

Morgan Stanley

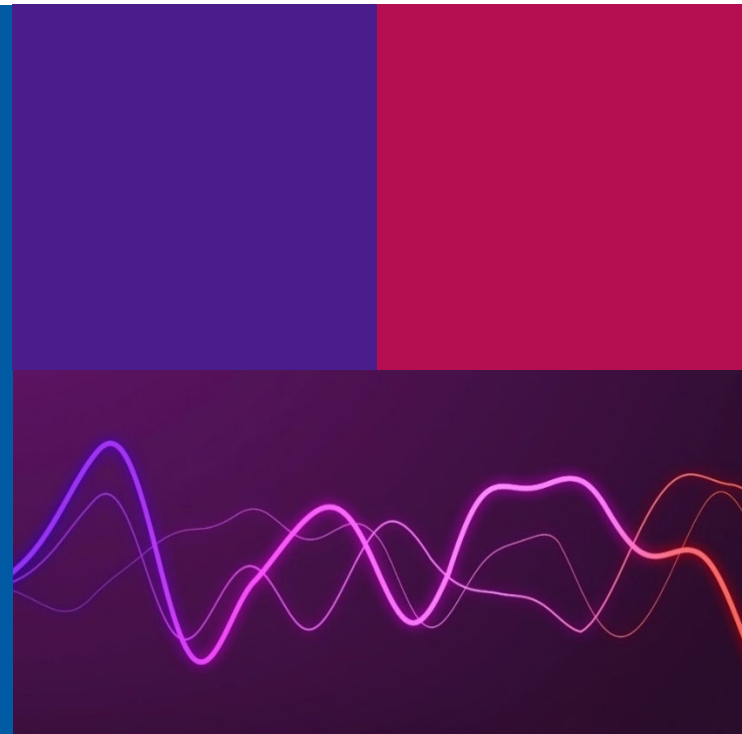
INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

Bonds | Equities | Alternatives | Transition

Guida mensile ai mercati globali e all'asset allocation

Prospettive per il 2026



VIEW PRINCIPALI

La traiettoria degli eventi futuri nel 2026: dalla “K” alla “U”

Nel 2026, l'andamento dell'economia e la performance dei mercati potrebbero seguire una traiettoria più a U che non a K. I minimi sono probabilmente stati toccati nel 2025, un fatto in parte mascherato dalla forte performance dell'azionario, trainato da un pugno ristretto di società leader. Sebbene il 2025 abbia rappresentato una fase di debolezza, le politiche monetarie e di bilancio globali hanno preso una direzione prociclica per affrontarla. Riteniamo che ci sia spazio per un ampliamento della ripresa sia del mercato sia dell'economia, con il potenziale di sorprendere al rialzo, formando il lato destro della “U” durante il 2026.



Una politica prociclica coordinata favorisce l'azionario statunitense

La politica di bilancio è stata pesantemente orientata verso l'immediato, con benefici potenziali attesi per il 2026/2027. Le spese in conto capitale (capex) rimangono vigorose, approfittando di ammortamenti più rapidi e fornendo un supporto costante alla crescita del PIL. Allo stesso tempo, la politica monetaria sta propendendo verso un allentamento in risposta all'indebolimento del mercato del lavoro. È inoltre probabile che i consumatori beneficino di un'ulteriore riduzione del carico fiscale.



Aumento della produttività: enfasi sulla deregolamentazione

Sul finire del 2024, avevamo illustrato come le politiche dell'amministrazione Trump si declinassero su tre direttive: dazi, politiche di bilancio/fiscali e deregolamentazione. Con le politiche tariffarie e fiscali ormai in gran parte definite, l'attenzione si sposta sul sostegno a una crescita più elevata della produttività, trainata dall'offerta del settore privato, riducendo al contempo la domanda meno produttiva del settore pubblico. Questo processo è già stato avviato e con ogni probabilità proseguirà anche nel 2026.



Inflazione e occupazione verso la stabilizzazione.

Per valutare i tassi, la Fed utilizza la curva di Phillips che collega l'inflazione salariale al tasso di disoccupazione. La Fed ritiene che attualmente i mercati del lavoro non siano dinamici e che il rischio sia quello di un aumento del tasso di disoccupazione e quindi di pressioni al ribasso sull'inflazione. Pertanto il taglio dei tassi, malgrado l'inflazione si collochi sopra al livello obiettivo, è giustificato.



Politiche internazionali favorevoli alla crescita

Le politiche doganali statunitensi hanno innescato iniziative di reindustrializzazione in Europa e in particolare in Germania, dove il volume delle misure di stimolo stanno raggiungendo livelli paragonabili a quelli del periodo successivo alla riunificazione. La transizione potrebbe sembrare goffa e lenta, ma è tuttavia in corso. I settori destinati a beneficiarne sono infrastrutture, difesa e finanza. Con l'inflazione ormai sotto controllo, è probabile che le politiche della BCE rimangano accomodanti.

Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team 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. Da non intendersi quale raccomandazione o ricerca di investimento.

VIEW PRINCIPALI

principali giudizi attivi

1 O/W azionario statunitense: crescita resiliente, con ulteriori sviluppi favorevoli in arrivo

2 Preferenza per le large-cap statunitensi, con un'esposizione selettiva alle mid-cap

3 Posizionamento selettivo in Europa: Generalmente neutrale, ma O/W nelle banche dell'Eurozona e nei beneficiari della spesa pubblica tedesca

4 Duration: U/W negli Stati Uniti, con un bias verso l'irripidimento della curva dei rendimenti

5 Preferenza per il credito high yield rispetto all'investment grade, in quanto i rischi di recessione sono bassi

6 Gli MBS/RMBS non emessi da agenzia rimangono il nostro principale O/W obbligazionario

Nota: O/W significa sovrappeso e U/W significa sottopeso. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio 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, 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.**

VIEW PRINCIPALI

Quadro di riferimento per gli investimenti nei mercati dei capitali

ASSET ALLOCATION	LA NOSTRA VIEW				
	--	-	=	+	++
Obbligazioni					
Duration	●	●	●	●	●
Credito	●	●	●	●	●
Azionario					
Livello di rischio	●	●	●	●	●
Alternativi					
Private markets	●	●	●	●	●
Hedge Fund	●	●	●	●	●
Materie prime	●	●	●	●	●
Transizione					
Liquidità/bassa duration	●	●	●	●	●

● **Allocazione attuale**
 ▲ **Variazione**

-- Sottopeso ad alta convinzione
 ++ Sovrappeso ad alta convinzione

- Sottopeso
 + Sovrappeso
 = Neutrale

Punti in Focus:

- 1 Mantenere un U/W di duration.
- 2 Il credito societario rimane costoso. Confermiamo una preferenza relativa per il debito dei mercati emergenti (ME) in valuta forte, i titoli garantiti da collaterale (ABS) e i prestiti bancari.
- 3 Posizionamento neutrale nell'azionario a livello globale, in un'ottica di bilanciamento dei rischi.

