

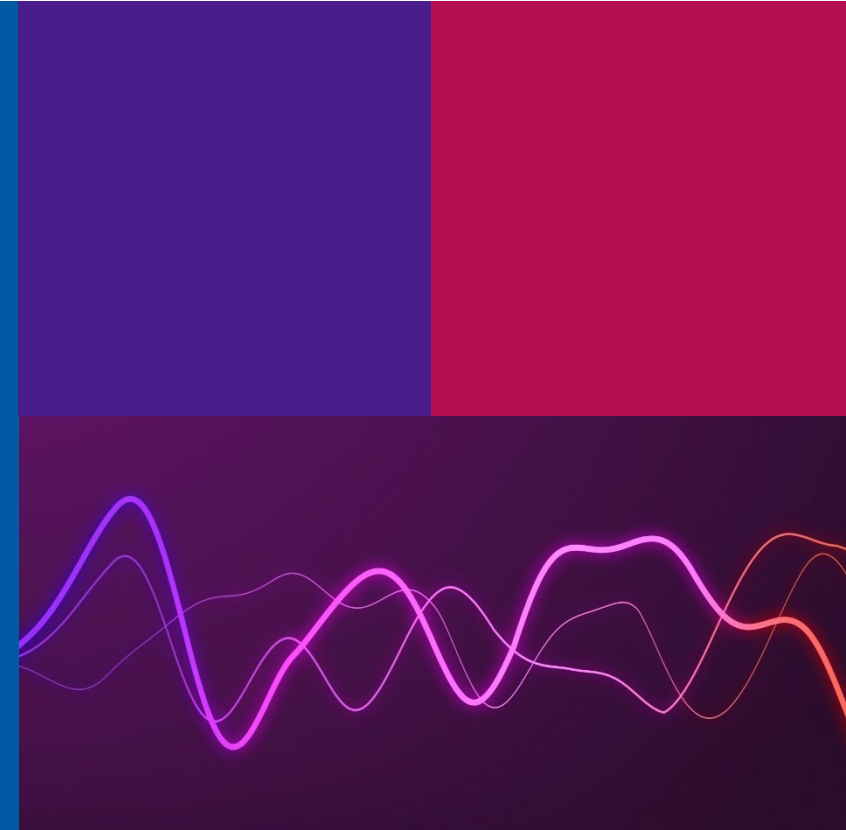
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

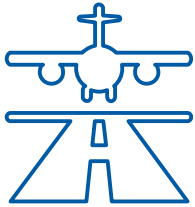
Luglio 2024



Previously known as the Monthly Market Monitor.

MIGLIORI IDEE

Principali temi per il mese di luglio

**Aumentano le probabilità di un soft landing**

A giugno le crescenti probabilità di un atterraggio morbido sono state confermate da un calo dell'inflazione e dal taglio dei tassi operato da alcune importanti banche centrali. Alcuni indicatori salariali prospettici, come gli annunci di lavoro su Indeed, segnalano un'ulteriore frenata della crescita salariale negli Stati Uniti e nell'Eurozona. Questo dovrebbe contribuire ad allentare l'ostinata inflazione nei servizi e consentire alle banche centrali di ridurre ulteriormente i tassi.

**Il mercato del lavoro statunitense sta giungendo a un bivio**

Il mercato del lavoro statunitense si sta ribilanciando in modo ordinato, con un calo dei nuovi posti di lavoro, mentre la disoccupazione è rimasta sostanzialmente stabile. Per rassicurare la Fed che, dopo il calo, l'inflazione rimarrà a livelli più contenuti è necessario un indebolimento del mercato del lavoro. Tuttavia, l'extra domanda di manodopera è tornata ai livelli pre-pandemia, e per la prima volta quest'anno il mercato del lavoro risulta vulnerabile a un'ulteriore decelerazione dell'economia. Questo è un aspetto che teniamo sotto stretta osservazione.

**L'azionario statunitense ha sorpreso al rialzo: abbiamo assunto un posizionamento neutrale troppo presto**

Un rally "limitato": quasi due terzi dei rendimenti da inizio anno sono riconducibili a meno di 10 titoli. Anche le revisioni al rialzo degli utili sono limitate e le valutazioni rispecchiano la limitata sovraperformance del mercato. Su una base ponderata per il capitale il rapporto prezzo/utigli dell'S&P 500 è 21x, ma su base equiponderata è solo 16x. La performance azionaria ha ampi margini di miglioramento, ma ciò richiederebbe una ripresa ciclica. Stiamo riconsiderando un posizionamento neutrale.

**Volatilità causata dallo scenario politico: amuse-bouche**

Le elezioni anticipate in Francia e quelle in programma in alcuni grandi paesi emergenti, come l'India e il Messico, segnano solo l'inizio della volatilità dei mercati per motivi politici nel secondo semestre del 2024. In Francia gli effetti sembrano contenuti e difficilmente ci sarà un contagio nei mercati esteri e nell'UE. Sono possibili molti scenari, ma riteniamo che la volatilità creata da questi eventi offra opportunità di acquisto.

MIGLIORI IDEE

The Portfolio Solutions Group – Le nostre 5 idee migliori

Ritorno al sovrappeso nell'obbligazionario high yield

A giugno le crescenti probabilità di un atterraggio morbido sono state confermate da un calo dell'inflazione e dal taglio dei tassi operato da alcune importanti banche centrali. Coerentemente con questo giudizio, i rischi di insolvenza rimarranno contenuti. Quindi, i rendimenti delle obbligazioni, in particolare i crediti di qualità inferiore come l'high yield, possono essere competitivi nel secondo semestre 2024 rispetto all'azionario, in particolare su base corretta per il rischio. Intendiamo aumentare l'esposizione al rischio con questo segmento obbligazionario.

Obbligazioni municipali: rendimenti interessanti e ottimi fondamentali

Le obbligazioni municipali high yield sono molto interessanti poiché si posizionano ad una sola deviazione standard rispetto alla media quinquennale. Tenendo conto dell'aliquota federale massima del 37% e dell'imposta del 3,8% sulle rendite finanziarie, ciò equivale a un 9,5% su base fiscalmente equivalente (Basato sull'indice Bloomberg Municipal High Yield Bond Index). Anche i fondamentali sono favorevoli, il che rende le obbligazioni municipali ancora più appetibili.

Azionario francese: comprare sui ribassi

Ci aspettiamo un'inversione della recente sottoperformance dell'azionario francese. È probabile che la performance a breve termine rimanga volatile per l'esito incerto delle imminenti elezioni anticipate, ma a nostro avviso questo non dovrebbe influire sui fondamentali dei principali titoli e settori large cap del segmento azionario francese, che generano i loro ricavi perlopiù all'estero. Le valutazioni attuali offrono un punto di ingresso interessante in un segmento comunque di qualità.

Settore bancario europeo: restiamo ottimisti

Guardare oltre la volatilità a breve termine. Il settore bancario europeo ha subito pressioni all'indomani delle elezioni europee. I timori hanno riguardato in particolare i rischi politici associati alle elezioni anticipate in Francia, che potrebbero influire sui costi di finanziamento e di capitale delle banche. Questi eventi però non modificano la nostra tesi di investimento sul settore bancario europeo, che offre tuttora interessanti rendimenti sul capitale e la possibilità di rivalutazione in presenza di tassi più elevati.

Azionario: preferiamo ancora le large cap rispetto alle small cap

La finestra di opportunità per una sovraperformance delle small cap è troppo ristretta. La sovraperformance delle small cap da sempre dipende perlopiù dall'accelerazione della crescita economica, ma la maggiore esposizione a tassi "più alti più a lungo" ha aggiunto al mix una correlazione inversa sui tassi. I periodi di accelerazione della crescita in presenza di tassi più bassi non sono impossibili (basta vedere cosa è accaduto alla fine del 2023), ma riteniamo questa combinazione piuttosto improbabile visto l'attuale contesto inflattivo. È probabile che le small cap sottoperformino le large cap in entrambi gli scenari di rischio, cioè inflazione e recessione.

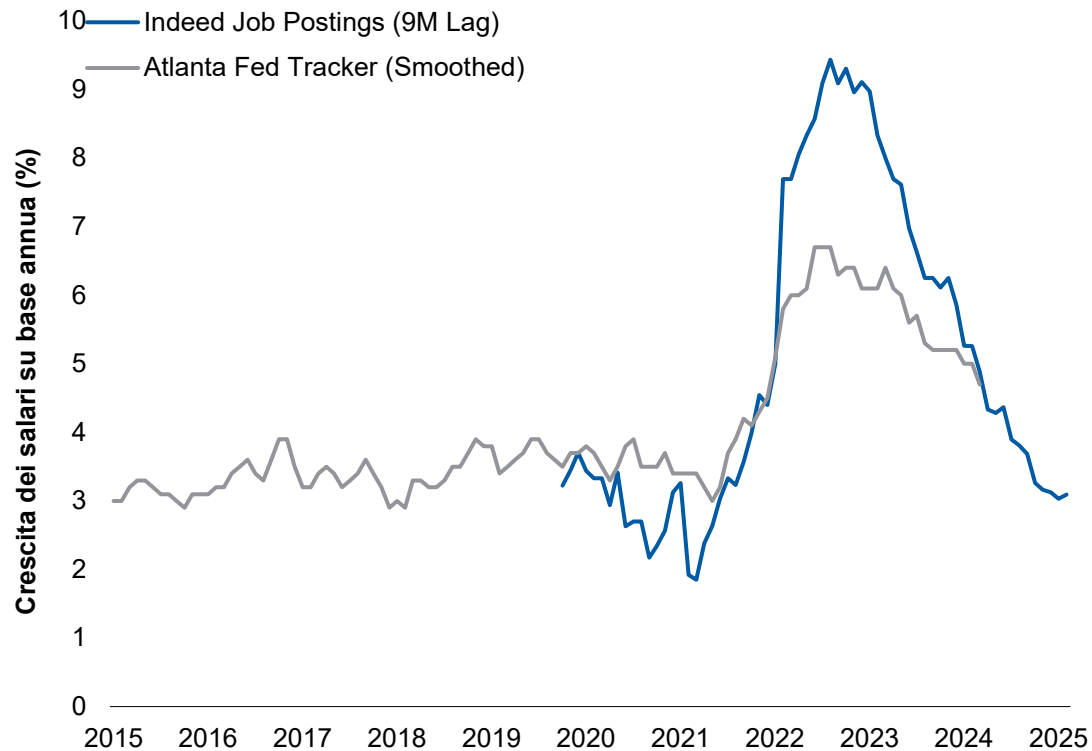
MIGLIORI IDEE

Aumentano le probabilità di un soft landing

A giugno le crescenti probabilità di un atterraggio morbido sono state confermate da un calo dell'inflazione e dal taglio dei tassi operato da alcune importanti banche centrali. Alcuni indicatori salariali prospettici segnalano un'ulteriore frenata della crescita salariale negli Stati Uniti e nell'Eurozona. Questo dovrebbe contribuire ad allentare l'inflazione ostinata nei servizi e consentire alle banche centrali di ridurre ulteriormente i tassi.

