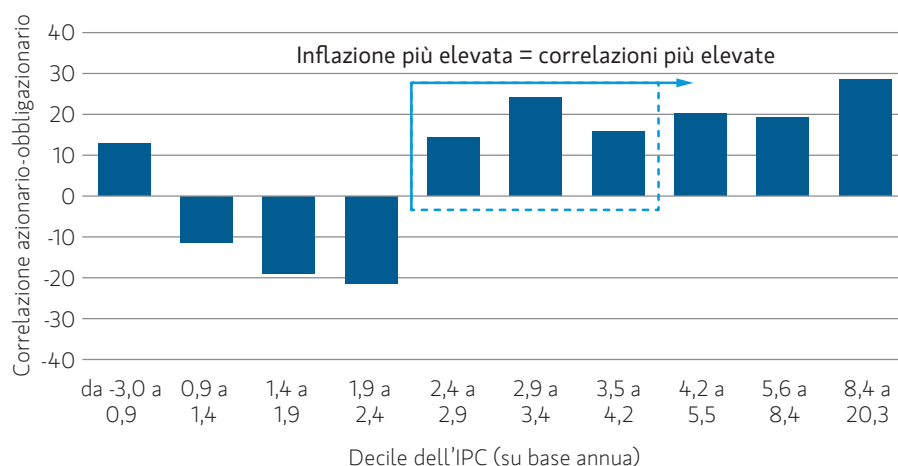


Fonte: correlazioni mobili a 3 e 10 anni. Shiller, Bloomberg, Macrobond, MSIM. Al 31 marzo 2024. L'obbligazionario è rappresentato dai rendimenti aggregati dei Treasury USA tratti da "A History of Interest Rates" di Robert Shiller, mentre l'azionario dall'indice S&P 500. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. Gli indici vengono riportati a soli scopi illustrativi e non includono spese, commissioni né oneri di vendita, che ne ridurrebbero la performance. Gli indici non sono gestiti e non sono strumenti investibili. Non è possibile investire direttamente in un indice. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

FIGURA 2

L'inflazione è il fattore chiave alla base della correlazione tra azionario e obbligazionario

Correlazione tra i rendimenti totali dell'S&P 500 e quelli dei Treasury USA a 10 anni per decile di inflazione



Fonte: Analisi MSIM, Bloomberg, FactSet, Haver, GFD. Al 31 marzo 2024. L'azionario statunitense è rappresentato dall'indice S&P 500, l'obbligazionario dai Treasury USA decennali. Le definizioni degli indici sono riportate nella sezione Informazioni importanti. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. Gli indici non includono spese, commissioni o oneri di vendita, che riducono la performance. L'indice non è gestito e non è da intendersi come un investimento. Non è possibile investire direttamente in un indice. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

sono diminuite ulteriormente con l'introduzione del quantitative easing, che ha comportato un notevole abbassamento dei tassi d'interesse, in risposta alla crisi finanziaria globale del 2007-2009.

Ora che le politiche volte a mantenere bassi i tassi d'interesse sono venute meno, e considerato anche che l'inflazione è diventata un rischio concreto, è probabile che vedremo queste correlazioni tra i

rendimenti aumentare e rimanere elevate per lungo tempo. Ciò costituisce un cambio di regime. Un regime caratterizzato da un'inflazione più alta e da correlazioni più elevate tra i rendimenti azionari e quelli obbligazionari (Figura 2).

Una delle osservazioni principali da fare sulla Figura 1 è che non è la normalità, né è comune, che l'obbligazionario funga da copertura naturale per l'azionario. Al contrario, la loro relazione è estremamente dipendente dal regime di mercato e viene influenzata da fattori esogeni come le politiche monetarie. Come gestori degli investimenti, il nostro timore è che molti possano pensare che gli ultimi 40 anni costituiscano la normalità di "come va il mondo" e che si possa ritornare alla norma di questo passato recente.

Tuttavia, noi abbiamo idee diverse in merito a questo scenario e ricerchiamo soluzioni d'investimento innovative al di là di ciò che viene comunemente ritenuto essere la norma. In altre parole, una maggiore allocazione obbligazionaria non sempre si traduce in un minor rischio per i rendimenti.