A solo scopo informativo e non da 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 del Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

VIEW PRINCIPALI

Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

ASSET ALLOCATION

COMMENTO

Obbligazioni

Duration	DURATION (U/W): Negli ultimi mesi, i rendimenti dei Treasury decennali sono rimasti leggermente superiori al 4%. Continuiamo a ritenere che il 4% rappresenti il livello minimo per i rendimenti decennali, se consideriamo che nel 2026 si manifesteranno ulteriori fattori favorevoli alla crescita. Pertanto, continuiamo a ritenere che per i rendimenti i rischi siano orientati al rialzo e pertanto manteniamo un U/W di duration.
Credito	CREDITO (U/W): Sebbene i fondamentali rimangano sostanzialmente stabili e gli spread delle obbligazioni societarie si stiano avvicinando ai minimi storici, osserviamo un'asimmetria rischio/rendimento più favorevole in altre aree dei mercati del credito. Preferiamo un'esposizione selettiva al credito a maggior rendimento (MBS, prestiti bancari).

Azionario

Livello di rischio	AZIONARIO (posizionamento neutro): Per quanto riguarda l'esposizione azionaria complessiva, manteniamo un posizionamento neutrale con un giudizio sempre più ottimistico con l'avvicinarsi del 2026. A livello geografico, manteniamo il sovrappeso negli Stati Uniti, dove osserviamo un sostegno strutturale all'azionario sotto forma di politiche di bilancio, politiche monetarie e aumento della produttività riconducibile all'adozione dell'IA.
--------------------	--

Alternativi

Materie prime	MATERIE PRIME (posizionamento neutro): Manteniamo un posizionamento neutrale nei mercati delle materie prime energetiche 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. Nel contesto attuale, continuiamo a considerare i metalli preziosi come un segmento che potrebbe beneficiare di dinamiche strutturali favorevoli.
---------------	---

A solo scopo informativo e non da 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 del Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

VIEW PRINCIPALI

Obbligazionario globale

LA NOSTRA VIEW

OBBLIGAZIONARIO

Obbligazioni

	--	-	=	+	++
Treasury USA	●	●	●	●	●
Obbligazioni indicizzate all'inflazione	●	●	●	●	●
Titoli di Stato dell'Eurozona	●	●	●	●	●
Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti	●	●	●	●	●
Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti	●	●	●	●	●
Credito pubblico					
Obbligazioni municipali	●	●	●	●	●
Investment grade (IG)	●	●	●	●	●
MBS*/ABS	●	●	●	●	●
High yield (HY)	●	●	●	●	●
Prestiti bancari	●	●	●	●	●

● **Allocazione attuale**
 ▲ **Variazione**

-- Sottopeso ad alta convinzione
 ++ Sovrappeso ad alta convinzione

- Sottopeso
 + Sovrappeso

= Neutrale

Punti in Focus:

- 1 Conferma degli MBS/ABS come nostro O/W obbligazionario a più alta convinzione.
- 2 Mantenere un U/W nell'IG a causa dell'insoddisfacente asimmetria del rischio rispetto agli spread.
- 3 Mantenere un O/W nei TIPS** poiché non è da escludere un aumento dell'inflazione nel 2026.
- 4 Titoli di Stato europei: O/W in quelli periferici e U/W in quelli core.
- 5 O/W nei prestiti bancari, con carry elevato e solido contesto di crescita.

*Titoli garantiti da ipoteche **Treasury indicizzati all'inflazione. A solo scopo informativo e non da 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 del Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

VIEW PRINCIPALI

Obbligazionario globale: Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

OBBLIGAZIONARIO

COMMENTO

Obbligazioni

Treasury USA (UST)	UST (U/W): il rendimento dei Treasury decennali vicino al 4% implica che i tassi sono probabilmente troppo bassi rispetto alle prospettive economiche degli Stati Uniti, dove il rafforzamento delle dinamiche positive corrobora la tesi di una riaccelerazione nel 2026. La combinazione tra una crescita più forte e un'inflazione persistente spingerà probabilmente la Fed a operare un minor numero di tagli rispetto a quelli attualmente scontati per i prossimi 12-18 mesi.
Obbligazioni indicizzate all'inflazione	Obbligazioni indicizzate all'inflazione (O/W): continuiamo a ravvisare valore in questo segmento, in particolare nelle sezioni più lunghe della curva, qualora l'inflazione dovesse rimanere persistente o addirittura riaccelerare nel 2026.
Titoli di Stato dell'Eurozona	Titoli di Stato dell'Eurozona (U/W): nonostante l'inflazione stia scendendo verso l'obiettivo, riteniamo che i rendimenti a lungo termine nell'Eurozona dovrebbero continuare a salire, poiché la spesa fiscale della Germania esercita una pressione di irripidimento sulle curve dei rendimenti. All'interno dell'Eurozona, manteniamo un O/W in Spagna e Portogallo che mostrano dinamiche di crescita e indebitamento più favorevoli.
Titoli di Stato in valuta forte dei mercati emergenti	Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti (O/W): malgrado gli spread vicini ai minimi storici, manteniamo un sovrappeso nel debito dei mercati emergenti. Le prospettive di insolvenza appaiono inferiori a quelle del credito societario, mentre gli spread corretti per la qualità rimangono più elevati.
Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti	Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti (posizionamento neutrale): i Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti continuano a registrare performance positive in USD, ma non sono stati eccezionali in altre valute, come l'euro. Ciò conferma la nostra tesi secondo cui i tassi e le valute dei mercati emergenti sono correttamente valutati, ma un giudizio sulla valuta di base potrebbe avere un impatto maggiore sui rendimenti a breve termine.

Credito pubblico

Emissioni municipali	Emissioni municipali (neutrale): nell'ultimo mese gli spread tra emissioni municipali e Treasury si sono ristretti. Continuiamo ad apprezzare questa classe di attivo per gli investitori soggetti a imposizione fiscale, ma ai livelli attuali manteniamo un orientamento neutrale.
Investment grade (IG)	Investment Grade (U/W): Con gli spread vicini ai minimi storici, l'IG presenta una convessità insoddisfacente nel contesto attuale.
MBS/ABS	Titoli garantiti da ipoteca/Titoli garantiti da collaterale (O/W): i titoli garantiti da collaterale restano il nostro sovrappeso obbligazionario a maggiore convinzione. Il rendimento per le diverse classi di qualità del credito rimane interessante e l'asset class continua a beneficiare di fattori strutturali favorevoli.
High yield (HY)	High Yield (posizionamento neutrale): manteniamo un posizionamento neutrale. Sebbene i trend fondamentali dell'HY rimangano solidi, riteniamo che l'asimmetria rischio/rendimento di questa classe di attivo sia sfavorevole, con gli spread prossimi ai minimi storici. Pertanto, intravediamo opportunità più interessanti in altri mercati del credito.
Prestiti bancari	Prestiti bancari (O/W): manteniamo un O/W nei prestiti bancari nutrendo un giudizio fondamentale positivo sulla crescita nel 2026 e osservando l'elevato carry associato a questa classe di attivo. Inoltre, riteniamo che i prestiti siano destinati a beneficiare di una correzione nella porzione breve della curva, che a nostro avviso sta scontando un taglio dei tassi troppo aggressivo in base a queste prospettive.

A solo scopo informativo e non da 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 del Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

VIEW PRINCIPALI

Azionario globale

LA NOSTRA VIEW

AZIONARIO

	--	-	=	+	++
Regione					
USA	●	●	●	●	●
Eurozona	●	●	●	●	●
Giappone	●	●	●	●	●
Mercati Emergenti (ME)	●	●	●	●	●
Stile					
Growth vs. Value	●	●	●	●	●
Quality	●	●	●	●	●
Large cap vs. small cap	●	●	●	●	●
Titoli ciclici vs. difensivi a confronto:	●	●	●	●	●

● **Allocazione attuale**
 ▲ **Variazione**

-- Sottopeso ad alta convinzione
 ++ Sovrappeso ad alta convinzione

- Sottopeso
 + Sovrappeso

= Neutrale

Punti in Focus:

- 1 O/W negli Stati Uniti alla luce dei trend di crescita positivi. O/W nei beneficiari delle politiche industriali statunitensi
- 2 Esposizione mirata in Europa; O/W nelle banche e O/W nei beneficiari della spesa pubblica tedesca.
- 3 Preferenza per le large cap statunitensi, con un'esposizione mirata alle mid cap statunitensi ed europee.
- 4 O/W nei titoli ciclici statunitensi ed europei, alla luce della spinta strutturale fornita dalle politiche monetarie.