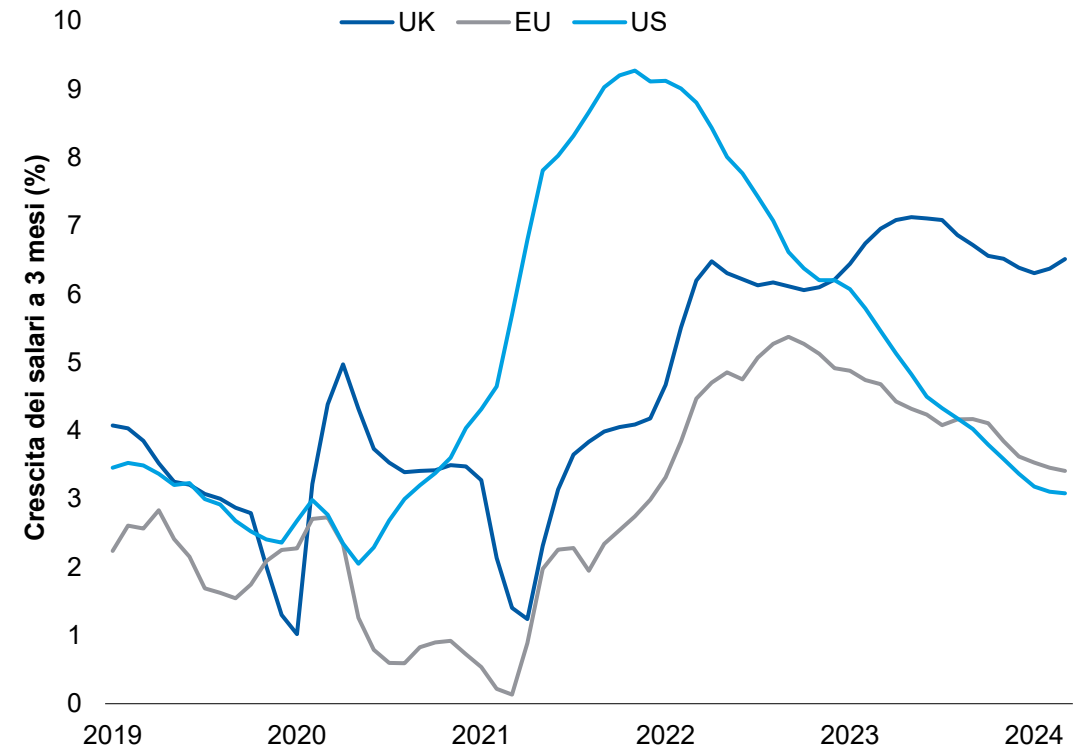
La crescita dei salari negli Stati Uniti si conferma in costante calo

Indicatori di crescita dei salari su base annua negli Stati Uniti (%)



In tutte le regioni, i dati sui salari stanno rallentando

Crescita dei salari a 3 mesi secondo gli annunci di lavoro su Indeed (%)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 21 giugno 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

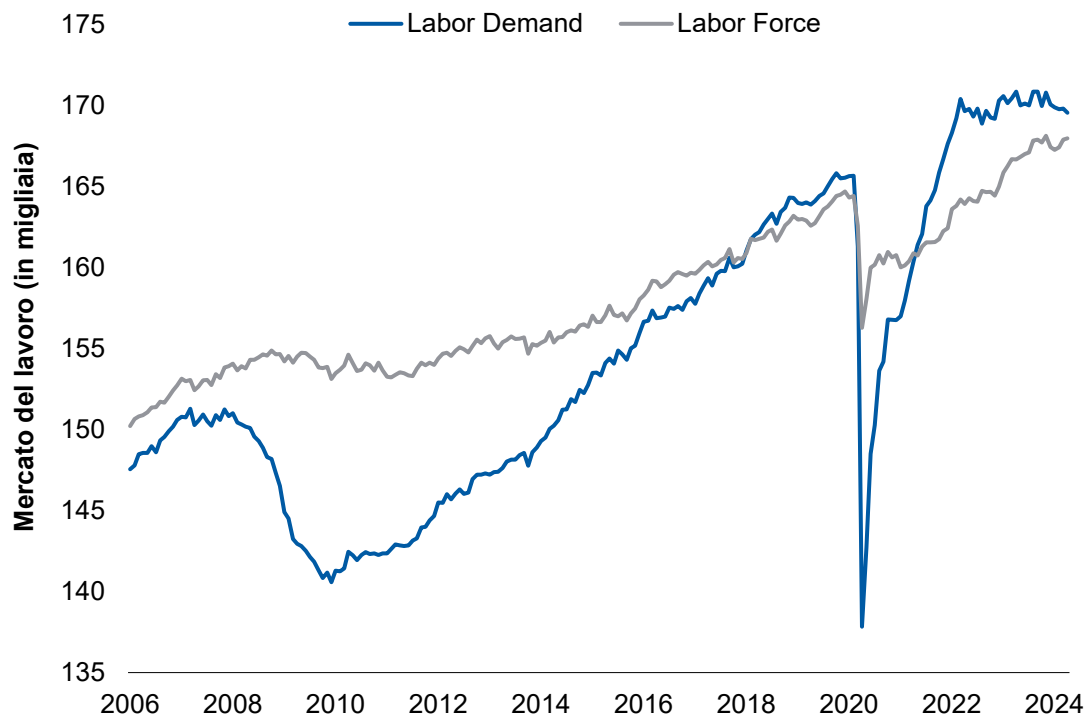
MIGLIORI IDEE

Il mercato del lavoro statunitense sta giungendo a un bivio

Il mercato del lavoro si sta ribilanciando in modo ordinato, con un calo dei nuovi posti di lavoro, mentre la disoccupazione è rimasta stabile. Ma siccome l'extra domanda di manodopera è tornata ai livelli pre-pandemia, per la prima volta quest'anno il mercato del lavoro risulta vulnerabile a un'ulteriore decelerazione dell'economia. Questo è un aspetto che teniamo sotto stretta osservazione.

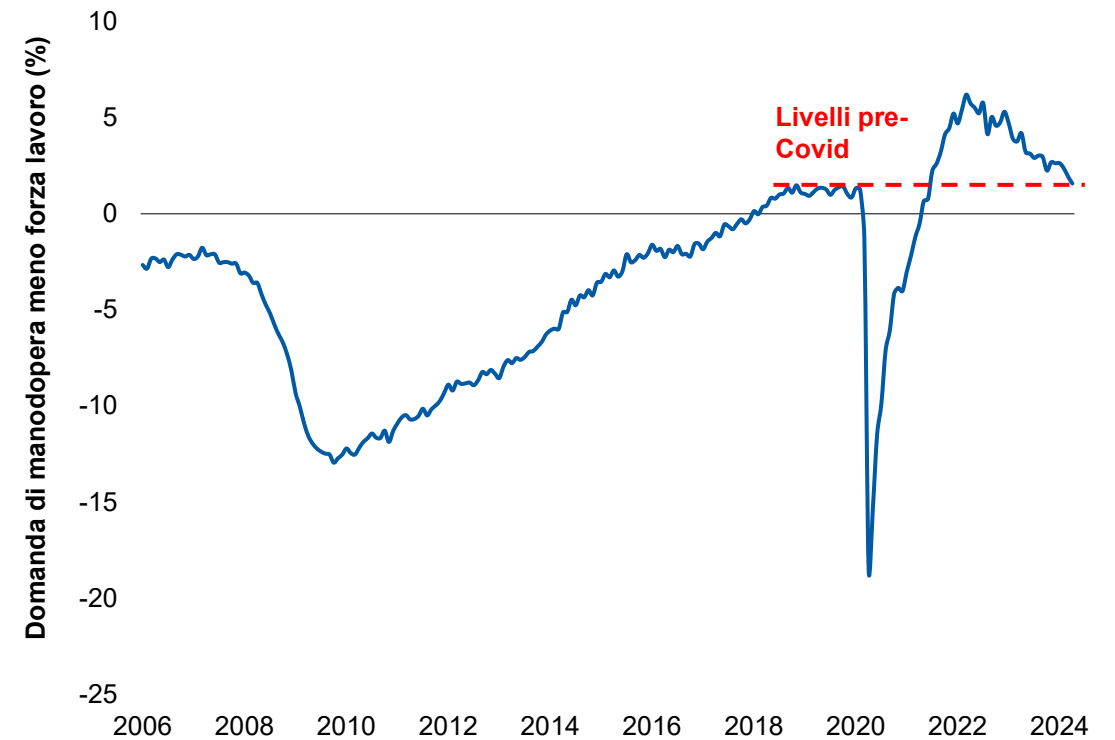
Da inizio anno la domanda di manodopera si è attenuata

Domanda di manodopera negli Stati Uniti (posti di lavoro disponibili + occupati) vs forza lavoro



L'equilibrio nel mercato del lavoro è quasi tornato ai livelli pre-Covid

Extra domanda di manodopera negli Stati Uniti (domanda meno offerta)



Fonte: Bloomberg, Macrobond, MSIM. Dati al 19 giugno 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

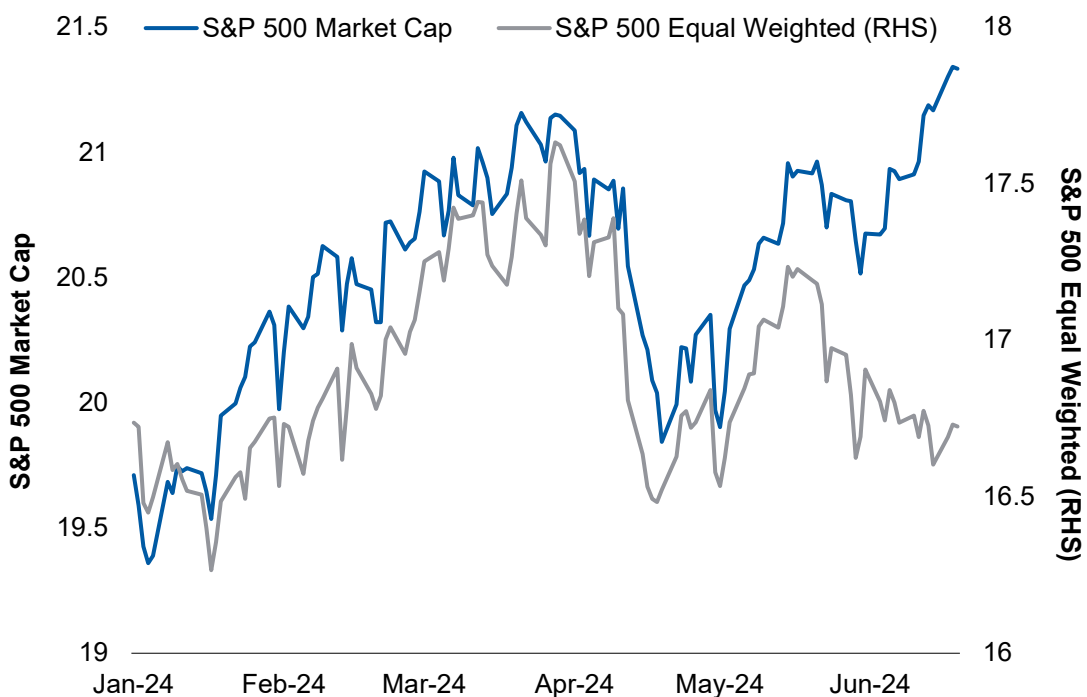
MIGLIORI IDEE

L'azionario statunitense ha sorpreso al rialzo: abbiamo assunto un posizionamento neutrale troppo presto

Quasi due terzi dei rendimenti da inizio anno provengono da meno di 10 titoli. Anche le revisioni al rialzo degli utili sono limitate. Pure le valutazioni rispecchiano la limitata sovraperformance del mercato: su una base ponderata per il capitale il rapporto prezzo/utigli dell'S&P 500 è 21x, ma su base equiponderata è solo 16x. La performance azionaria ha ampi margini di miglioramento, ma ciò richiederebbe una ripresa ciclica.