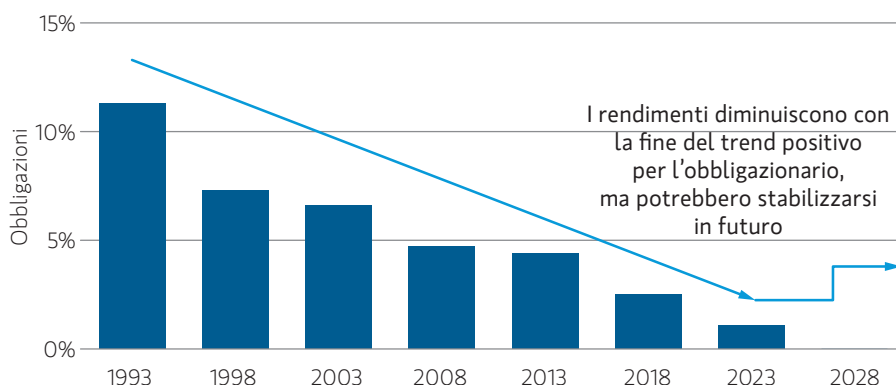
L'equilibrio dei rischi può variare maggiormente nel tempo in quanto i rendimenti obbligazionari sono meno stabili. Ciò risulta evidente da una serie di parametri in cui vediamo una crescita economica più forte che avvantaggia l'azionario, ma che è contrassegnata da un modesto aumento dell'inflazione che finisce col penalizzare i rendimenti obbligazionari, cosa che ha già iniziato a verificarsi (Figura 3). A nostro avviso, è necessario riconoscere questo cambio di regime e dar prova della flessibilità necessaria per calibrare la costruzione del portafoglio e conseguire rendimenti corretti per il rischio stabili. Perché? Principalmente perché un equilibrio statico tra azioni e obbligazioni (ad esempio 60/40) potrebbe essere tutt'altro che ottimale quando i tassi d'interesse non tendono più al ribasso.

In questo momento, adottare una gestione attiva e ridurre il rischio possono sembrare due azioni contraddittorie agli occhi di alcuni investitori. Tuttavia, la nostra analisi rivela che in un contesto segnato

FIGURA 3

I rendimenti obbligazionari non sono più quelli di una volta

Il calo dei rendimenti attesi riduce i vantaggi della diversificazione



Fonte: Al 31 marzo 2024. Rendimenti obbligazionari annualizzati a 5 anni rappresentati dall'indice Bloomberg Aggregate Bond. Le definizioni degli indici sono riportate nella sezione Informazioni importanti. Gli indici non includono spese, commissioni o oneri di vendita, che riducono la performance. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. L'indice non è gestito e non è da intendersi come un investimento. Non è possibile investire direttamente in un indice. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

dal costante mutare dei tassi d'interesse, dell'inflazione e delle politiche monetarie, la gestione attiva e l'attenzione per la riduzione del rischio non entrano necessariamente in conflitto. Di fatto, crediamo fermamente che si integrino a vicenda.

Adottare una gestione attiva significa anche capire quando passare da un regime all'altro

La gestione attiva è spesso vista come una serie di modifiche tattiche delle posizioni che compongono una strategia d'investimento. In passato, adottare una gestione attiva significava concentrarsi sulla variazione dei pesi tra azionario e obbligazionario, ma oggi è molto di più. Riteniamo che oggi la gestione attiva implichi la capacità di un gestore di cambiare stile di investimento per rispecchiare un cambio di regime. La gestione attiva che prevede la ricostruzione del portafoglio per adattarlo al giusto regime di mercato è l'essenza del nostro approccio.