A solo scopo informativo e non da 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 del Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

VIEW PRINCIPALI

Azionario globale: Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

AZIONARIO	COMMENTO
Regione	
USA	Stati Uniti (O/W): il vigore degli utili del 3° trimestre 2025 e la perdurante resilienza della crescita rafforzano il nostro giudizio positivo sull'azionario statunitense. Per il 2026 prevediamo una riaccelerazione della crescita, sostenuta da stimoli monetari e fiscali, interventi di deregolamentazione e dall'ulteriore diffusione dell'intelligenza artificiale. In aggiunta alla nostra esposizione core negli Stati Uniti, manteniamo un O/W in alcuni specifici beneficiari delle politiche industriali e nelle banche regionali, due segmenti che nel prossimo anno possono trarre vantaggio da una traiettoria di crescita più forte.
Eurozona	Europa (posizionamento neutrale): confermiamo il giudizio positivo sui trend strutturali europei, ma le revisioni degli utili a livello di indice continuano a sottoperformare rispetto ad altre regioni. Pertanto, optiamo per un approccio più mirato alla nostra esposizione e manteniamo l'O/W nelle banche dell'Eurozona e nelle mid cap tedesche.
Giappone	Giappone (posizionamento neutrale): le prospettive del Giappone sono complessivamente migliorate. Da un lato, infatti, le incertezze suscitate dalle politiche doganali statunitensi sono state superate e dall'altro il nuovo governo guidato da Sanae Takaichi sembra intenzionato ad aumentare la spesa pubblica, con ricadute positive. I consumi reali interni, però, restano fiacchi e le recenti tensioni con la Cina accendono il rischio di un'ulteriore indebolimento nel settore dei viaggi e in quelli dei servizi in generale.
Mercati emergenti	Mercati emergenti (posizionamento neutrale): i mercati emergenti sono sostenuti dalla resilienza della crescita globale, da un dollaro statunitense che rimane confinato in un intervallo ristretto, da un'inflazione contenuta e dall'allentamento monetario attuato dalla Fed. In Cina, i premi al rischio azionario rimangono stabili, grazie alla tenuta della tregua commerciale con Stati Uniti e a politiche interne moderatamente favorevoli. La filiera tecnologica asiatica continua a beneficiare del tema globale dell'IA. L'India, invece, ha affrontato una battuta d'arresto della crescita interna, problemi correlati all'intelligenza artificiale e tensioni con gli Stati Uniti.
Stile	
Growth vs. Value	Growth vs. Value (posizionamento neutrale): dalla metà del 2022 il posizionamento Growth vs. Value è stato dettato principalmente dall'esposizione al settore tecnologico ad alto beta, dove gli indici dello stile Growth hanno sovraperformato quelli dello stile Value quando il mercato si è mosso al rialzo, sottoperformandoli quando si è mosso al ribasso. In questo contesto, una view generalmente neutrale sull'azionario consiglia un comportamento neutrale sullo stile Growth rispetto a quello Value.
Quality	Quality (O/W): manteniamo la nostra preferenza per lo stile Quality considerato che quello Growth ha rallentato nel 2025 rispetto agli ultimi tre anni.
Large cap vs. small cap	Large Cap (O/W): confermiamo il sovrappeso nel segmento delle large cap statunitensi dove le revisioni degli utili continuano a evidenziare una sovraperformance rispetto al segmento delle small e mid cap (SMID). Adottiamo un'esposizione selettiva alle SMID sia negli Stati Uniti che in Europa, dove riteniamo che i fattori di crescita strutturali favoriscano il potenziale di rialzo.
Settori ciclici vs. settori difensivi	Ciclici (O/W): Attualmente la nostra esposizione ciclica negli Stati Uniti e in Europa si basa soprattutto su fattori di crescita strutturali, derivanti da iniziative politiche.

A solo scopo informativo e non da 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 del Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

VIEW PRINCIPALI

TEMA DI INVESTIMENTO	DESCRIZIONE	IMPLEMENTAZIONE
Espansione della spesa pubblica globale	Nei prossimi 1-2 anni la maggior parte dei paesi principali beneficerà probabilmente della spinta prodotta da un aumento della spesa pubblica. In parte stimolato dalle politiche di Trump, in parte dalle politiche industriali.	<ul style="list-style-type: none"> • U/W di duration • O/W nei TIPS vs. obbligazioni non indicizzate
Rinascimento degli investimenti in UE	Dopo decenni di sottoinvestimenti, l'UE, guidata dalla Germania, sta ampliando la capacità fiscale.	<ul style="list-style-type: none"> • O/W nel settore bancario europeo • O/W nel settore bancario francese • O/W nei beneficiari della spesa pubblica tedesca • O/W nel credito
Esplosione della produttività statunitense	L'adozione dell'intelligenza artificiale (IA), gli sgravi fiscali, la deregolamentazione e la contrazione dell'occupazione nel settore pubblico porteranno a un boom della produttività.	<ul style="list-style-type: none"> • O/W nell'azionario USA • O/W nei beneficiari delle politiche industriali statunitensi • O/W nelle società che adottano l'IA (difesa) • O/W nei prestiti bancari • O/W nelle banche regionali statunitensi
Il credito societario non è conveniente	Gli spread societari offrono un rapporto rischio/rendimento inadeguato nell'attuale contesto economico caratterizzato da un'alta volatilità, con tassi d'insolvenza ancora ragionevolmente elevati.	<ul style="list-style-type: none"> • U/W nell'IG • O/W nel debito strutturato e nel debito dei mercati emergenti

Fonte: MSIM. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio 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, 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.**