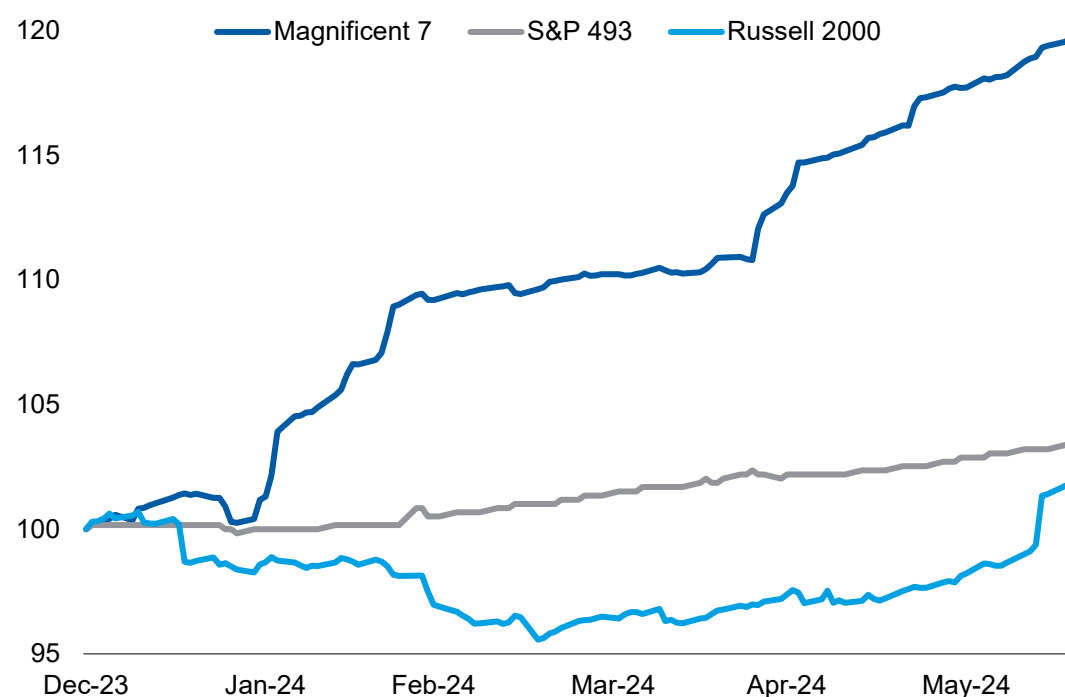
Le "Magnifiche 7" continuano a trascinare l'espansione delle valutazioni dell'S&P 500...

Rapporto P/E prospettico a 12 mesi



... con il sostegno di una robusta performance degli utili per azione

Utigli prospettici a 12 mesi, ribasati a 100, al 31/12/2023



Fonte: Bloomberg, Macrobond, MSIM. Dati al 19 giugno 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

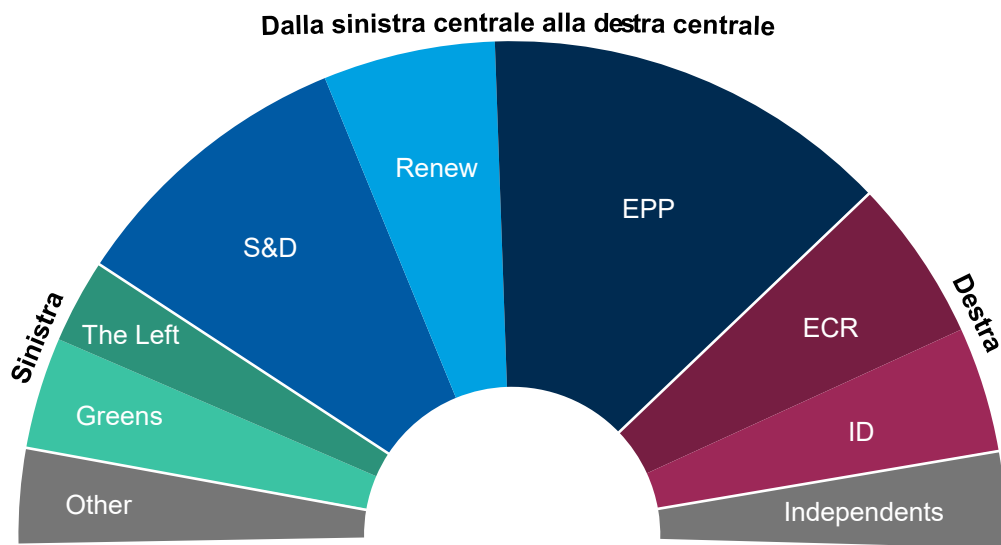
MIGLIORI IDEE

Volatilità causata dagli scenari politici: *amuse-bouche*

Le elezioni anticipate in Francia e quelle recenti di alcuni grandi paesi emergenti (come l'India, il Messico e il Sudafrica) segnano solo l'inizio della volatilità dei mercati per motivi politici nel secondo semestre del 2024. Tuttavia, non riteniamo che gli sviluppi politici dell'UE possano alterare in modo significativo le prospettive della regione. Riteniamo infatti che la recente volatilità abbia creato opportunità di acquisto.

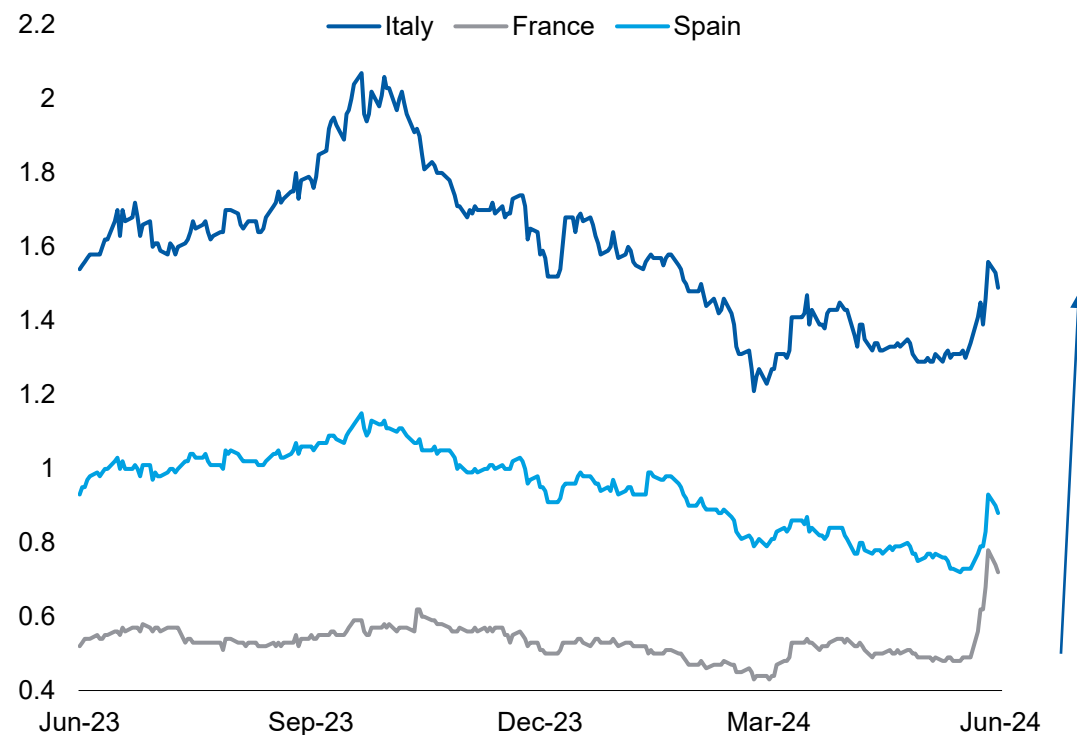
I partiti di centro restano il gruppo più numeroso del Parlamento europeo

Composizione del Parlamento europeo (gruppi di centro in blu)



Gli spread seguono un tipico schema di aumento del rischio nell'Eurozona

Spread dei rendimenti obbligazionari a 10 anni vs. il Bund tedesco



Fonte: Unione europea, Bloomberg, MSIM PSG. Dati al 19 giugno 2024. La Sinistra = Gruppo della Sinistra al Parlamento europeo; S&D = Alleanza progressista dei Socialisti e Democratici; PPE = Partito Popolare Europeo; ECR = Gruppo dei Conservatori e Riformisti Europei; ID = Identità e Democrazia. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

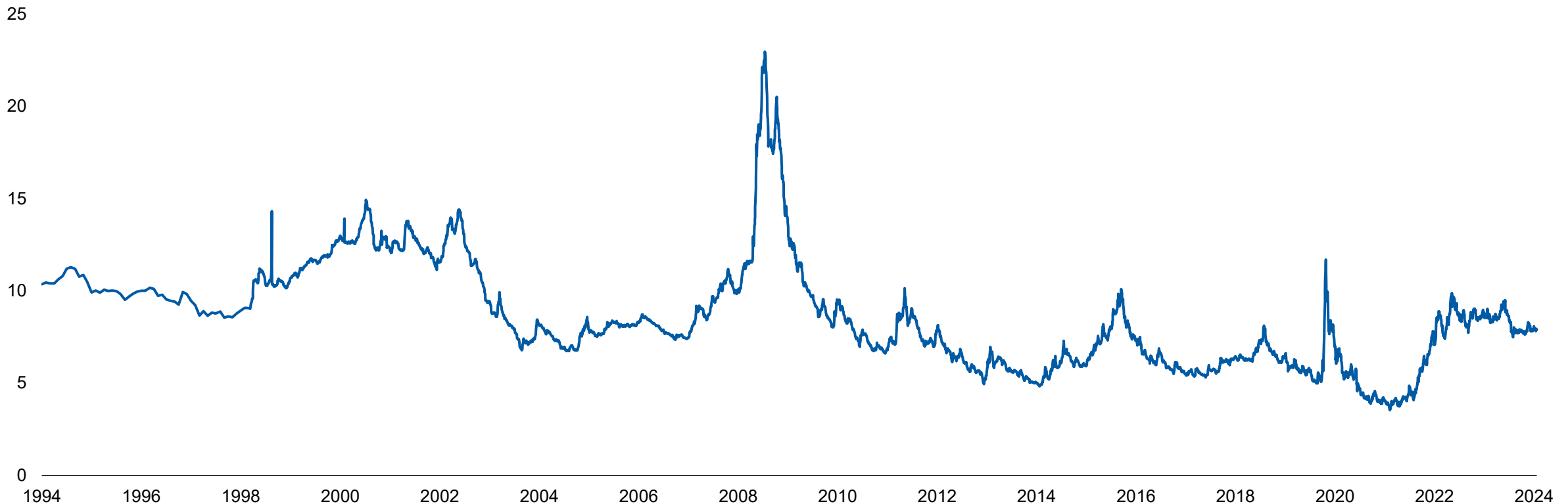
MIGLIORI IDEE

Ritorno a un sovrappeso nell'obbligazionario high yield

I dati macroeconomici del mese scorso hanno confermato il nostro giudizio di soft landing, aumentando le probabilità che i rischi d'insolvenza rimangano contenuti. I rendimenti delle obbligazioni, in particolare il credito di qualità inferiore come l'high yield, possono pertanto essere competitivi nel secondo semestre 2024 rispetto all'azionario. Intendiamo aumentare l'esposizione al rischio del portafoglio attraverso questo segmento obbligazionario.