A nostro avviso, ci sono quattro modalità per evolvere la nostra strategia Global Balanced Risk Control (GBaR) e aggiungere valore:

- 1. CONTROLLO DEL RISCHIO – SAPPIAMO CHE I PORTAFOGLI GESTITI IN BASE ALLA VOLATILITÀ TENDONO A GENERARE UNA BUONA PERFORMANCE NEL TEMPO.** Riteniamo che prevedere la

volatilità sia uno dei nostri punti di forza, sia per quanto riguarda la comprensione del rischio sottostante delle singole classi di attivo, sia per il rapporto di rischio che sussiste tra di loro. Poiché la volatilità del mercato è più prevedibile rispetto ai cambiamenti direzionali del mercato, la gestione della volatilità dei rendimenti può creare valore attraverso una maggiore esposizione al compounding e alla natura tendenziale dei mercati.

Ma comprendere le caratteristiche di volatilità che interessano il portafoglio in generale è un miglioramento dell'approccio che adottiamo per assicurare una maggiore prevedibilità del rischio di ribasso dei rendimenti. Ridurre quest'incertezza è ciò che ci consente di beneficiare del compounding dei rendimenti nel corso del tempo.

Va detto che i portafogli gestiti in base alla volatilità differiscono dai portafogli i cui pesi sono determinati dalla capitalizzazione o dai benchmark, in quanto ribilanciano le esposizioni in caso di aumento del rischio o della correlazione. Questo approccio è secondo noi preferibile ai portafogli basati su benchmark che vengono ribilanciati passivamente in base ai rendimenti determinati dai mercati.

Di conseguenza, se a una volatilità più elevata vengono associati rendimenti negativi, i portafogli basati su benchmark spesso aumentano la loro esposizione ad attivi con un profilo di rischio più elevato.

2. DIPENDENZA DAL REGIME DI MERCATO – LA GESTIONE TATTICA È D'OBBLIGO NEL CONTESTO ATTUALE DI ELEVATI TASSI, INFLAZIONE E INCERTEZZA. Come già anticipato, la capacità di identificare i regimi di mercato è fondamentale per determinare se i risultati migliori giungeranno da un approccio basato sulla volatilità o sui benchmark. Quale di questi due approcci si debba privilegiare varia a seconda che il mercato si stia muovendo in maniera tendenziale oppure sia in una fase di mean reversion.

Ad esempio, quando i tassi erano bassi il mercato si è trovato in un periodo prolungato di bassa volatilità, che, essendo prevedibile, ha portato a periodi caratterizzati da trend ben definiti. Quando le banche centrali, come la Fed, hanno iniziato ad aumentare i tassi, abbiamo osservato un ritorno a un mercato più incerto, con una maggiore propensione alla mean reversion. A complicare le cose, alcuni settori del mercato si sono mossi in maniera tendenziale simultaneamente, a causa dell'influenza esercitata dall'intelligenza artificiale (IA) sulle valutazioni.

Riteniamo che la capacità di riconoscere le oscillazioni tra questi due regimi sia fondamentale per gestire con successo una strategia a rischio bilanciato. Sì, vogliamo bilanciare il rischio, ma dobbiamo anche essere consapevoli dell'importanza dei benchmark nei periodi di significativa mean reversion. La gestione tattica ci permette di sfruttare le opportunità e di evitare i rischi.

3. IMPLEMENTAZIONE – LA GESTIONE ATTIVA È UN MECCANISMO CONCEPITO PER GENERARE SOVRAPERFORMANCE, MA DEVE ESSERE ATTUATA IN MANIERA SELETTIVA E INTEGRATA. Gli investitori fanno spesso affidamento sulla gestione attiva per ricavare alpha (contrariamente al beta, che deriva semplicemente dall'esposizione al mercato). A questo proposito, abbiamo osservato un alpha positivo e persistente in vari mercati, ma accompagnato da

FIGURA 4

Implementare i nostri giudizi tattici a livello di portafoglio complessivo



Fonte: MSIM. Al 29 aprile 2024. Solo a scopo illustrativo. Illustra il modo in cui il team di gestione del portafoglio applica in genere il suo processo d'investimento in condizioni di mercato normali.

una serie di sfide. Segnatamente, la sfida associata all'alpha è che quest'ultimo non è conseguibile in maniera uguale o efficiente in tutte le strategie attive.