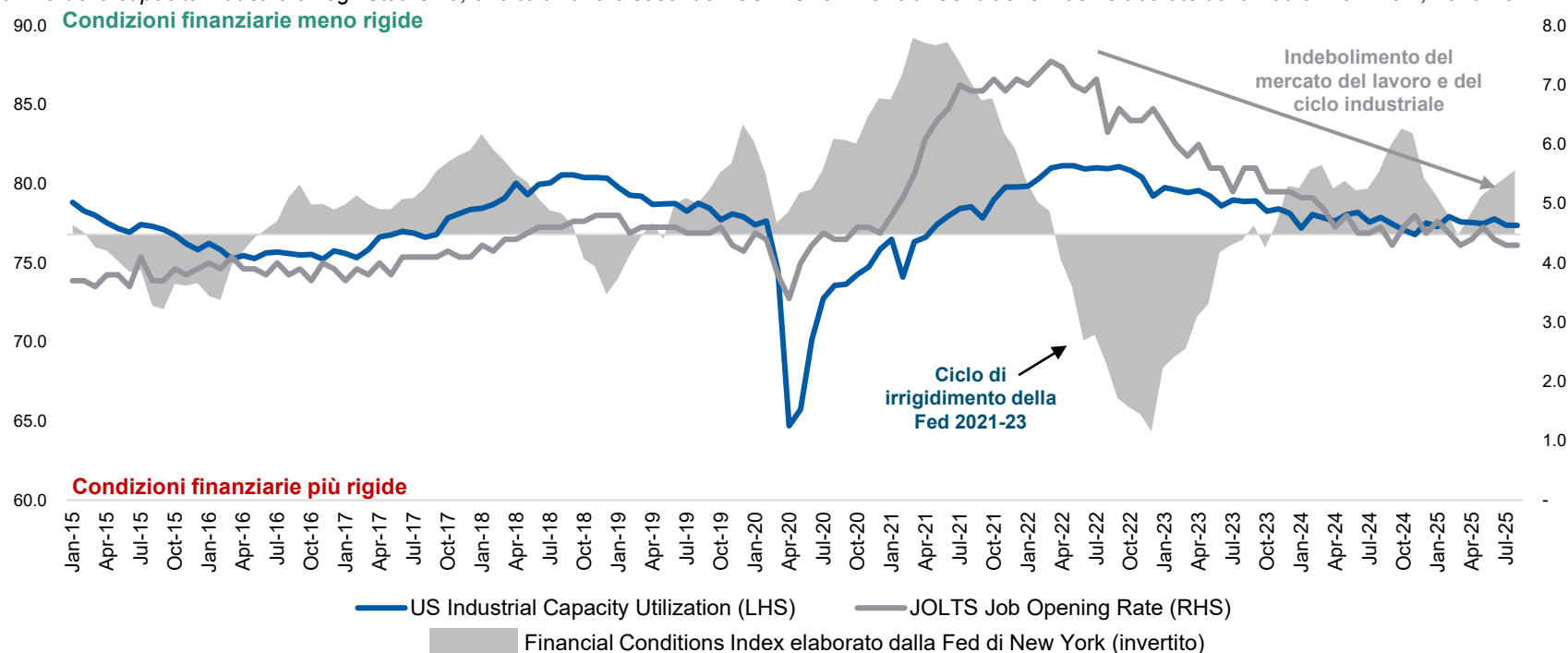
VIEW PRINCIPALI

Prospettive per il 2026: la ripresa di metà ciclo è stata interrotta, ma potrebbe riprendere

Il ciclo di irrigidimento della Fed tra il 2021 e il 2023 ha determinato un rallentamento a metà ciclo, durante il quale i mercati del lavoro e la produzione industriale hanno espresso una certa debolezza. Nel 2025 era prevista una ripresa che tuttavia ha subito un'interruzione per via delle politiche commerciali. Il 2026 potrebbe finalmente portare questa ripresa di metà ciclo.

Nonostante gli investimenti legati all'intelligenza artificiale abbiano avuto un impatto positivo sul piano economico, dal 2022 i segmenti chiave dell'economia hanno continuato ad avanzare lentamente.

Utilizzo della capacità industriale negli Stati Uniti, offerte di lavoro secondo il JOLTS* e Financial Conditions Index elaborato dalla Fed di New York, 2015-25



Fonte: Bloomberg, US Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics, MSIM PSG. Al 24 novembre 2025. *JOLTS è l'acronimo di Job Openings and Labor Turnover Survey. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio 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, 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.**

VIEW PRINCIPALI

Fattori che possono determinare un'accelerazione della crescita nel 2026

Riteniamo che le politiche della Fed, le politiche di bilancio, la deregolamentazione e l'attenuazione degli effetti dei dazi contribuiranno a un'accelerazione della crescita nel 2026. Questi fattori economici si sommano a un costante apporto strutturale da parte dell'IA, che nel 2025 ha avuto un ruolo di primo piano.

	2° SEMESTRE 2025	PROSPETTIVE PER IL 2026	IMPLICAZIONI
1. Politiche della Fed	Taglio (due effettuati, un altro probabile)	Nessuna variazione (pochi tagli, non certi)	Gli effetti positivi dei tagli dei tassi del 2025 si faranno sentire anche nel 2026.
2. Politica di bilancio	Primi segnali favorevoli	Venti a favore	Gli sgravi fiscali per le aziende, previsti dal One Big Beautiful Bill Act (OBBBA), hanno prodotto i primi effetti nel 3° trimestre 2025 e sono destinati a interessare anche il 2026. I consumatori beneficeranno delle agevolazioni fiscali al momento della presentazione della dichiarazione dei redditi del 2026.
3. Politica commerciale	Picco dei effetti negativi dei dazi	Gli effetti negativi scemano nel 2° semestre 2026	Nel 2° semestre del 2025 si è manifestato il picco delle ricadute negative dei dazi. Sostegno delle politiche monetarie e di bilancio nel 2026. Nel 2° semestre del 2026 le ricadute negative dei dazi vanno attenuandosi.
4. Deregolamentazio ne	Le prime iniziative favoriscono alcune aree	Enfasi potenzialmente maggiore a livello di politiche	L'agenda sulla deregolamentazione mira a ridurre i costi diretti e indiretti sostenuti da chi svolge attività commerciali negli Stati Uniti.

Fonte: MSIM PSG. Al 21 novembre 2025. Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio 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, 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.**

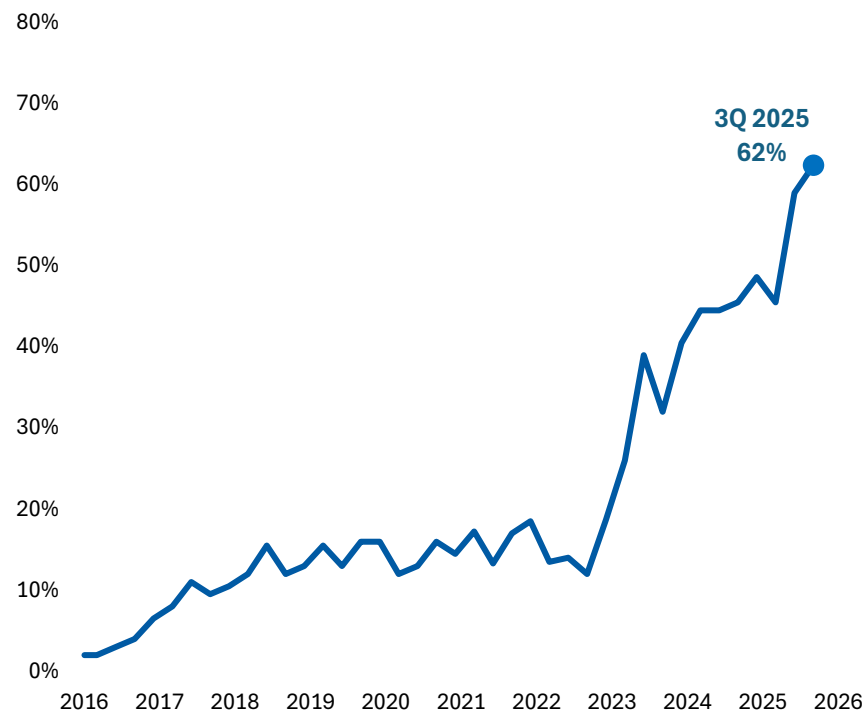
VIEW PRINCIPALI

2026: si vedono i primi chiari segnali di un aumento della produttività grazie all'IA?

L'adozione dell'IA rimane un elemento chiave nel 3° trimestre 2025, poiché i trend strutturali si confermano uno dei principali fattori che determineranno un aumento della produttività nel 2026.