Nonostante gli spread ristretti, l'high yield offre ancora una performance relativa interessante grazie a rendimenti complessivi elevati

Yield to worst HY USA (%)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 19 giugno 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

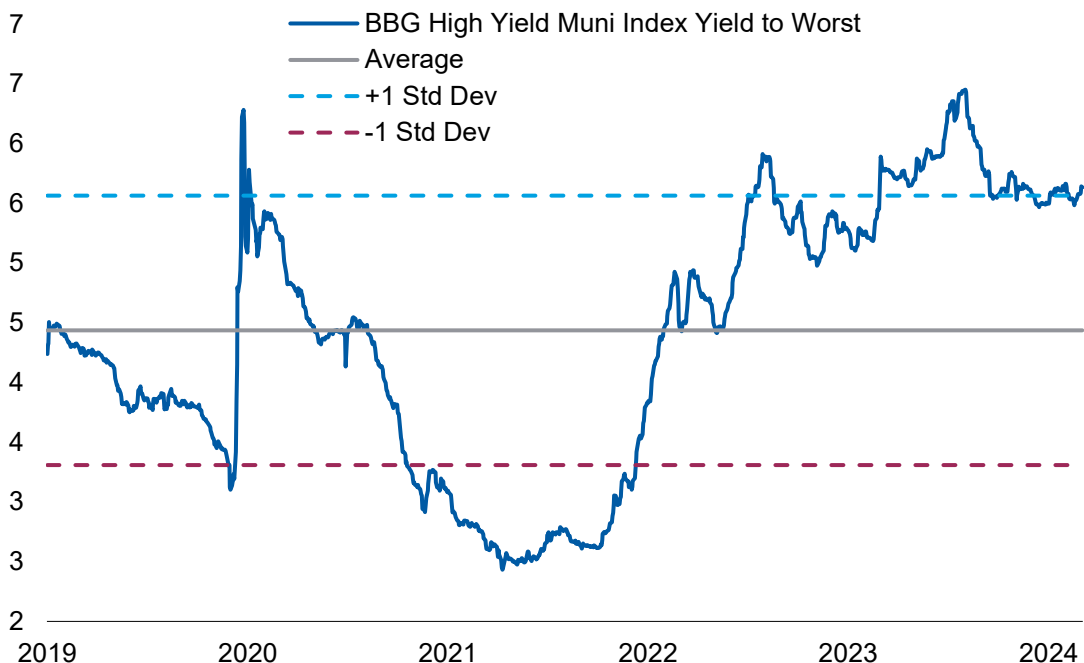
MIGLIORI IDEE

Obbligazioni municipali high yield: rendimenti interessanti e ottimi fondamentali

Le obbligazioni municipali high yield hanno rendimenti nettamente superiori alla media degli ultimi anni, vantano un quadro fondamentale molto solido con un'offerta limitata e godono di un ritorno degli afflussi nel segmento, solidi fondamentali creditizi sottostanti e un profilo di duration che dovrebbe beneficiare di una posizione più accomodante della Federal Reserve. Nel complesso, riteniamo che le obbligazioni municipali high yield rappresentino una scelta molto interessante da inserire in portafoglio.

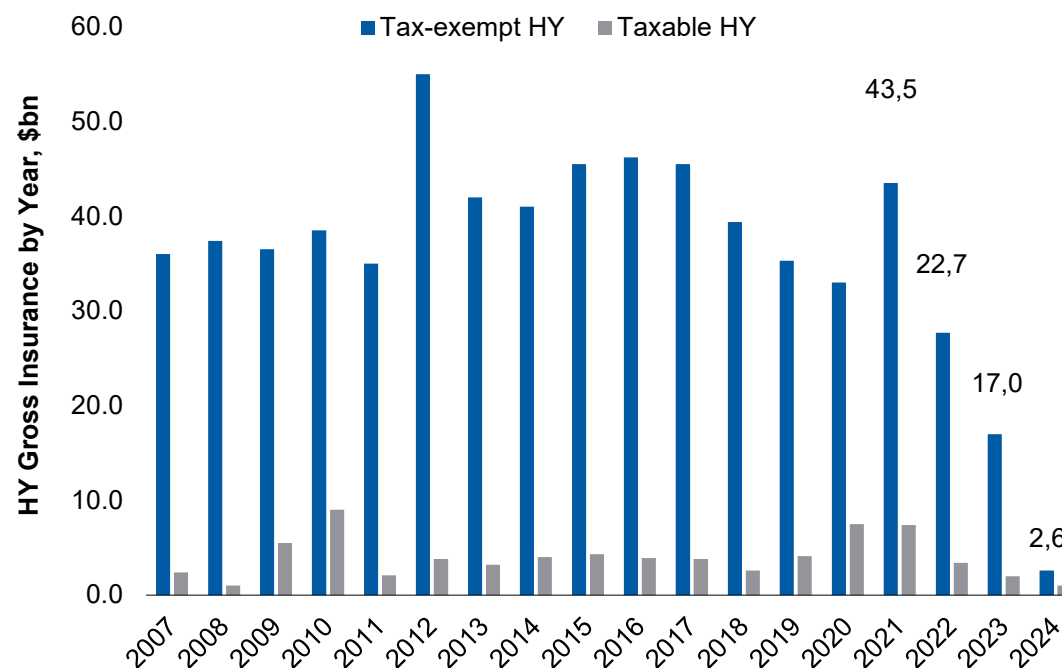
Rispetto al passato, i rendimenti delle obbligazioni municipali high yield sono elevati

Yield to Worst indice BBG High Yield Muni (%)



Offerta limitata

L'offerta di obbligazioni municipali high yield si è mossa costantemente al ribasso dal 2021 in poi



Fonte: Bloomberg, JP Morgan, MSIM. Dati al 31 maggio 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

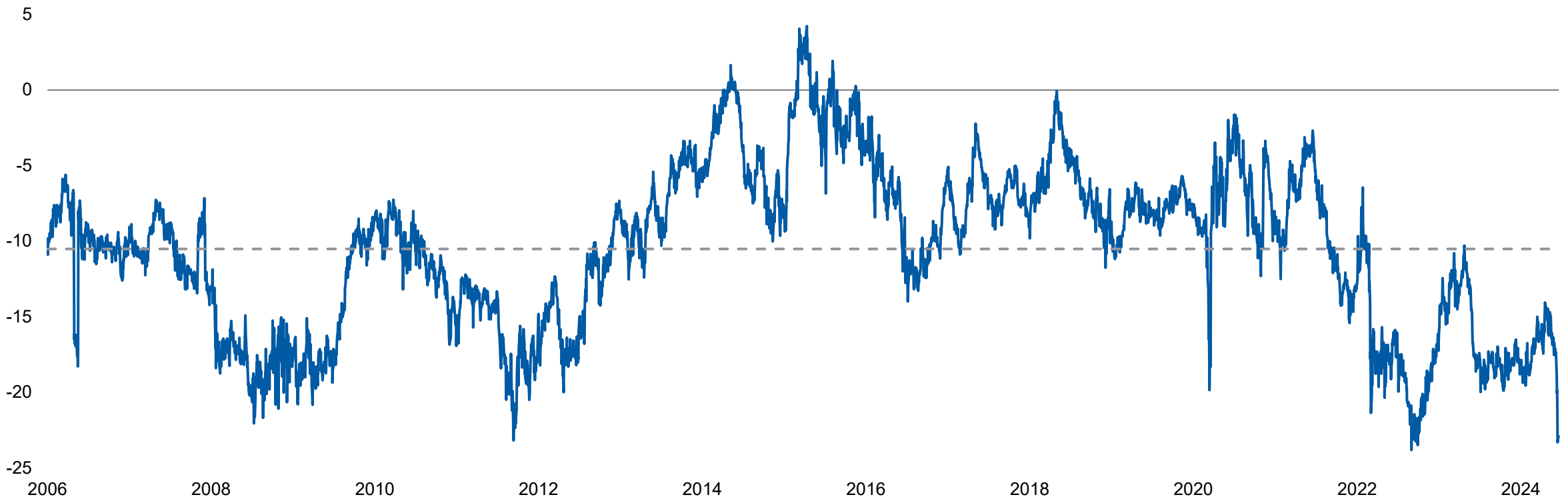
MIGLIORI IDEE

Azionario francese: comprare sui ribassi

Ci aspettiamo un'inversione della recente sottoperformance dell'azionario francese. I ricavi delle principali società e dei settori più importanti provengono perlopiù dall'estero e, in linea di massima, non dovrebbero essere influenzati dall'esito delle elezioni anticipate. Inoltre, le valutazioni attuali offrono un punto di ingresso interessante.

L'azionario francese viene scambiato a uno sconto basso in termini storici rispetto all'azionario globale

Rapporto P/E prospettico a 12 mesi dell'MSCI France vs. MSCI ACWI



Fonte: Bloomberg, MSIM PSG. Dati al 19 giugno 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

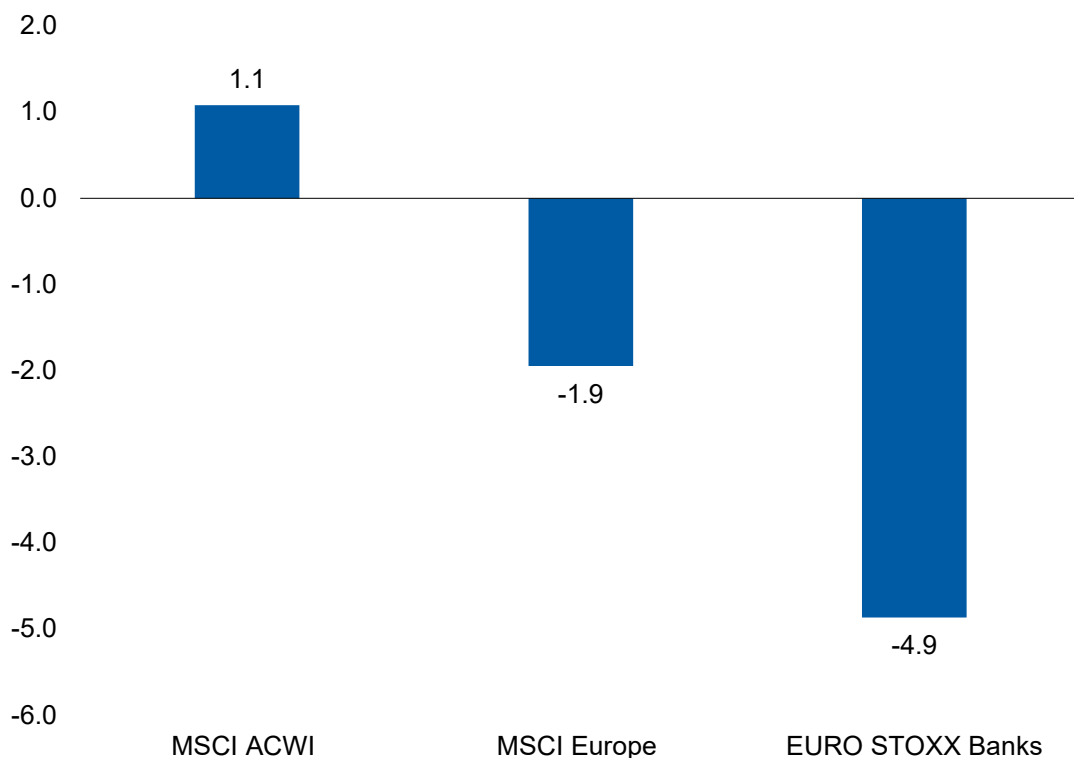
MIGLIORI IDEE

Settore bancario europeo: la tesi d'investimento rimane invariata

Il settore bancario europeo ha subito pressioni all'indomani delle elezioni europee. I timori hanno riguardato in particolare i rischi politici associati alle elezioni anticipate in Francia. Questi eventi però non modificano la nostra tesi di investimento, che tiene conto degli interessanti rendimenti sul capitale e della possibile rivalutazione in presenza di tassi più elevati.