Di norma l'alpha deriva esclusivamente dalla selezione dei titoli e dal market timing. Non tutti gli investitori sono ugualmente capaci di identificare, e quindi sfruttare, queste diverse fonti di rendimento. Per conseguire in maniera consistente i rendimenti basati sull'alpha dobbiamo utilizzare elaborati modelli basati sui fattori e sull'analisi bottom-up delle posizioni al fine di valutare la performance.

Per illustrare ulteriormente le complessità che ci troviamo a gestire, di recente abbiamo osservato dei cambiamenti nell'importanza del contributo al rischio proveniente da queste fonti. Ad esempio, i fattori di rischio residuo (settore tecnologico e non-momentum), sono fattori chiave che determinano il successo della gestione attiva in molteplici modi. Sintetizzare la complessità di questi fattori in un portafoglio d'investimento a lungo termine rappresenta una sfida per gli investitori e il nostro compito è esattamente quello di delinearla e risolverla.

4. COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO – COMBINARE I COMPLESSI ASPETTI DI UN PORTAFOGLIO NECESSITA UN APPROCCIO INTEGRATO. La complessità delle fonti e la varianza dei rendimenti fanno dell'integrazione un elemento imprescindibile del processo di costruzione di un portafoglio.

L'approccio tradizionale alla costruzione del portafoglio con i gestori attivi consiste nel selezionare i gestori in base a tutte le loro fonti di rendimento, in modo tale da scegliere prima il beta e poi l'alpha. La conseguenza di un simile approccio è che le fonti di alpha meno efficienti vengono scelte senza tenere in giusta considerazione la loro interazione reciproca.

Noi operiamo in tutt'altro modo. Cominciamo dall'alpha e riconosciamo che queste fonti di alpha portano con sé "bias" sia legati al beta che ai fattori. La fonte di alpha più efficiente viene poi costruita in modo da massimizzare le aree in cui l'alpha può essere ottenuto in maniera efficiente, ma approfittando anche del vantaggio garantito dalla sua diversificazione.

Si può quindi sovrapporre e implementare nel portafoglio un paniere tattico, strutturato intorno all'allocatione attiva e pensato per svolgere quattro funzioni:

- I. Mitigare eventuali bias attivi derivanti dalle nostre scelte relative all'alpha.
- II. Calibrare la nostra preferenza in termini di tracking error totale.
- III. Puntare al bilanciamento più efficiente del rischio rispetto al rendimento.
- IV. Consentirci di esprimere il nostro posizionamento tattico (Figura 4)

I mercati hanno 3 dimensionalità: possono tendere al rialzo, tendere al ribasso o muoversi lateralmente. In

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

altre parole, un mercato può esibire un trend o una mean reversion. Molte strategie sono concepite rigidamente per ottenere risultati migliori in un contesto o nell'altro. Nel nostro caso abbiamo ideato una strategia in grado di sfruttare le opportunità offerte da entrambi i regimi. Dunque per noi non si tratta di una scelta che esclude l'uno o l'altro scenario, ma che punta a trarre vantaggio da entrambi.

E quale dei due è il migliore? A nostro avviso, uno non è necessariamente migliore dell'altro. Ciò che conta per generare risultati migliori nel tempo è la capacità di essere flessibili e di riposizionare un portafoglio che sia in grado di passare da un regime all'altro. Per capire in quale regime si trovano i mercati o, cosa ancor più importante, verso quale regime si stanno dirigendo, occorrono competenze ben precise. Per individuare questi regimi ci affidiamo molto all'analisi top-down del nostro team di ricerca Capital Markets, un team chiave all'interno del più ampio Portfolio Solutions Group.

Possiamo amplificare le caratteristiche di momentum della nostra strategia di controllo del rischio quando il mercato registra un trend, ma possiamo anche ricostruire il portafoglio, posizionandolo per un contesto di mean reversion quando i mercati non esprimono alcun trend. In altre parole, possiamo sostituire il fattore momentum come determinante dei rendimenti con

qualcos'altro, ad esempio il fattore value. Di fatto, è ciò che stiamo facendo proprio ora.