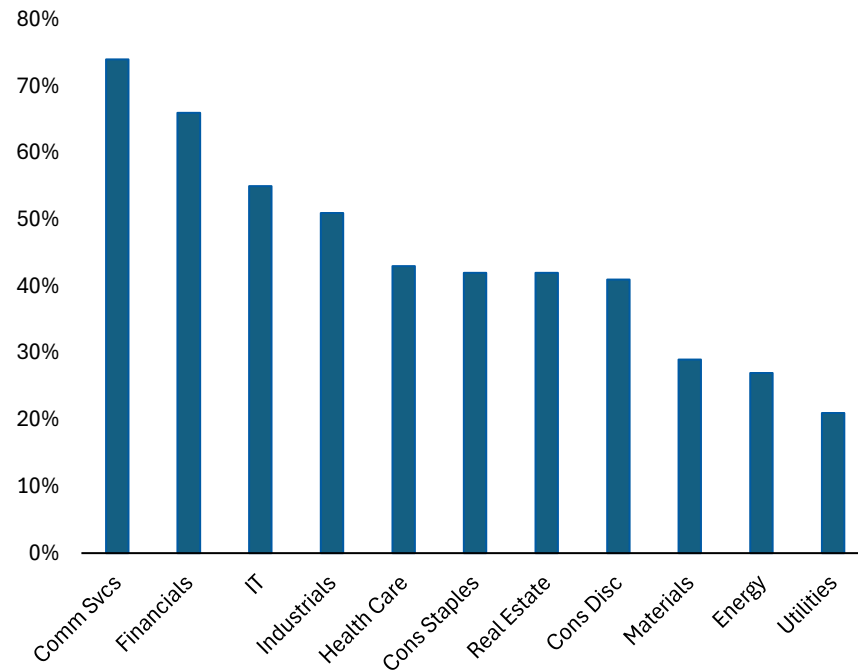
I commenti delle società continuano a vertere sull'adozione dell'IA

Percentuale di società dell'S&P 500 che parlano dell'IA durante le chiamate sugli utili



I settori tecnologici si confermano primi nei trend di adozione

Quota di società che parlano dell'IA come fattore favorevole durante le chiamate sugli utili del 3° trimestre



Fonte: Goldman Sachs Investment Research, MSIM. Al 20 novembre 2025. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio 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, 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.**

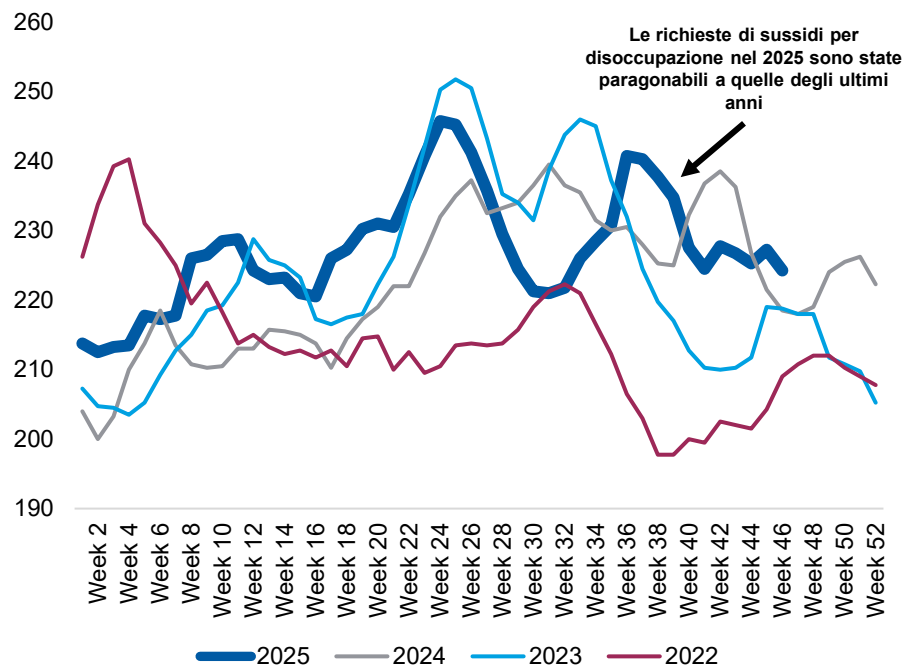
VIEW PRINCIPALI

Due scenari di rischio economico 2026 che è opportuno monitorare

Un peggioramento più marcato del mercato del lavoro costituirebbe una sorpresa al ribasso nel breve termine; un rischio nel più lungo termine deriva dall'inflazione.

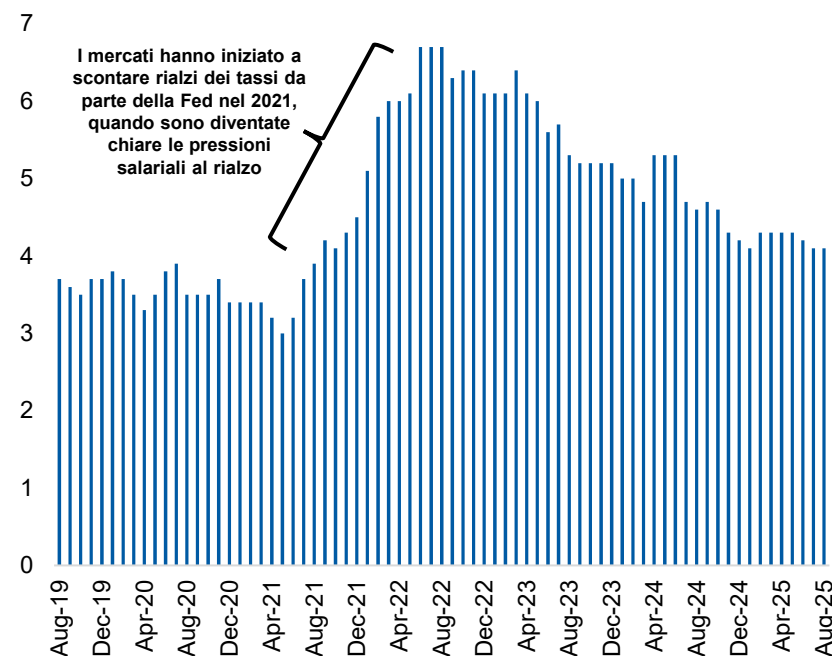
Rischio di ribasso N. 1: Nel 2025, i mercati del lavoro hanno evidenziato un rallentamento delle assunzioni, ma allo stesso tempo ci sono stati pochi licenziamenti. Un chiaro aumento dei licenziamenti indicherebbe un peggioramento di maggiore portata e un rischio per la crescita nel breve termine.

Richieste di sussidi di disoccupazione destagionalizzate (SA) – Media mobile a 4 settimane



Rischio di ribasso N. 2: Nel 2026, un aumento dell'inflazione non riconducibile ai dazi (ad es. pressioni salariali al rialzo) innescerebbe un irrigidimento da parte della Fed, con conseguente riduzione delle aspettative di crescita e pressioni sulle valutazioni.