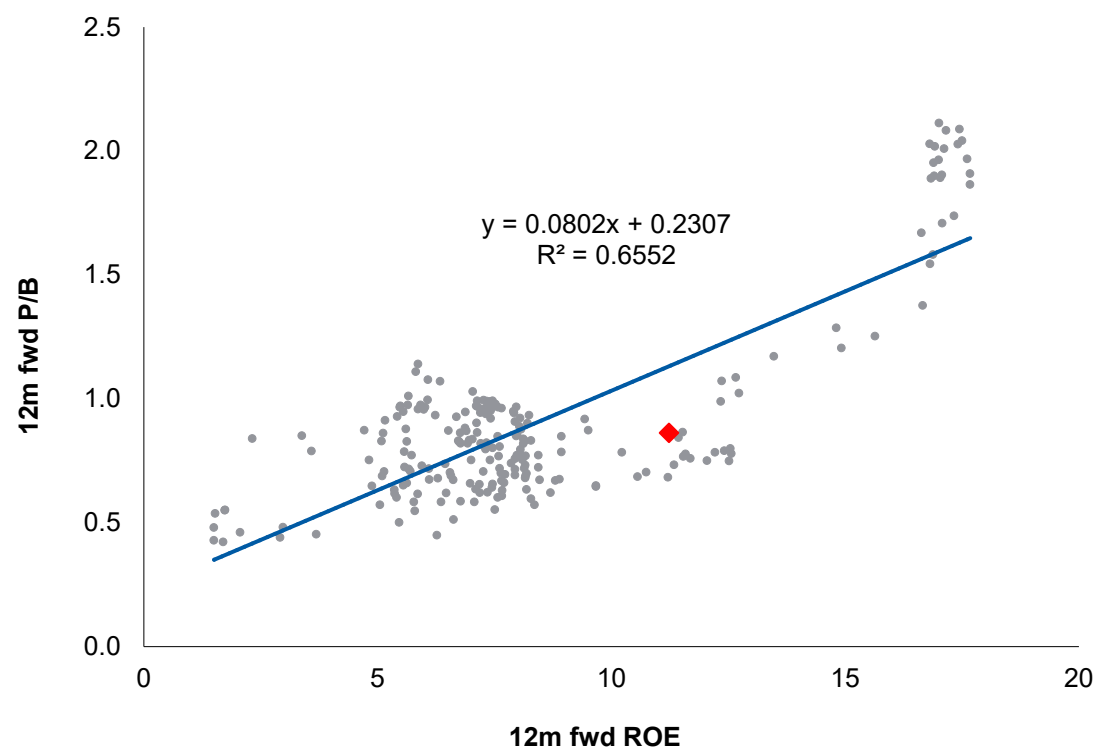
Il settore bancario europeo è sotto pressione per effetto dei rischi politici...

Performance dopo le elezioni del Parlamento europeo (7 giugno 2024) (%)



... ma resta tuttora conveniente a fronte del rendimento generato

P/B vs. ROE, settore bancario europeo



Fonte: Bloomberg, MSIM PSG. Dati al 20 giugno 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi.

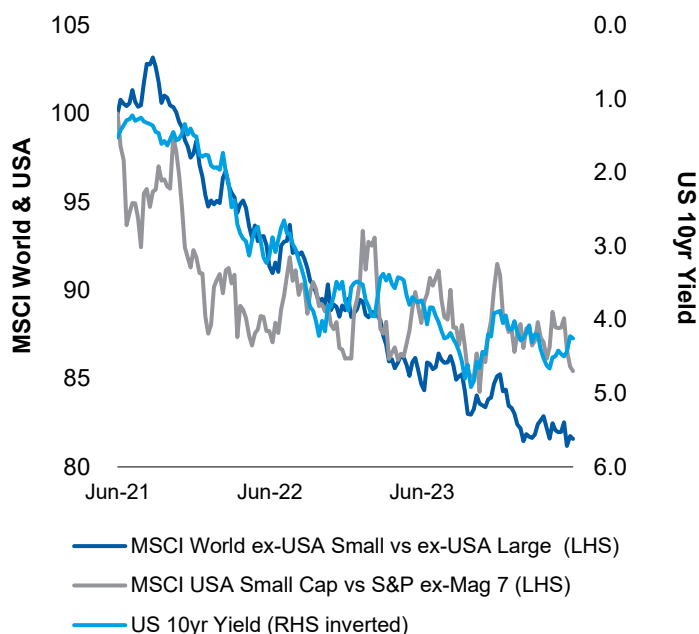
MIGLIORI IDEE

La finestra di opportunità per la sovraperformance delle small cap é troppo ristretta: preferiamo le large cap

Gli indici delle small cap sono di qualità inferiore, più volatili e presentano una maggiore esposizione ai settori ciclici rispetto ai titoli delle large cap. Una sovraperformance richiederebbe l'accelerazione della crescita economica con tassi d'interesse più bassi, cosa che appare improbabile nell'attuale contesto inflazionistico.

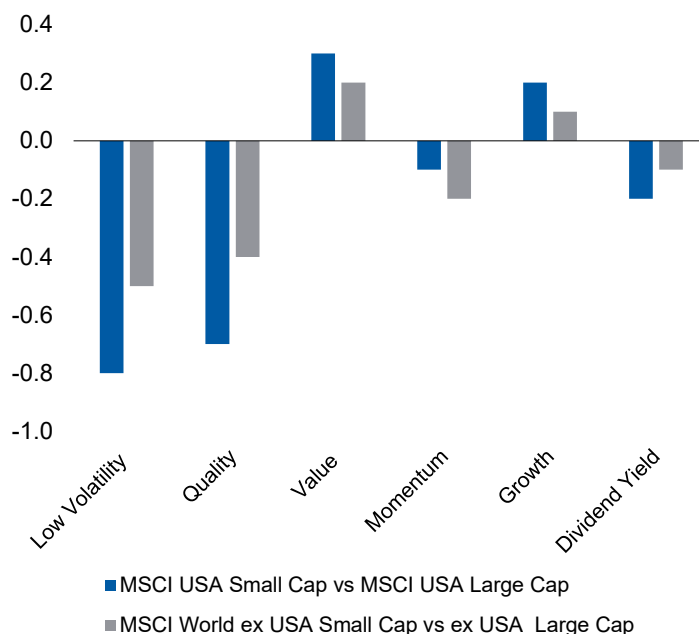
Le small cap al momento sono spinte dai tassi

Rendimenti relativi dell'indice, small cap vs. large cap (%); large cap USA escludono le Magnifiche 7*, rendimento decennale statunitense (%)



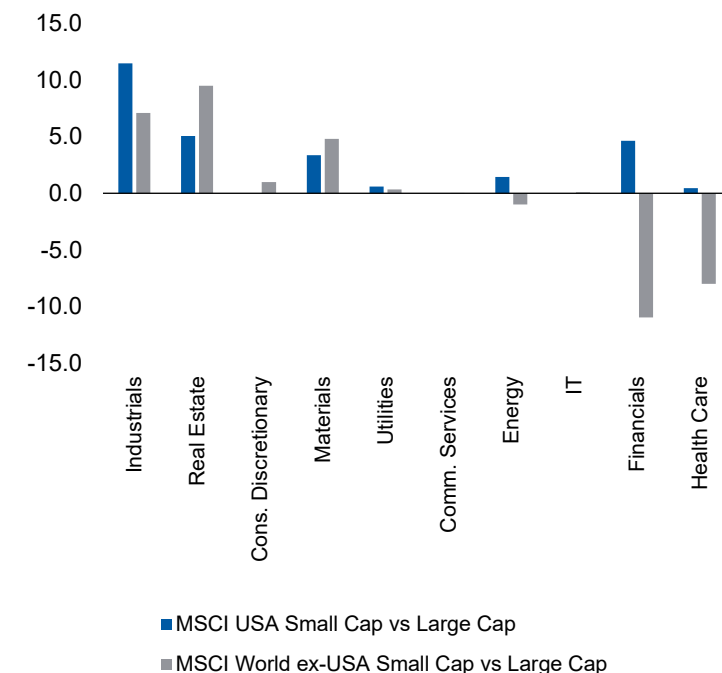
Small cap: meno qualità, più volatilità

Secondo la definizione del modello MAC3 Factor di Bloomberg. La qualità verte su redditività, ricorso alla leva, variabilità.



Le small cap sono più esposte ai settori ciclici

Esposizione relativa ai settori, small cap vs. large cap secondo gli indici indicati in legenda (%)



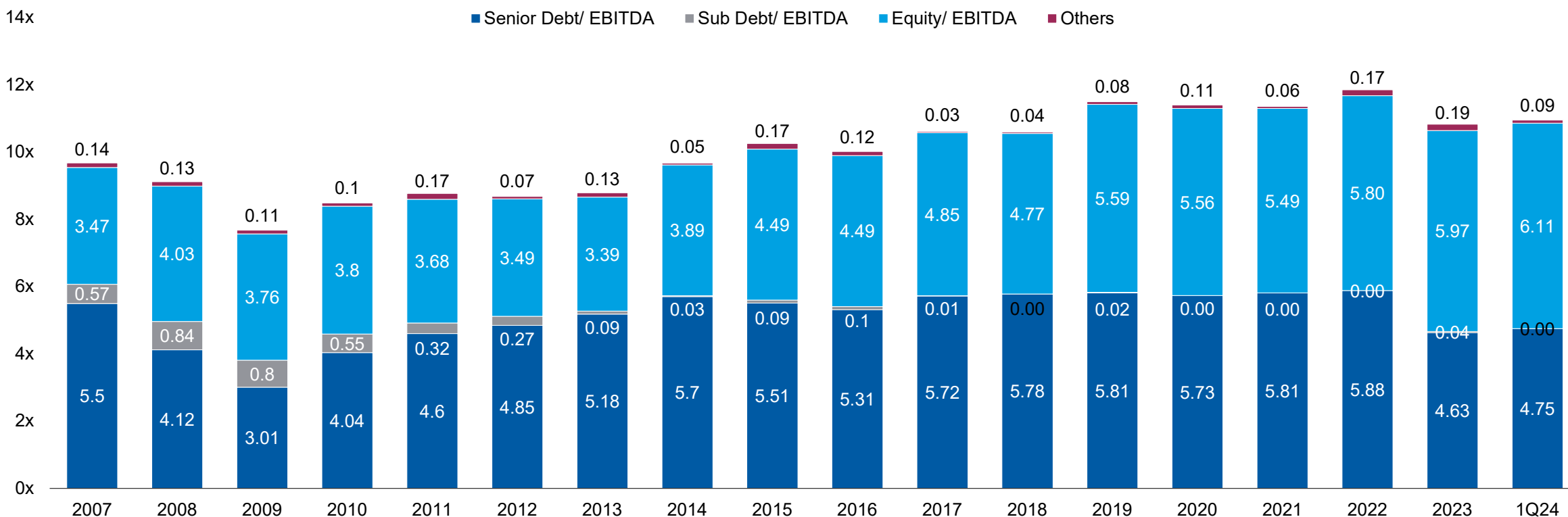
Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 21 giugno 2024. * Le Magnifiche 7 = Nvidia, Alphabet, Amazon, Microsoft, Apple, Meta, Tesla. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

MIGLIORI IDEE

Le valutazioni del private equity iniziano a mostrare punti d'ingresso interessanti

I volumi di attività nei private markets sono bassi, ma l'aumento dei tassi d'interesse ha causato un notevole calo delle valutazioni. Quando i volumi delle transazioni si saranno ripresi in tutti i segmenti ci aspettiamo un'ulteriore correzione dei prezzi e valutazioni d'ingresso interessanti.