Bisogna ribadire che la gestione attiva, che include la ricostruzione del portafoglio per adattarlo al giusto regime di mercato, è fondamentale. Questa è la modifica chiave che stiamo implementando.

La costruzione e l'implementazione di portafoglio determinano l'alpha

Il nostro obiettivo è gestire le elevate correlazioni tra i rendimenti azionari e quelli obbligazionari, laddove le obbligazioni non costituiscono più una copertura delle azioni così efficace come in passato. Questa è una parte della nostra soluzione, ma per completare il processo dobbiamo anche costruire un portafoglio e implementare correttamente l'asset allocation. Facciamo un esempio.

In questo caso, costruiamo i portafogli selezionando le allocazioni ai gestori attivi e lavoriamo con grande impegno per individuare quelle in grado di migliorare le caratteristiche di rischio/rendimento dei nostri portafogli.

La selezione dei gestori richiede una comprensione dettagliata del modo in cui vengono generati i loro rendimenti, nonché dei tipi di rischi di investimento che si assumono. La nostra analisi mostra se un gestore ha generato una forte performance attraverso una selezione vincente

dei titoli (alpha) o semplicemente attraverso alti livelli di esposizione al mercato (beta).

Per comprendere il profilo di rendimento di un gestore, utilizziamo modelli basati sui fattori. Questi modelli quantificano la percentuale del profilo rischio/rendimento di un gestore che deriva da fattori comuni (i cosiddetti "bias"). Sono esempi di bias di un gestore fattori quali (tra gli altri) paese, stile, settore, volatilità e momentum. Con la modellazione basata sui fattori, isoliamo i rendimenti specifici del gestore (alpha) e i rischi attivi che si assume per ottenere tali rendimenti, che derivano dallo stile di trading distintivo di ognuno. L'analisi dei fattori può aiutare a identificare i gestori competenti, concentrandosi sulle loro capacità di selezione dei titoli, e a controllare meglio il rischio del portafoglio, riducendone la volatilità complessiva.

Le esposizioni ai fattori da parte dei gestori possono non essere in linea con la nostra asset allocation strategica, in quanto potenzialmente negative per gli obiettivi che stiamo cercando di raggiungere. Pertanto, quando costruiamo un portafoglio, dobbiamo gestire e controllare questi bias puntando a ridurre la volatilità del portafoglio in modo da poter offrire una performance persistente e stabile. Il nostro approccio consiste nell'eseguire un processo di ottimizzazione volto a ridurre le esposizioni indesiderate e mantenere l'alpha del gestore. Ciò avviene creando e investendo in un'esposizione diversa, il suddetto paniere tattico, concepito per annullare queste esposizioni indesiderate.

Il processo di ottimizzazione esamina i portafogli sottostanti dei gestori, raffronta tutte le esposizioni del portafoglio ai fattori comuni (stile, settore, paese, ecc.) con il benchmark e quindi acquista titoli del benchmark che hanno esposizioni ai fattori "mancanti" nel portafoglio (ossia sottopesate), ma che sono inclusi nel benchmark.

Tale approccio cerca di avvicinare le esposizioni ai fattori dei gestori alle esposizioni ai fattori del benchmark.

Ad esempio, se prendiamo la decisione tattica di posizionarci in azioni growth, l'ottimizzazione creerà un'esposizione efficiente, corrispondente alla nostra scelta, anziché inserire altre esposizioni

da un gestore che non vogliamo né abbiamo scelto. L'obiettivo del programma di ottimizzazione è quello di rendere efficiente il nostro processo di investimento.

Vogliamo assolutamente mantenere l'alpha di un gestore all'interno della nostra asset allocation. Il rischio attivo che l'ottimizzazione non può neutralizzare mediante la diversificazione è il rischio di stock-picking, che deriva dai singoli titoli selezionati dai gestori sottostanti che non può essere ricondotto a un fattore comune. La selezione dei titoli è la quintessenza del servizio pagato dagli investitori per la gestione attiva.