Indicatore di crescita dei salari della Atlanta Federal Reserve, media mobile a 3 mesi



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 21 novembre 2025. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio 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, 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.**

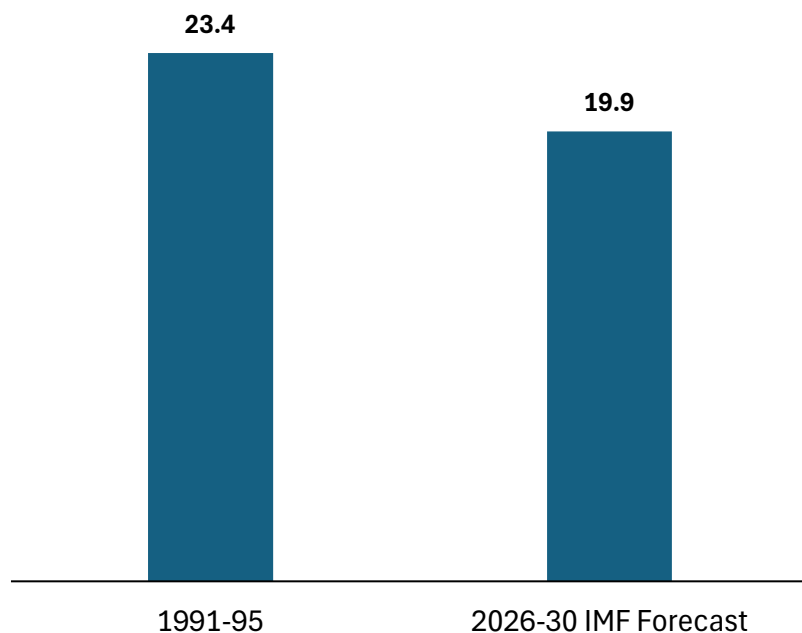
VIEW PRINCIPALI

L'aumento della spesa pubblica è un tema globale

Le dinamiche geopolitiche ed economiche stanno innescando cambiamenti nel processo decisionale, con un uso crescente delle leggi di bilancio per far ripartire le economie. Anche i modelli di crescita si stanno nuovamente orientando verso una crescita sostenuta dall'economia interna, anziché dalle esportazioni.

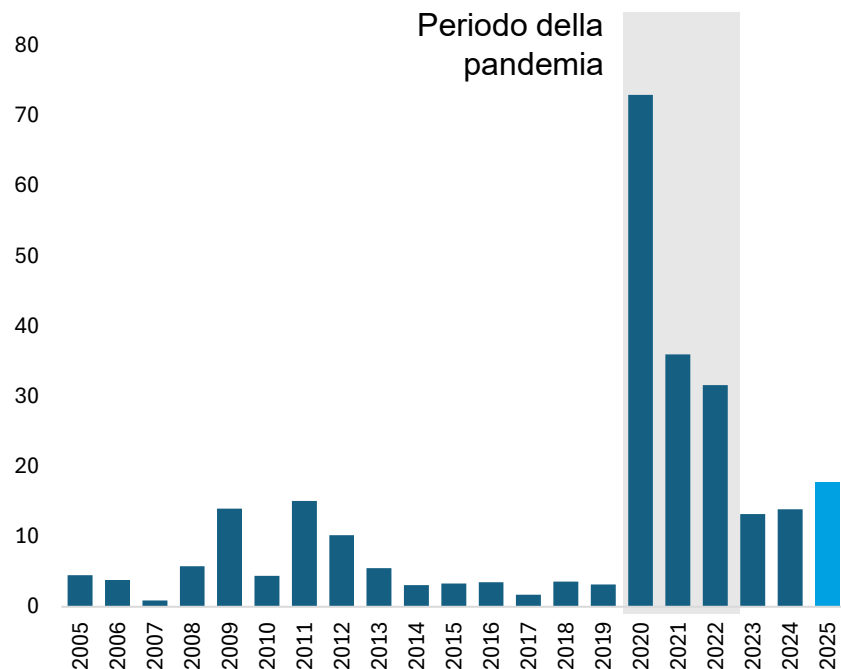
L'espansione fiscale della Germania rispecchia le dimensioni del boom di spesa successivo alla riunificazione

Variazione cumulativa del bilancio tedesco rettificato per il ciclo economico, come % del PIL



La manovra di bilancio integrativa proposta in Giappone è la più alta degli ultimi 20 anni (se si esclude il periodo della pandemia)

Manovra di bilancio integrativa del Giappone (in migliaia di miliardi di yen)



Fonte: IMF Fiscal Monitor, Macrobond, Bloomberg, MSIM. Al 21 novembre 2025. Solo a scopo illustrativo. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio 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, 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.**

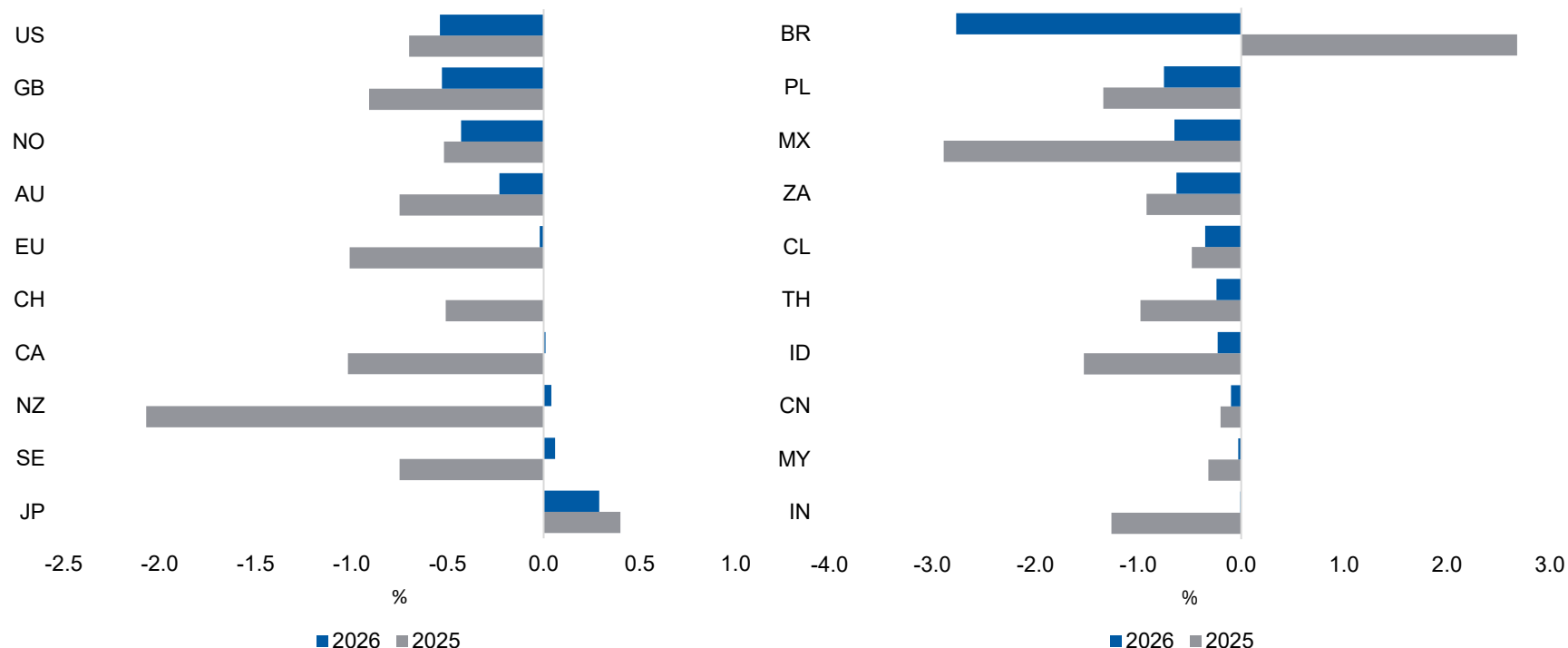
VIEW PRINCIPALI

L'allentamento monetario globale continua, ma a ritmi più contenuti

Nel 2026, le prospettive per le banche centrali globali indicano un ulteriore allentamento delle politiche monetarie, anche se a ritmi più contenuti rispetto al 2025.