Multipli dei prezzi di acquisto – Tutte le operazioni di leveraged buyout



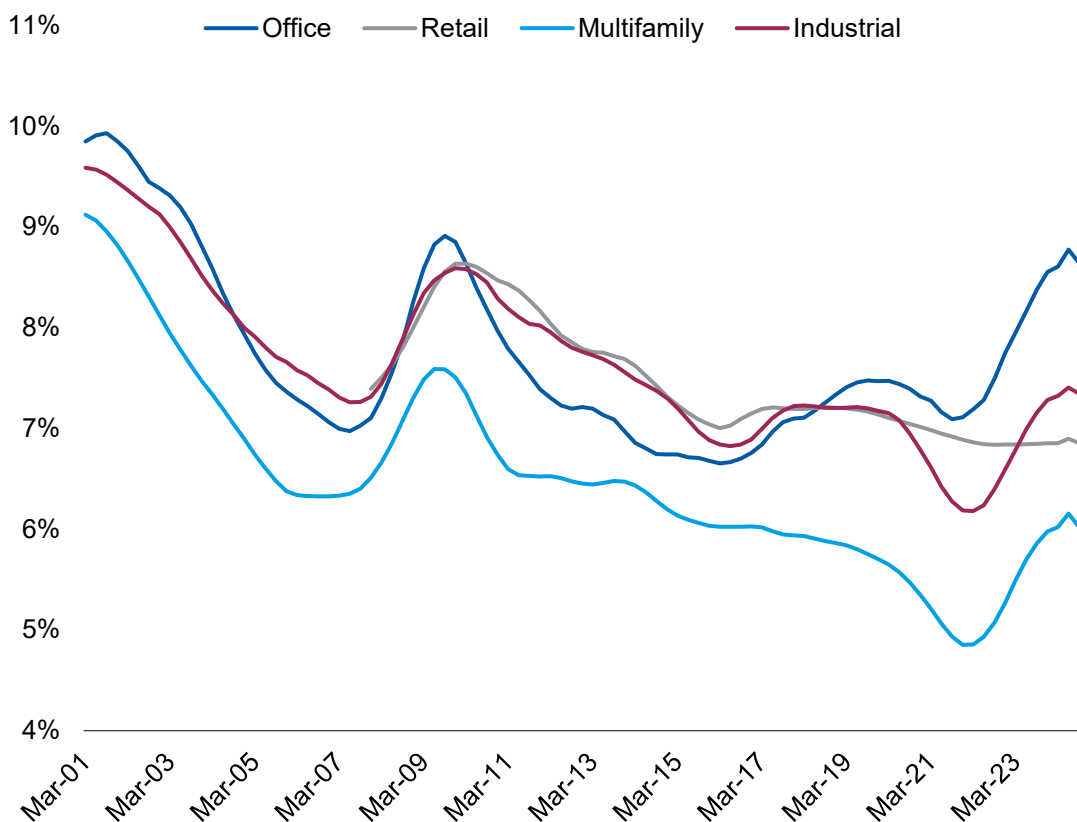
Fonte: Pitchbook, Preqin. Queste informazioni rispecchiano le opinioni del team Portfolio Solutions Group alla data di redazione del presente materiale e non a date future e possono variare in qualsiasi momento senza preavviso a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato. Per debito senior si intendono i prestiti garantiti da collaterale con diritto di prelazione sul rimborso in caso di insolvenza della società emittente. Per debito subordinato si intendono i prestiti con diritto di rimborso subordinato rispetto ad altri (ad es. debito senior) se la società diventa insolvente, e quindi rappresentano un rischio maggiore per il creditore. Per EBITDA si intendono gli utili al lordo di interessi, imposte e ammortamenti e questo valore indica l'efficienza operativa di un'azienda nel breve termine. Se il rapporto debito/EBITDA è basso in genere la società è più solida dal punto di vista finanziario, in quanto dispone di maggiori disponibilità liquide generate dagli utili per coprire il rimborso del debito, e pertanto il rischio per l'investitore risulta inferiore.

MIGLIORI IDEE

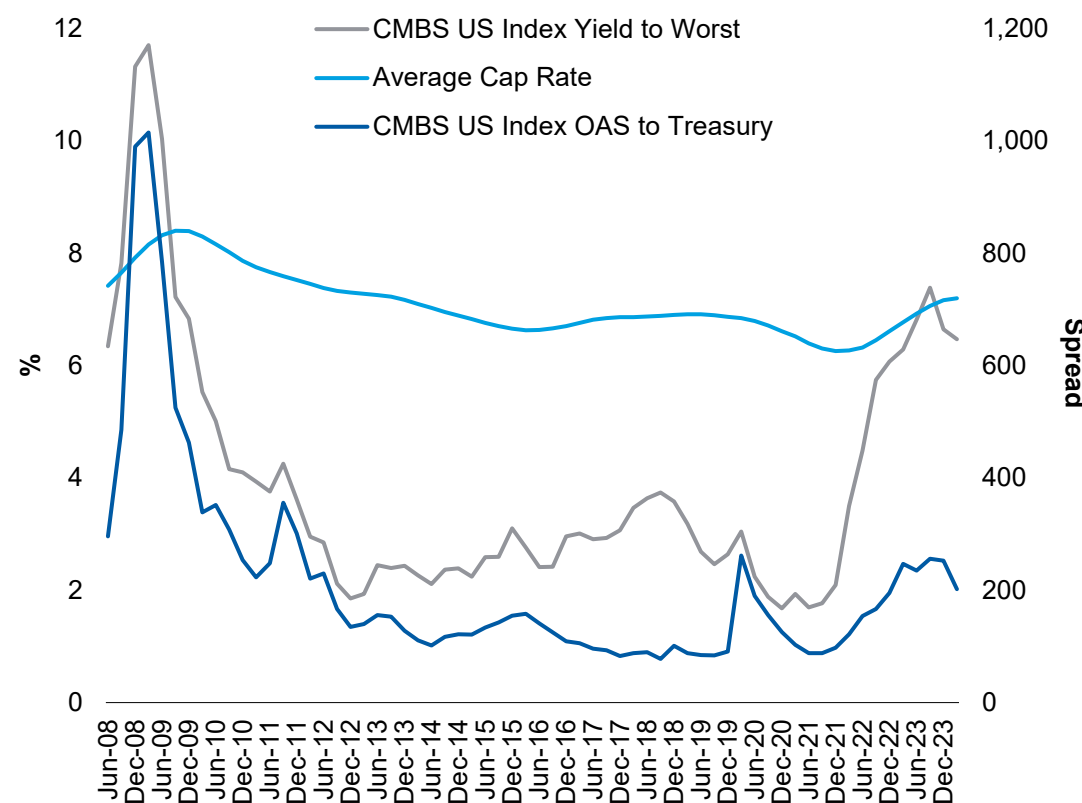
Opportunità emergenti nel settore immobiliare commerciale

L'aumento dei tassi di interesse e dell'offerta hanno reso più interessanti le valutazioni degli immobili commerciali. Nel corso dell'anno ci attendiamo un aumento dei volumi favorito dalle imminenti scadenze del debito, che rafforzano questi punti di ingresso più bassi.

Tassi di capitalizzazione



Tassi di capitalizzazione vs. costo del debito



Fonti: CoStar, Bloomberg. I dati relativi ai tassi di capitalizzazione vanno dal 31 marzo 2001 al 31 marzo 2024, con stime da aprile a settembre 2024. L'intervallo dei dati per i tassi di capitalizzazione rispetto al costo del debito va dal 30 giugno 2008 al 31 marzo 2024. Queste informazioni rispecchiano le opinioni del team Portfolio Solutions Group alla data di redazione del presente materiale e non a date future e possono variare in qualsiasi momento senza preavviso a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato. Da non intendersi quale raccomandazione o ricerca di investimento. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.**

MIGLIORI IDEE

Quadro di riferimento per gli investimenti nei mercati dei capitali

Allocazioni rappresentative di Portfolio Solutions Group

■ Posizionamento attuale
 ◀ Variazione

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

Asset allocation	La nostra view					Commento
	--	-	=	+	++	
Obbligazioni						
Duration			■			Per quanto l'aumento dei rendimenti da inizio anno abbia offerto l'opportunità di aggiungere duration ai portafogli, ravvisiamo tuttora dei rischi nel mantenere un'elevata duration nelle posizioni obbligazionarie. I rischi di duration delle obbligazioni potrebbero potenzialmente risentire di un ciclo di tagli dei tassi della Fed lento e poco aggressivo.
Credito			◀	■		Per esprimere il nostro sovrappeso continuiamo a preferire il credito globale: siamo sovraesposti all'high yield, al debito dei mercati emergenti, ai prestiti bancari e agli ABS.
Azioni						
Livello di rischio			■			Riteniamo che sia il momento di operare una presa di profitto e mantenere un posizionamento neutrale nell'azionario. Sia chiaro che non stiamo esprimendo un giudizio negativo nei confronti dell'azionario globale, ma osserviamo che in questo momento il rapporto tra rischio e rendimento è più bilanciato.
Alternativi						
Private Markets			■			Mentre la correzione dei prezzi del settore private equity non è ancora terminata, progressi sostanziali sono ormai evidenti. Riteniamo che i prezzi d'ingresso del private equity e dell'immobiliare abbiano raggiunto livelli interessanti.
Hedge Fund				■		Nel private credit gli interessi sui nuovi prestiti si stanno moderando, riportandosi verso le medie di lungo periodo, ma le strategie del segmento "special situations" dotate di una certa flessibilità sono state in grado di mantenere prezzi relativamente interessanti.
Commodity			■			Gli hedge fund sono partiti alla grande nel 2024 e il loro posizionamento indica fiducia nelle opportunità di rendimento basate sulle competenze.
Commodity			■			Manteniamo un posizionamento neutrale nei principali mercati delle materie prime poiché la possibilità di un aumento dei rischi geopolitici è bilanciata da un'elevata capacità inutilizzata in alcuni mercati, come quello del greggio, che in assenza di interruzioni fisiche delle forniture limita tale aumento.
Transizione						
Liquidità/bassa duration			■			Manteniamo la liquidità a livelli neutrali. Gli investitori ottengono rendimenti a breve termine più elevati, poiché i tassi di interesse stanno rimanendo più alti più a lungo. Possiamo accumulare liquidità in attesa di un momento migliore per esporci di nuovo agli attivi rischiosi.

A solo scopo informativo e da non intendersi come una raccomandazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. I giudizi tattici di cui sopra riflettono in linea di massima le opinioni e le implementazioni del nostro team e vengono riportati a scopo di comunicazione con i clienti. Le allocazioni dei diversi team possono differire. Le informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio di Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