Così facendo, ciò che rimane agli investitori è un portafoglio costituito principalmente dall'esposizione al rischio di stock-picking, cioè le scelte dei gestori attivi, mentre gran parte dell'esposizione ai fattori a cui non vogliamo essere esposti nel portafoglio è stata neutralizzata.

Ciò non significa che non esprimeremo giudizi su questi fattori nel portafoglio, ma che questi saranno espressi come nostre decisioni tattiche.

Per maggiori informazioni, si rimanda ai nostri precedenti white paper dedicati a questo argomento: Gestione attiva e modellazione fattoriale dinamica e Nuove dimensioni nell'asset allocation.

Evoluzione e adattamento a una nuova struttura di mercato

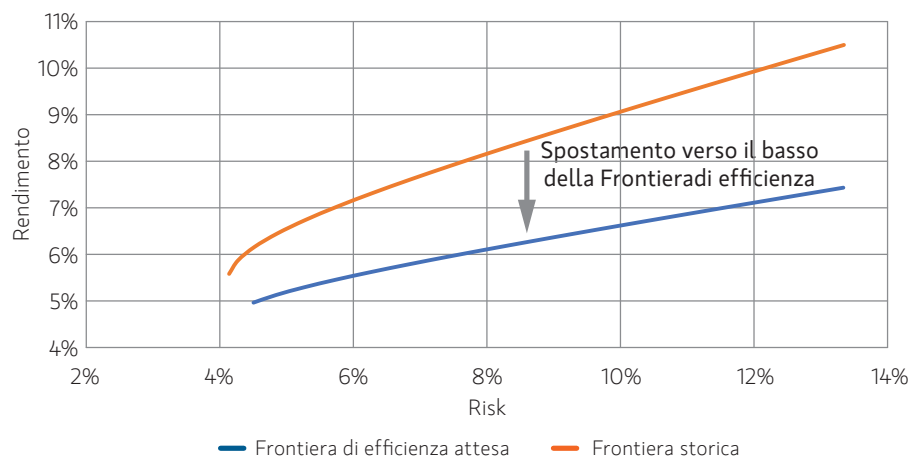
Abbiamo dimostrato che la nostra strategia GBaR può conseguire una volatilità dei rendimenti uniforme gestendo attivamente un portafoglio multi-asset. Ma non è sufficiente.

Il nuovo regime di mercato ci impone di evolvere le nostre tecniche di costruzione e implementazione del portafoglio con l'obiettivo di aumentare/raggiungere rendimenti stabili derivanti dall'identificazione e dall'isolamento del beta e dell'alpha dal nostro processo di selezione degli investimenti.

Il vantaggio consiste nel fatto che spostiamo l'attenzione della nostra strategia sull'ottimizzazione della capacità di catturare i rendimenti del mercato, anziché sacrificare i

FIGURA 5

Lo spostamento verso il basso della frontiera di efficienza richiede un cambiamento nelle tecniche di gestione per raggiungere i rendimenti target.



Source: Bloomberg, MSIM Capital Markets Group. As of March 31, 2024. Bonds are represented by the Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index; equities are represented by the S&P 500 Index. Historical Frontier covers period from February 1988 – March 2024. Projected frontier is an illustration based on PSG's long term CMA assumptions. Index definitions can be found in the disclosure section. Forecasts/estimates are based on current market conditions, subject to change, and may not necessarily come to pass. The indexes do not include any expenses, fees or sales charges, which would lower performance. The index is unmanaged and should not be considered an investment. It is not possible to invest directly in an index. **Past performance is no guarantee of future results.**

rendimenti solo per rispettare un intervallo di volatilità. In altre parole, la nostra priorità verte sulla cattura dei rendimenti offerti dal mercato, pur mantenendo un metodo rigoroso di controllo del rischio che punta a ottimizzare l'alpha.

In questa tipologia di asset allocation strategica, applicando un simile metodo, il contributo dell'alpha al nostro portafoglio non proviene esclusivamente dal nostro processo di controllo del rischio. Si tratta anche di un'evoluzione importante della nostra strategia d'investimento, perché, oltre al rischio, controlleremo anche i bias ai fattori e agli stili.