Le banche centrali globali stanno passando dalla fase di “allentamento” a quella della “normalizzazione”

Variazione del tasso di riferimento delle banche centrali del G10 e dei mercati emergenti su base annua, 2025 e 2026 (aspettative di consenso)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 21 novembre 2025. Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio 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, 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.**

Portfolio Solutions Group

Il Portfolio Solutions Group è un team multi-asset completo, che investe in tutte le strategie e tipologie di attivi, sia tradizionali che alternativi, attraverso soluzioni che coprono portafogli liquidi (asset pubblici), società quotate (asset pubblici e privati) e portafogli di asset privati. Le soluzioni d'investimento vengono proposte tramite portafogli o modelli gestiti, in formato discrezionale o di consulenza.

Le competenze del team affondano le radici nella collaborazione con investitori istituzionali, intermediari e investitori high-net-worth, per comprenderne le esigenze specifiche e creare soluzioni in grado di aiutarli a raggiungere i loro obiettivi d'investimento generali.



JIM CARON

*Chief Investment Officer
Managing Director*



MARK BAVOSO

Managing Director



**GREG
WATERMAN**

Executive Director



**EDWARD
RIGUARDI**

Executive Director



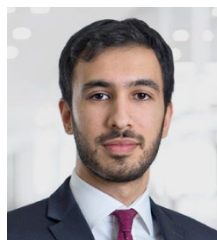
ERIC ZHANG

Executive Director



**SCHUYLER
HOOPER**

Executive Director



UMAR MALIK

Vice President



CHRIS CHIA

Vice President



**SACHIN
RAGHAVAN**

Associate



SILVIA MARE

Analista

Asset Allocation Committee

L'Asset Allocation Committee è un gruppo indipendente di professionisti senior dell'investimento che si occupa di varie discipline all'interno di MSIM ed Eaton Vance. Il Portfolio Solutions Group presenta idee di investimento e ricerche multisettoriali al Comitato, che ha la responsabilità di vagliare e mettere in discussione tali idee per assicurare che soddisfino i propri rigorosi standard e possano pertanto essere incluse nelle raccomandazioni rappresentative di asset allocation.

MARK BAVOSO

Senior Portfolio Manager, Portfolio Solutions Group

JUSTIN BOURGETTE, CFA

Portfolio Manager

Head of Investment Strategy for the High Yield Team

CRAIG BRANDON, CFA

Portfolio Manager

Co-Head of the Municipals Team

JIM CARON

Chief Investment Officer, Portfolio Solutions Group

GREG FINCK

Portfolio Manager

Co-Head of the Mortgage and Securitized Team

BRAD GODFREY, CFA

Co-Head of the Emerging Markets Team

KATIE HERR

Head of Fixed Income Product Strategy

LAUREN HOCHFELDER

Co-Chief Executive Officer of MSREI

Head of MSREI Americas

JITANIA KANDHARI

Deputy CIO, Solutions & Multi Asset Group;

Head of Macro & Thematic Research,

Emerging Markets; Portfolio Manager

VISHAL KHANDUJA, CFA

Portfolio Manager

Head of the Broad Markets Fixed Income Team

KYLE LEE, CFA

Portfolio Manager

Co-Head of the Emerging Markets Team

SCOTT R. NORBY

Private Credit and Equity

NISHA PATEL, CFA

Senior Portfolio Manager

Head of Fixed Income SMA Management, Parametric

CHRISTOPHER REMINGTON

Institutional Portfolio Manager

Head of Fixed Income Product & Portfolio Strategy

ANDREW SLIMMON

Senior Portfolio Manager

Head of Applied Equity Advisors

ANDREW SZCZUROWSKI, CFA

Portfolio Manager

Co-Head of the Mortgage and Securitized Team

STEVEN TURNER, CFA

Head of Investment Selection,

Portfolio Solutions Group

MARK VAN DER ZWAN, CFA

Chief Investment Officer and Head of the AIP Hedge

Fund Team

Definizioni degli indici

L'indice Bloomberg Capital Expenditure misura la spesa in conto capitale negli Stati Uniti.

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

L'indice Bloomberg ECO Labor Market Surprise misura i dati economici relativi al mercato del lavoro rispetto alle aspettative del mercato.

L'indice Bloomberg Euro-Aggregate Corporates è costituito dalle obbligazioni emesse in euro o nelle valute preesistenti dei 16 paesi sovrani partecipanti all'Unione monetaria europea (UEM).

L'indice Bloomberg Global Aggregate Ex-USD è un indicatore generale degli investimenti obbligazionari a tasso fisso investment grade globali, escluso il debito denominato in USD.

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

L'indice Bloomberg Magnificent 7 è un benchmark azionario equiponderato in dollari composto da Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft, Meta, Nvidia e Tesla.

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

L'indice Bloomberg 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 Taxable Municipal Bond è un indice non gestito di obbligazioni municipali soggette a imposizione fiscale scambiate negli Stati Uniti.

L'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.

L'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.

L'indice Bloomberg U.S. CMBS misura il mercato delle emissioni di CMBS conduit e di fusione con un valore nominale attuale minimo di USD 300 milioni.

L'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.

L'indice Bloomberg U.S. Mortgage-Backed Securities (MBS) misura i titoli garantiti da ipoteche pass-through di agenzia emessi da GNMA, FNMA e FHLMC.

L'indice Bloomberg U.S. Treasury misura gli strumenti di debito pubblico emessi dal Tesoro statunitense.

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

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

L'indice Citigroup Eurozone Economic Surprise rappresenta la somma delle differenze tra le previsioni e i risultati economici ufficiali in Europa.

L'indice Citigroup U.S. Economic Surprise rappresenta la somma delle differenze tra le previsioni e i risultati economici ufficiali negli Stati Uniti.

Il DAX è composto dalle 40 società blue chip tedesche più importanti quotate alla Borsa di Francoforte.

L'indice ICE BofA US Inflation-Linked Treasury replica la performance del debito sovrano denominato in USD indicizzato all'inflazione, emesso sul mercato pubblico dal governo statunitense.

L'indice ICE BofA Fixed Rate Preferred Securities è un indice non gestito di titoli a tasso fisso e privilegiati emessi negli Stati Uniti.

L'indice ICE BofA European Union Government Bond replica la performance del debito sovrano emesso sul mercato pubblico da paesi 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 (con copertura in USD).

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

L'indice FTSE All Small è composto da tutte le società presenti negli indici FTSE SmallCap e FTSE Fledgling.

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

L'indice Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index (CEMBI) Broad Diversified è un indice non gestito di obbligazioni denominate in USD emesse da società dei mercati emergenti.

L'indice J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI) 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 Markets (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 MDAX è costituito da società tedesche quotate alla Borsa di Francoforte. Comprende le 50 azioni Prime Standard che si collocano appena al di sotto delle società incluse nell'indice DAX.