MIGLIORI IDEE

Obbligazionario globale

Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

■ Allocazione corrente
 ◀ Variazione

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

Obbligazioni	Il nostro giudizio					Commento
	--	-	=	+	++	
Obbligazioni						Manteniamo un sottopeso di duration rispetto al benchmark (che riteniamo in linea di massima neutrale). Le previsioni eccessivamente ottimiste sui tagli dei tassi nel 2024 si sono ridimensionate e quindi le prospettive per la duration si sono fatte più bilanciate.
Treasury USA				■		Da marzo i rendimenti reali si sono stabilizzati sopra il 2%. Con un'inflazione rivelatasi più ostinata del previsto, è probabile che i tassi di inflazione break-even a 10 anni rimangano al di sopra del 2,2%.
Obbligazioni indicizzate all'inflazione				■		La persistente crescita dei salari bilancia il rapporto rischio/rendimento della duration nell'Eurozona, anche se su base relativa riteniamo che il rischio di tagli superiori alle attese da parte della BCE sia aumentato a causa di un trend disinflazionistico più convincente.
Obbligazioni governative dell'Eurozona				■		L'effetto combinato di minore volatilità dei tassi e di solidi indici PMI dei mercati emergenti dovrebbe sostenere gli spread sull'EMBI. Il rischio principale per la classe di attivo è rappresentato da un'inflazione ostinata che potrebbe portare a scontare un orientamento restrittivo.
Titoli di Stato in valuta forte dei paesi emergenti					■	I livelli depressi raggiunti dai rendimenti delle obbligazioni emergenti in valuta locale rispetto a quelli del credito USA limiteranno gli afflussi. Le valute dei mercati emergenti hanno subito pressioni a causa dell'orientamento restrittivo della Fed. Il rischio principale per questa classe di attivo è quello di una svolta restrittiva a sorpresa da parte della Federal Reserve.
Titoli di Stato in valuta locale dei paesi emergenti				■		Manteniamo un sottopeso di duration rispetto al benchmark (che riteniamo in linea di massima neutrale). Le previsioni eccessivamente ottimiste sui tagli dei tassi nel 2024 si sono ridimensionate e quindi le prospettive per la duration si sono fatte più bilanciate.
Credito pubblico						Al momento il premio di rendimento delle obbligazioni municipali rispetto ai Treasury USA, al netto delle imposte, è minimo o nullo. Le fasce di mercato con rating inferiori offrono invece un valore leggermente superiore.
Obbligazioni municipali				■		Sottopeso nelle obbligazioni societarie investment grade. Gli spread sono ristretti in ottica storica. Gli extra rendimenti rispetto ai Treasury dovrebbero essere minimi e l'IG rimane sensibile a rischi estremi, determinando un profilo di rischio estremamente asimmetrico.
Investment Grade	■					Confermiamo l'alto livello di convinzione sugli ABS e il rendimento per unità di qualità del credito rimane interessante. I flussi di cassa dei consumatori rimangono solidi dato il mercato del lavoro saturo.
MBS/ABS					■	Poiché i dati macroeconomici rafforzano la tesi dell'atterraggio morbido, i rendimenti offerti dalle obbligazioni, in particolare dai crediti di qualità inferiore come l'high yield, potrebbero essere competitivi nel secondo semestre del 2024 rispetto a quelli delle azioni.
High yield				▶	■	I rendimenti rimangono interessanti, poiché le previsioni eccessivamente ottimiste sui tagli dei tassi da parte del mercato si sono ridimensionate e gli spread offrono un valore ragionevole, anche se forse leggermente eccessivo rispetto al passato. I tassi di insolvenza dovrebbero restare bassi.
Prestiti bancari				■		Al momento il premio di rendimento delle obbligazioni municipali rispetto ai Treasury USA, al netto delle imposte, è minimo o nullo. Le fasce di mercato con rating inferiori offrono invece un valore leggermente superiore.

A solo scopo informativo e da non intendersi come una raccomandazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. I giudizi tattici di cui sopra riflettono in linea di massima le opinioni e le implementazioni del nostro team e vengono riportati a scopo di comunicazione con i clienti. Le allocazioni dei diversi team possono differire. Le informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio di Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

MIGLIORI IDEE

Azionario globale

Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

■ Allocazione attuale
 ◀ Variazione

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

Azionario	Il nostro giudizio					Commento
	--	-	=	+	++	
Regionali						
<i>Mercati sviluppati</i>						Mentre negli Stati Uniti la crescita si dovrebbe mantenere solida, fuori dagli Stati Uniti osserviamo segnali di stabilizzazione. Tuttavia, poiché gran parte del recente rally è stato determinato dai multipli, riteniamo che al momento i rischi siano bilanciati.
USA						Sebbene il minimo toccato dagli indicatori macro confermi un miglioramento delle prospettive di rendimento, i fondamentali appaiono tuttora più deboli rispetto all'azionario di altre regioni, bilanciando le prospettive per l'azionario europeo.
Eurozona						Il percorso del Giappone verso un'inflazione sostenibile e le riforme della corporate governance sono pilastri fondamentali per i margini di profitto e per un miglioramento dei rendimenti per gli azionisti. Le valutazioni sono aumentate, ma non a livelli eccessivi.
Giappone						
<i>Mercati emergenti</i>						La prospettiva di un soft landing nei mercati sviluppati e l'allentamento delle condizioni finanziarie favoriscono i mercati emergenti in generale. In prospettiva, la tenuta del rally dipenderà da un miglioramento sostenibile degli utili.
Stile						
Growth vs. Value						Attualmente il confronto tra gli indici Growth e Value è dominato dalle Big Tech. Le revisioni al rialzo delle stime per le Big Tech continuano, lasciando presagire che questo segmento rimane adeguatamente supportato dai fondamentali.
Qualità						Poiché nell'azionario il premio al rischio aggiuntivo è minimo e l'accelerazione della crescita economica viene limitata dal rischio di inflazione, continuiamo a preferire un approccio che privilegia i titoli di qualità. Bilanciamo questa scelta con un'esposizione ciclica selettiva.
Large Cap vs. Small Cap						Il costo del capitale rimane elevato e riteniamo che i titoli large cap siano più immuni alle pressioni derivanti dall'indebitamento rispetto all'azionario small cap.
Dividendi						Riteniamo che il rischio di esposizione allo stile dividend yield sia bilanciato. Nota: un dividend yield elevato come fattore di stile indipendente non implica qualità, sebbene molti fondi orientati alla distribuzione di dividendi ricerchino anche fattori di qualità.

A solo scopo informativo e da non intendersi come una raccomandazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. I giudizi tattici di cui sopra riflettono in linea di massima le opinioni e le implementazioni del nostro team e vengono riportati a scopo di comunicazione con i clienti. Le allocazioni dei diversi team possono differire. Le informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio di Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

MIGLIORI IDEE

Alternativi

Posizionamento rappresentativo di Portfolio Solutions Group

Investimenti alternativi	Commento
Private Markets	
Private Equity	La correzione a livello settoriale offre un punto di ingresso potenzialmente interessante nel private equity. Tuttavia, il contesto operativo indica che per ottenere rendimenti prospettici interessanti un calo delle valutazioni, per quanto necessario, non è sufficiente. Gli sponsor di private equity che desiderano perseguire iniziative di crescita dei ricavi, espansione dei margini e strutture di capitale adeguate hanno inoltre bisogno di un kit di strumenti molto competitivi, possibilmente accompagnati da una crescita organica che, in un contesto di un maggior costo di servizio del debito e multipli di leva più bassi, svolge un ruolo più importante rispetto a quella inorganica. Riteniamo che, in queste condizioni, i gestori di alta qualità dei mercati small e mid market dotati di esperienza operativa possano offrire rendimenti interessanti.
Real asset privati	La correzione nell'immobiliare commerciale è proseguita in modo rilevante, come indica il benchmark immobiliare core che ha registrato il sesto trimestre negativo consecutivo. Ciò è stato determinato da un aumento dei costi del debito e da segmenti con un'offerta elevata. Si prevede che quest'anno giungerà a scadenza una quantità significativa di debito immobiliare commerciale e, secondo le attese, questo porterà a un aumento dei volumi delle transazioni con valutazioni di ingresso interessanti. La spinta favorevole della domanda a lungo termine nei settori chiave prosegue e presumibilmente si unirà al miglioramento dei prezzi creando un'opportunità interessante.
Private Credit	Le infrastrutture private stanno beneficiando della spinta propulsiva di due megatrend: la digitalizzazione della società e delle economie e la transizione energetica. Le opportunità d'investimento stanno aumentando e accelerando grazie sia agli sviluppi dell'IA generativa, in quanto il mercato dell'energia elettrica è attualmente inadeguato a soddisfare il fabbisogno dell'IA generativa in termini di volume e densità, sia alla scarsa tolleranza all'intermittenza, che sta aumentando con la crescita delle energie rinnovabili come percentuale del mix energetico complessivo.
	I prezzi, i termini e le insolvenze dei prestiti privati sono adesso generalmente in linea con le medie a lungo termine, consentendo al private credit di contribuire alla costruzione complessiva del portafoglio con aspettative di rendimento allineate ai livelli storici. Mentre le aziende continuano ad adattarsi a interessi più elevati, le opportunità "performing" ma "non-conforming" nel segmento "special situations" sono in aumento e i prezzi appaiono interessanti.
Investimenti alternativi liquidi	
Hedge Funds	La selezione bottom up dei titoli basata sull'analisi fondamentale nelle strategie long/short e le strategie trend following beneficiano della maggiore dispersione dei rendimenti e di correlazioni incrociate più basse tra le performance degli attivi, nonché dell'apporto positivo generato dai maggiori rendimenti di cassa. Il posizionamento del portafoglio mostra che gli hedge fund nutrono una convinzione relativamente alta nelle attuali opportunità di rendimento basate sulle competenze.
Commodity	Nei principali mercati delle commodity manteniamo un posizionamento neutrale: se da un lato la ripresa dell'attività manifatturiera sostiene la domanda di materie prime, l'alta capacità inutilizzata dei paesi OPEC e l'offerta generalmente robusta di quelli esterni all'OPEC dovrebbero per il momento mantenere invariati i corsi petroliferi.

A solo scopo informativo e da non intendersi come una raccomandazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. I giudizi tattici di cui sopra riflettono in linea di massima le opinioni e le implementazioni del nostro team e vengono riportati a scopo di comunicazione con i clienti. Le allocazioni dei diversi team possono differire. Le informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio di Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo. Nota: il sovra/sottopeso nei mercati privati si riferisce a decisioni concernenti gli afflussi di nuovi investimenti, non al patrimonio degli investimenti esistenti.

Glossario dei termini

Definizioni degli indici

Il Bloomberg Euro-Aggregate Corporates Index è un indice costituito da obbligazioni emesse in euro o nelle valute locali dei 16 paesi sovrani che fanno parte dell'Unione Monetaria Europea (EMU).

Il Bloomberg Pan-European High Yield Index è un indice che copre l'universo del debito a tasso fisso di qualità inferiore a investment grade denominato in euro o in altre valute europee (ad esclusione del franco svizzero). **Indice Bloomberg Global Aggregate Ex-USD** è una misura ampia degli investimenti obbligazionari globali investment grade a tasso fisso, esclusi i titoli di debito denominati in dollari Usa.

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

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

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

Indice Bloomberg U.S. Agency misura i titoli di agenzia emessi da agenzie governative statunitensi, società quasi-federali e debito societario o estero garantiti dal governo statunitense.

Indice Bloomberg U.S. Aggregate è un indice non gestito di obbligazioni investment grade nazionali, tra cui titoli societari, governativi e garantiti da ipoteca.

Indice Bloomberg U.S. Asset Backed Securities (ABS) misura gli ABS con il seguente tipo di collaterale: credito e carta di debito, auto e prestiti per le utility.

Indice Bloomberg U.S. CMBS misura il mercato delle emissioni di CMBS conduit e di fusione con un valore attualmente nominale minimo di USD 300 milioni.

Indice Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade è un indice non gestito che misura la performance dei titoli societari investment grade all'interno del Barclays U.S. Aggregate Index.

Indice Bloomberg U.S. Mortgage Backed Securities (MBS) misura i titoli pass-through garantiti da ipoteche emessi da agenzie emesse da GNMA, FNMA e FHLMC.

Indice Bloomberg U.S. Treasury misura gli strumenti di debito pubblico emessi dal Tesoro statunitense.

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

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

Indice S&P 500 BuyWrite CBOE misura la performance di una strategia buy-

write ipotetica sull'indice S&P 500.

Indice ICE BoFa US Inflation-Linked Treasury monitora la performance del debito sovrano denominato in dollari Usa indicizzato all'inflazione pubblico emesso dal governo statunitense.

Indice ICE BoFa Fixed Rate Preferred Securities è un indice non gestito del segmento a tasso fisso, emesso negli Stati Uniti.

Indice ICE BoFa UK Gilts monitora la performance del debito sovrano denominato in GBP di pubblico dominio emesso dal governo britannico nel suo mercato interno.

Indice ICE BoFa European Union Government Bond monitora la performance del debito sovrano pubblico emesso da paesi che sono membri dell'Unione europea.

L'indice ICE BofA U.S. High Yield è un indice non gestito che comprende obbligazioni societarie statunitensi di livello inferiore a investment grade.