In altri termini, stiamo isolando le esposizioni che intendiamo avere nel nostro portafoglio d'investimento e riducendo l'esposizione ai rischi che non vogliamo. Questo ci aiuta a concentrarci sulle caratteristiche di rendimento del portafoglio che corrispondono sia alle nostre opinioni che agli obiettivi dei clienti.

Conclusioni

Quando i mercati si evolvono, noi dobbiamo evolverci con loro. Ma ciò

che è rimasto immutato è il nostro obiettivo di offrire rendimenti stabili e persistenti a prescindere dal regime di mercato corrente o prospettico. Riteniamo che la frontiera di efficienza, che illustra il rapporto tra rischio e rendimento, si sia spostata verso il basso e verso destra, rendendo più difficile raggiungere gli stessi rendimenti corretti per il rischio osservati dal 1988 a marzo 2024 (Figura 5). Di conseguenza, dobbiamo impiegare le tecniche di gestione del portafoglio aggiuntive descritte per generare ulteriore alpha e migliorare i rendimenti corretti per il rischio. Ciò è necessario per conseguire rendimenti stabili nel futuro contesto di mercato.

Riteniamo di poter vantare una comprovata esperienza a supporto della nostra capacità di adattamento a regimi di mercato mutevoli attraverso tecniche di costruzione e implementazione del portafoglio, senza mai trascurare il controllo del rischio. Abbiamo inoltre capacità e l'esperienza su più classi di attivo come necessario prerequisito per questa soluzione e per raggiungere gli obiettivi che gli investitori si aspettano dalle nostre strategie.

Risk Considerations

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento della strategia venga raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal portafoglio diminuisca e che il valore delle azioni del portafoglio sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarle. I valori di mercato possono cambiare quotidianamente a causa di eventi economici e di altro tipo (ad es. catastrofi naturali, crisi sanitarie, terrorismo, conflitti e disordini sociali) che interessano mercati, paesi, aziende o governi. È difficile prevedere le tempistiche, la durata e i potenziali effetti negativi (ad esempio la liquidità del portafoglio) degli eventi. Di conseguenza, l'investimento in questo portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Inoltre, la strategia può essere esposta ad alcuni rischi aggiuntivi. Esiste il rischio che, in base alle effettive condizioni di mercato, la metodologia e le ipotesi di asset allocation elaborate dal Consulente per i portafogli sottostanti si rivelino errate e che il portafoglio non raggiunga il suo obiettivo d'investimento. I corsi azionari tendono inoltre a essere volatili e la possibilità di subire perdite è significativa. Gli investimenti del portafoglio in certificati legati alle materie prime comportano rischi notevoli, ivi compreso il rischio di un sensibile deprezzamento del capitale investito. In aggiunta ai rischi inerenti alle materie prime, tali investimenti sono esposti a rischi specifici, quali il rischio di perdita di capitale e interessi, l'assenza di un mercato secondario e il rischio di livelli superiori di volatilità, che non interessano i tradizionali titoli azionari e di debito. Le oscillazioni dei cambi potrebbero annullare i guadagni generati dagli investimenti o accentuare le perdite. 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. Le azioni e i titoli esteri risentono in genere di una maggiore volatilità rispetto agli strumenti obbligazionari e sono soggetti a rischi di cambio, politici, economici e di mercato. Le quotazioni tendono a oscillare in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. I titoli delle società a bassa capitalizzazione comportano rischi particolari, come l'esiguità delle linee di prodotto, dei mercati e delle risorse finanziarie, e possono registrare una maggiore volatilità di mercato rispetto a quelli di società più consolidate di dimensioni maggiori. I rischi associati agli investimenti nei mercati emergenti sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei mercati sviluppati esteri. Le azioni degli exchange traded funds (ETF) comportano molti dei rischi associati agli investimenti diretti in azioni ordinarie od obbligazioni e il loro valore di mercato oscilla al variare del valore dell'indice sottostante. Investendo in ETF e in altri fondi d'investimento, il portafoglio assorbe sia le proprie spese che quelle degli ETF e dei fondi d'investimento nei quali investe. La domanda e l'offerta di ETF e di Fondi d'investimento potrebbero non essere correlate a quelle dei titoli sottostanti. Gli strumenti derivati possono essere illiquidi, amplificare le perdite in misura più che proporzionale e avere un impatto negativo potenzialmente consistente sulla performance del Portafoglio. Un contratto a termine su valute è uno strumento di copertura che non implica alcun pagamento anticipato. L'uso della leva finanziaria può accentuare la volatilità del Portafoglio. La diversificazione non protegge dalle perdite in un particolare mercato, tuttavia permette di distribuire il rischio tra le varie classi di attivo.