L'indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) Emerging Markets Index è un indice non gestito di azioni ordinarie dei mercati emergenti

L'indice MSCI EMU Index (European Economic and Monetary Union) raggruppa titoli rappresentativi di società mid e large cap di 10 paesi sviluppati dell'Unione economica e monetaria europea. L'indice è composto da 229

società e copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante dell'EMU.

L'indice Morgan Stanley Capital International All Country Asia Pacific (MSCI AC Asia Pacific) 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.

L'indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) Japan Index è un indice non gestito che misura la performance dei segmenti mid e large cap del mercato giapponese.

L'indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) World è un indice non gestito di titoli azionari dei mercati sviluppati.

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

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

L'indice Morgan Stanley Capital International Europe (MSCI Europe) è un indice non gestito ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei mercati azionari dei paesi sviluppati europei.

L'indice Morgan Stanley Capital International Europe, Australasia, Far East (MSCI EAFE) è un indice azionario non gestito dei mercati sviluppati, esclusi Stati Uniti e Canada.

L'indice MSCI USA misura la performance dei segmenti mid e large cap del mercato statunitense. L'indice è composto da 625 società e copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante degli Stati Uniti.

L'indice MSCI China raggruppa titoli rappresentativi di società a media e alta capitalizzazione delle A-share, B-share, H-share, red chip e P chip cinesi. L'indice riflette il ventaglio di opportunità offerto agli investitori internazionali dalla Cina continentale e da Hong Kong.

L'indice **MSCI India** misura la performance dei segmenti ad alta e media capitalizzazione del mercato indiano.

INFORMAZIONI AGGIUNTIVE

Definizioni degli indici, glossario e informazioni sui rischi

L'**Indice MSCI World** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei listini azionari dei mercati sviluppati. Il termine "flottante" è riferito alla quota di azioni in circolazione considerate disponibili per l'acquisto da parte degli investitori sui mercati azionari quotati. La performance dell'indice è espressa in dollari USA e presume il reinvestimento dei dividendi netti.

L'**Indice MSCI USA Health Care** misura i segmenti mid e large cap del mercato azionario statunitense. Tutti i titoli dell'indice appartengono al settore della sanità in base alla classificazione del Global Industry Classification Standard.

L'**Indice Morningstar LSTA U.S. Leveraged Loan** è un indice non gestito del mercato istituzionale dei leveraged loan. Prima del 29 agosto 2022, il nome dell'indice era S&P/LSTA Leveraged Loan.

L'**Indice Nikkei 225 Stock Average** è un indice non gestito ponderato per il prezzo di 225 società giapponesi con rating superiore 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 1000 titoli azionari growth statunitensi di società large cap.

L'**Indice Russell 1000 Value** è un indice non gestito costituito da 1000 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 circa 2.500 titoli azionari statunitensi small e mid cap.

L'**Indice Russell Midcap** è un indice non gestito costituito da titoli azionari statunitensi mid cap.

L'**Indice Standard & Poor's 400** misura la performance di 400 società di medie dimensioni, rispecchiando le caratteristiche distintive di rischio e rendimento di questo segmento di mercato.

L'**Indice Standard & Poor's 493** misura la performance dell'S&P 500 esclusi i "Magnifici 7", ossia Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla.

L'**Indice Standard & Poor's 500** è un indice non gestito costituito da titoli azionari di società large cap, comunemente utilizzato per misurare la performance del mercato azionario statunitense.

L'**Indice STOXX Europe 600** è un indice a componente fissa che fornisce una rappresentazione ampia ma liquida delle società large, mid e small cap 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 CE Data Indices, LLC non lo avalla né garantisce, né è in grado di garantire, valutare o avallare i prodotti Eaton Vance. BoFA® è un marchio commerciale usato su licenza di Bank of America Corporation negli Stati Uniti e in altri paesi.

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

Indici J.P. Morgan: le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma J.P. Morgan non ne garantisce la completezza né l'accuratezza. L'indice viene utilizzato con l'autorizzazione. L'indice non può essere copiato, utilizzato o distribuito senza la previa autorizzazione scritta di 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, secondo il caso, di eventuali oneri di vendita, commissioni, spese, o imposte né della leva finanziaria. Non è possibile investire direttamente in un indice. Dati forniti ai scopi puramente informativi. La performance passata non è garanzia di risultati futuri. Per importanti informazioni aggiuntive si rimanda alla fine della relazione.

I **coefficienti di rendimento tra emissioni municipali e Treasury** sono indicatori di valore relativo che misurano la sopravvalutazione o la convenienza dei rendimenti delle obbligazioni municipali rispetto ai rendimenti dei Treasury con scadenza comparabile.

Glossario

Lo yield-to-worst 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, 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).

Informazioni sui rischi

Prestiti bancari – 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. **Materie prime** – 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. **Credito** – 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. **Duration** – I titoli con duration maggiore tendono a essere più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse rispetto a titoli con duration più breve. Azionario – Il valore degli investimenti azionari è sensibile alla volatilità del mercato azionario. **Esteri** – 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. **Agenzie governative** – Anche se alcune agenzie del 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. **Mercato obbligazionario** – 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. Di norma le informazioni di pubblico dominio sugli emittenti municipali sono limitate. **Indicizzati all'inflazione** – Il pagamento degli interessi sui titoli indicizzati all'inflazione possono variare in maniera sostanziale e oscillare in quanto il capitale e gli interessi vengono corretti per l'inflazione. Gli investimenti in titoli indicizzati all'inflazione possono perdere valore qualora il tasso d'inflazione effettivo sia diverso dal tasso d'inflazione dell'indice. **Tassi d'interesse** – Con l'aumento dei tassi di interesse, è probabile che il valore di alcuni investimenti obbligazionari subisca una flessione. **Rating inferiore** – 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 superiore. **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. **Rimborso anticipato - MBS** – I titoli garantiti da ipoteche sono soggetti al rischio di rimborso anticipato. **Rimborso anticipato - Prestiti bancari** – I prestiti bancari sono soggetti al rischio di rimborso anticipato. **Immobiliare** – 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 AGGIUNTIVE

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 mercati emergenti sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei mercati sviluppati. 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 prezzi 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 resi 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. **La performance passata non è garanzia di risultati futuri.**

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni o 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 AGGIUNTIVE

Il presente materiale non può essere riprodotto, copiato, modificato, utilizzato per creare un'opera derivata, eseguito, esposto, diffuso, pubblicato, concesso in licenza, incorciato, 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. È vietato creare collegamenti 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 da altre leggi applicabili.

Eaton Vance fa parte di Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management è la divisione di investimento 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 entità riportate di seguito.

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"). FMIL è regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda ed è una private company limited by shares di diritto irlandese, registrata con il numero 616661 e con sede legale in 24-26 City Quay, Dublin 2, D02 NY19, Irlanda.

Nelle giurisdizioni esterne all'UE, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra 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 sono 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 (Amsterdam Branch), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, 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 Copenhagen), Gorrisen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv 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.

Sudafrica – Pubblicato da Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd) autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA. MSIM Ltd è regolamentata in Sudafrica dalla Financial Sector Conduct Authority ("FSCA") in qualità di Financial Services Provider di categoria 1 (FSP n. 9752) autorizzato a fornire servizi di intermediazione in relazione a determinati prodotti finanziari.

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 AGGIUNTIVE

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 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 o offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati di gestione discrezionale 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 singole istruzioni. 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 discrezionale o di consulenza di 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 vincolata (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 5024199 Scad. 31/12/2026

43274 | 03/12/2025