L'indice ICE® BofA® Developed Markets High Yield Ex-Subordinated Financial (Hedged) è un indice non gestito che comprende obbligazioni societarie di livello inferiore a investment grade dei mercati sviluppati globali. **Indice FTSE 100** è un indice non gestito ponderato per la capitalizzazione di mercato che rappresenta la performance delle 100 maggiori società blue chip quotate nel Regno Unito, che superano lo screening delle dimensioni e della liquidità.

Indice FTSE All Small è composto da tutte le società nel FTSE SmallCap e negli indici FTSE Fledgling.

L'indice FTSE World Government Bond (WGBI) misura la performance delle obbligazioni sovrane investment grade a tasso fisso in valuta locale di oltre 20 Paesi.

L'indice JP Morgan Corporate Emerging Market Broad Index Broad Diversified è un indice non gestito di obbligazioni denominate in USD emesse da società dei mercati emergenti.

L'indice J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified è un indice non gestito di obbligazioni denominate in USD con scadenza superiore a un anno emesse da governi dei mercati emergenti.

L'indice J.P. Morgan Government Bond Index - Emerging Market (GBI-EM) Global Diversified è un indice non gestito di obbligazioni in valuta locale con scadenza superiore a un anno emesse da governi dei mercati emergenti.

L'indice MSCI Emerging Markets è un indice non gestito di azioni ordinarie dei mercati emergenti.

L'indice MSCI EMU (European Economic and Monetary Union) raggruppa titoli rappresentativi di società a media e alta capitalizzazione di 10 L'indice è composto da 241 società e copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato

corretta per il flottante dell'EMU.

Indice Morgan Stanley Capital International All Country Asia Pacific (MSCI AC Asia 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.

Indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) Japan è un indice non gestito che misura la performance dei segmenti a media e alta capitalizzazione del mercato giapponese.

L'indice **MSCI World** è un indice non gestito di titoli azionari dei mercati sviluppati.

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

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

Glossario dei termini e del rischio

Definizioni degli indici (segue)

Indice Morgan Stanley Capital International Europe, Australasia, Estremo Oriente (MSCI EAFE) è un indice non gestito delle azioni dei mercati sviluppati, esclusi Stati Uniti e Canada.

L'indice MSCI USA misura la performance dei segmenti a media e alta capitalizzazione del mercato statunitense.

L'indice è composto da 631 società e copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante degli Stati Uniti.

L'indice Morningstar LSTA US Leveraged Loan è un indice non gestito del mercato istituzionale dei leveraged loan.

Prima del 29 agosto 2022, l'indice S&P/LSTA Leveraged Loan è stato utilizzato.

Indice Nikkei 225 Stock Average è un indice ponderato per il prezzo non gestito di 225 società giapponesi con rating superiori quotate nella prima sezione del Tokyo Stock Exchange.

L'indice Russell 1000® è un indice non gestito costituito da 1000 titoli azionari statunitensi di società large cap.

L'indice Russell 1000® Growth è un indice non gestito costituito da titoli azionari growth statunitensi di società large cap.

L'indice Russell 1000® Value è un indice non gestito costituito da titoli azionari value statunitensi di società large cap.

L'indice Russell 2000® è un indice non gestito costituito da 2000 titoli azionari statunitensi di società small cap.

L'indice Russell 2500® è un indice non gestito costituito da 2500 titoli azionari statunitensi di società small cap.

L'indice Russell 1000® è un indice non gestito costituito da 1000 titoli azionari statunitensi di società large cap.

L'indice S&P 500® è un indice non gestito costituito da titoli azionari di società large cap, comunemente utilizzato per misurare la performance del mercato azionario statunitense.

Indice STOXX Europe 600 è un indice a componente fissa che fornisce una rappresentazione ampia ma liquida delle società di grandi, medie e piccoli capitalizzazione in Europa.

Indici ICE BofA: gli indici ICE® BofA® non sono destinati alla ridistribuzione o ad altre finalità, vengono forniti "così come sono", senza garanzie e senza alcuna assunzione di responsabilità. Eaton Vance ha preparato il presente rapporto e gli indici ICE, LLC non li supportano né garantiscono, né sono in grado di garantire, valutare o sostenere i prodotti Eaton Vance. BofA® è un marchio di riferimento autorizzato di Bank of America Corporation negli Stati Uniti e in altri paesi.

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

Indici J.P. Morgan: Le informazioni ottenute da fonti ritenute attendibili, ma J.P. Morgan non rilascia alcuna garanzia circa la loro completezza o accuratezza. L'indice è utilizzato con l'autorizzazione. L'indice non può essere copiato, usato o distribuito senza previa autorizzazione scritta da J.P. Morgan. Copyright 2019, J.P. Morgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

Gli Indici S&P Dow Jones sono un prodotto di S&P Dow Jones Indices LLC ("S&P DJI") e sono stati concessi in licenza d'uso. S&P® e S&P 500® sono marchi registrati di S&P DJI; Dow Jones® è un marchio registrato di Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"); S&P DJI, Dow Jones e le rispettive consociate non sponsorizzano né appoggiano, vendono o promuovono il Comparto, non hanno alcuna responsabilità in relazione a esso e declinano ogni responsabilità per eventuali errori, omissioni o interruzioni degli indici S&P Dow Jones.

Salvo diversa indicazione, i rendimenti dell'indice non tengono conto di eventuali oneri di vendita, commissioni, spese, o imposte, a seconda dei casi, né della leva finanziaria. Non è possibile investire direttamente in un indice. Dati forniti a scopo puramente informativo. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. Per importanti informazioni aggiuntive si rimanda alla fine della relazione.

Coefficienti di rendimento municipali/Treasury sono indicatori di valore relativo che misurano la sopravvalutazione o la convenienza dei rendimenti delle obbligazioni municipali rispetto ai rendimenti dei Treasury a scadenza comparabile.

Rendimento minimo è una misura che riflette il rendimento potenziale più basso guadagnato su un'obbligazione senza l'insolvenza dell'emittente. Lo yield to worst è determinato formulando ipotesi di scenario peggiore sull'emissione, calcolando i rendimenti che sarebbero realizzati se l'emittente utilizzasse gli accantonamenti, compresi quelli relativi ai rimborsi anticipati, ai richiami o al riacquisto dei titoli (sinking fund).

Il rischio

Non vi è alcuna garanzia che la liquidazione della garanzia collaterale di un investimento sia in grado di soddisfare gli obblighi dell'emittente in caso di mancato pagamento né che tale garanzia collaterale possa essere prontamente liquidata. La capacità di ottenere i benefici di qualsiasi garanzia collaterale potrebbe essere ritardata o limitata. **Il valore degli investimenti in materie prime è generalmente influenzato dall'andamento generale del mercato e da fattori specifici relativi a un particolare settore o materia prima, come ad esempio condizioni meteorologiche, embarghi, dazi o sviluppi sanitari, politici, internazionali e normativi. Gli investimenti in titoli obbligazionari possono essere influenzati dalle variazioni del merito di credito dell'emittente e sono esposti al rischio di mancato pagamento del capitale e degli interessi.** Il valore dei titoli obbligazionari può inoltre diminuire a causa di timori reali o percepiti in merito alla capacità dell'emittente di onorare i pagamenti del capitale e degli interessi. I titoli con duration maggiore tendono a essere più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse rispetto a titoli con duration più breve. Azionario – I valori d'investimento azionario sono sensibili alla volatilità del mercato azionario. Gli investimenti in strumenti o valute estere possono comportare livelli superiori di rischio e volatilità maggiori rispetto agli investimenti statunitensi a causa di condizioni avverse di mercato, economiche, politiche, normative, geopolitiche o di altro tipo. Nei paesi emergenti, tali rischi possono essere più significativi. Anche se alcune agenzie sponsorizzate dal governo degli Stati Uniti possono essere costituite o sponsorizzate da leggi del Congresso, i loro titoli non sono né emessi né garantiti dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti. **Uno squilibrio** tra domanda e offerta sul mercato obbligazionario può comportare incertezze nelle valutazioni e un aumento della volatilità, un calo della liquidità, un ampliamento degli spread creditizi e una mancanza di trasparenza dei prezzi sul mercato. Le informazioni di pubblico dominio sugli emittenti municipali sono limitate. **Legati all'inflazione** – I pagamenti d'interesse sui titoli indicizzati all'inflazione possono variare in maniera sostanziale e oscillare in quanto il capitale e gli interessi sono corretti per l'inflazione. Gli investimenti in titoli indicizzati all'inflazione possono perdere valore qualora il tasso effettivo d'inflazione sia diverso dal tasso dell'indice di inflazione. **Con l'aumento dei tassi di interesse, è probabile che il valore di alcuni investimenti obbligazionari subisca una flessione.** Il London Interbank Offered Rate o LIBOR viene utilizzato in tutti i settori bancari e finanziari globali per determinare i tassi d'interesse per una serie di strumenti finanziari (come strumenti di debito e derivati) e per accordi di finanziamento. L'ICE Benchmark Administration Limited, l'amministratore del LIBOR, dovrebbe cessare di pubblicare alcuni parametri LIBOR il 31 dicembre 2021 e le impostazioni LIBOR rimanenti il 30 giugno 2023. Il processo di transizione può coinvolgere, tra le altre cose, la maggiore volatilità o l'illiquidità nei mercati per gli strumenti che fanno affidamento su LIBOR, come gli obblighi di debito a tasso variabile. **Gli investimenti in titoli con rating inferiore a investment grade (di norma indicati con il termine "junk bond") sono generalmente soggetti a maggiore volatilità dei prezzi e a illiquidità rispetto agli investimenti in titoli con rating maggiore.** **Scadenza** – In genere le obbligazioni a più lungo termine sono più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse rispetto alle obbligazioni a più breve termine. **Azioni privilegiate** – Quando i tassi d'interesse aumentano, il valore dei titoli privilegiati tende a diminuire. **Prepagamento - MBS** – I titoli garantiti da ipoteca sono soggetti al rischio di rimborso anticipato. **Rimborso anticipato - Prestiti bancari** – I prestiti bancari sono soggetti al rischio di rimborso anticipato. Le variazioni dei valori immobiliari o i periodi di recessione economica possono avere ricadute negative rilevanti sugli emittenti del settore immobiliare, ivi compresi i REIT.

Considerazioni sui rischi –

La diversificazione non elimina il rischio di perdite.

Le valutazioni dei titoli azionari tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. Gli investimenti nei mercati esteri comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei paesi emergenti sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei paesi sviluppati esteri. I titoli obbligazionari sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). In un contesto di tassi d'interesse in rialzo, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. In un contesto di calo dei tassi d'interesse, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. I titoli con scadenze più lunghe possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. Investimenti alternativi sono di carattere speculativo, prevedono un elevato grado di rischio, sono altamente illiquidi, tipicamente presentano spese più elevate di altri investimenti e coinvolgono l'uso della leva finanziaria, vendite allo scoperto e derivati, il che può aumentare il rischio di perdite. Questi investimenti sono adatti agli investitori che comprendono tale genere di rischi e sono disposti ad accettarli. Le performance possono essere volatili e gli investitori possono perdere la totalità o una quota consistente del capitale investito.

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

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo.

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

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

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori o del team di investimento. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcuna strategia o prodotto specifico offerto dalla Società. I risultati futuri possono divergere in misura rilevante sulla scia di sviluppi riguardanti i titoli, i mercati finanziari o le condizioni economiche generali.

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

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale 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. **La performance passata non è garanzia di 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, direttamente o indirettamente e integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto della Società. Proibito collegare link a questo materiale, se non per uso personale e non commerciale. Tutte le informazioni di cui al presente documento sono proprietà intellettuale tutelata dalla legge sul diritto d'autore e altre leggi applicabili. Eaton Vance fa parte di Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management è la divisione di 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 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 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), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axelortv 2, 1609 Copenhagen V, Denmark.

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)

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.

ASIA-PACIFICO

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

CRC 6738132 Exp 06/30/2025