DEFINIZIONI

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

L'Indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond è un indice composto da circa 6.000 obbligazioni quotate in borsa, tra cui obbligazioni governative, garantite da ipoteca, societarie e Yankee degli Stati Uniti con una scadenza media di circa 10 anni.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

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

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati.

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

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

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

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori

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

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

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale e tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non sono da intendersi quale offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

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

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni od oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

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

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

merito all'utilizzo proprio o improprio del presente materiale da parte degli intermediari finanziari.

Il presente materiale potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente materiale, farà fede la versione inglese.

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

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

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

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

Nelle giurisdizioni esterne agli Stati Uniti e all'UE, i materiali di Eaton Vance vengono pubblicati da Eaton Vance Management (International) Limited ("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 11096HA, Paesi Bassi. **Francia** – MSIM FMIL (filiale di Parigi), 61 rue Monceau, 75008 Parigi, Francia. **Spagna** – MSIM FMIL (filiale di Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Spagna. **Germania** – MSIM FMIL, filiale di Francoforte, Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Francoforte sul Meno, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Danimarca** – MSIM FMIL (filiale di Copenaghen), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axelortov 2, 1609 Copenhagen V, Danimarca.

MEDIO ORIENTE

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

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

Questo documento riguarda un prodotto finanziario che non è soggetto ad alcuna forma di regolamentazione o approvazione da parte della DFSA. La DFSA non è responsabile di esaminare o verificare alcun documento in relazione al presente prodotto finanziario. Pertanto, la DFSA non ha approvato questo documento né altra documentazione associata, non ha adottato alcuna misura per verificare le informazioni ivi contenute e declina ogni responsabilità in merito. Il prodotto finanziario a cui si fa riferimento nel presente documento può essere illiquido e/o soggetto a restrizioni

relativamente alla sua cessione o trasferimento. Si raccomanda ai potenziali acquirenti di effettuare delle verifiche di due diligence indipendenti sul prodotto finanziario. In caso di dubbi circa il contenuto del presente documento si consiglia di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.

Stati Uniti – NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO

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

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

ASIA-PACIFICO

Hong Kong – Il presente materiale è distribuito da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente agli "investitori professionali", ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo materiale non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente materiale è distribuito da Morgan Stanley Investment Management Company e non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor", ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato), ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che, anche in questi casi, la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. La presente pubblicazione non è stata esaminata dalla Monetary Authority of Singapore. **Australia** – Il presente materiale è fornito da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL No. 314182 e relative consociate e non rappresenta un'offerta di partecipazioni. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited provvede affinché le consociate di MSIM forniscano servizi finanziari ai "clienti wholesale" australiani. Le partecipazioni verranno offerte unicamente in circostanze per le quali non sia prevista l'esistenza di informative ai sensi del Corporations Act 2001 (Cth) (il "Corporations Act"). Qualsiasi offerta di partecipazioni non potrà intendersi tale in circostanze per le quali sia prevista l'esistenza di informative ai sensi del Corporations Act e verrà proposta unicamente a soggetti che si qualificano come "clienti wholesale" secondo le definizioni indicate nel Corporations Act. Il presente materiale non verrà depositato presso la Australian Securities and Investments Commission.

Giappone – Il presente materiale è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente materiale viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni od offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d'investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,20% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente materiale è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), membro di: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.