

Morgan Stanley

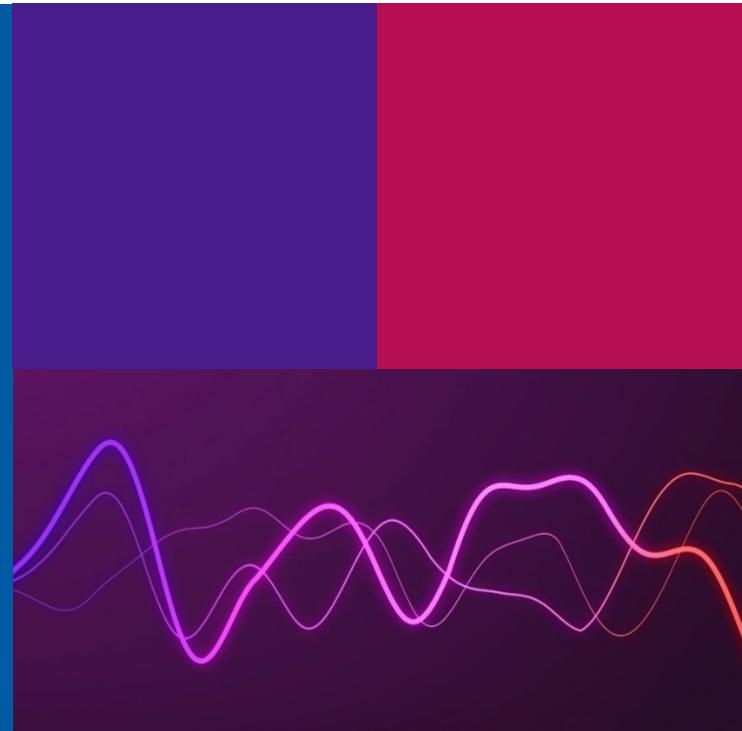
INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

Bonds | Equities | Alternatives | Transition

Guida mensile ai mercati globali e all'asset allocation

Luglio 2025



IDEE PRINCIPALI

Temi principali per il secondo semestre 2025

**Secondo semestre 2025: l'incertezza lascia il posto alla chiarezza.**

Calo della volatilità. Nel secondo semestre 2025, le incertezze del primo semestre legate ai dazi, al bilancio e alle politiche tributarie degli Stati Uniti verranno superate. Resta da vedere se le politiche commerciali porteranno ad un rallentamento più marcato dell'attività economica e a un aumento dell'inflazione – lo scenario della stagflazione – o se l'economia riuscirà in qualche modo a superare questa fase evitando una recessione. A nostro avviso, sarà la seconda ipotesi a concretizzarsi. Il raggiungimento di un accordo sulla legge di bilancio e sulle misure tributarie degli Stati Uniti potrebbe favorire l'attività economica, in quanto potrebbe generare stimoli sotto forma di un'accelerazione degli ammortamenti, un aumento degli investimenti da parte delle imprese e un'ulteriore deregolamentazione, che sposterebbe il motore della crescita dal settore pubblico a quello privato, che risulta essere ben più produttivo. Tutti questi aspetti, che nel primo semestre del 2025 erano "incognite note", diventeranno "dati noti" nella seconda metà dell'anno, cosa che, secondo noi, contribuirà a ridurre la volatilità rispetto ai livelli del primo semestre.

**La produttività e ciò che esprimono i prezzi**

Una crescita più produttiva. Un cambiamento poco compreso è la riduzione delle uscite e delle spese federali, che sta iniziando a diventare una realtà. Dopo il Covid, la spesa e le politiche governative – in ambiti che vanno dalla crescita dell'occupazione alle iniziative ecologiche – hanno influenzato la spesa e gli investimenti delle aziende e inciso sull'attività del settore privato, riducendola. Questo cambiamento di politica è difficile da misurare nell'immediato, ma si manifesta negli investimenti delle imprese e nella spesa in conto capitale che, a loro volta, alimentano il PIL. La differenza sostanziale sta nel fatto che questa crescita è guidata dal settore privato, non da quello pubblico, per cui il denaro investito ha un moltiplicatore maggiore. Questo getta le basi per una tesi che, pur non godendo dei favori del consenso, vede la possibilità di una sorpresa al rialzo dei prezzi e delle valutazioni statunitensi. Stiamo rivalutando le nostre idee lungo queste linee per il secondo semestre del 2025.

**Calo del sostegno da parte delle politiche monetarie: sono gli spread a fare il grosso del lavoro**

Non sarà facile. Nel secondo semestre del 2025 le banche centrali globali potrebbero assumere un orientamento meno accomodante rispetto al primo semestre. La Banca centrale europea (BCE) e la Banca d'Inghilterra (BoE) hanno attuato politiche di allentamento e in molti hanno pensato che sicuramente anche la Fed avrebbe fatto lo stesso. Tutto ciò ha favorito il contributo della duration ai rendimenti obbligazionari. Ora come ora, la BCE e la BoE potrebbero trovare più complicato continuare a tagliare i tassi ai ritmi precedenti e la Fed potrebbe decidere di non tagliarli affatto. Molto dipende dalle ricadute che le politiche commerciali avranno sull'inflazione e ciò significa che nel secondo semestre del 2025 i tassi d'interesse potrebbero cessare di sostenere i rendimenti obbligazionari. Di conseguenza, ora potrebbe essere tutta una questione di carry e performance degli spread a determinare i rendimenti, dato che la spinta favorevole dei tassi rischia di venir meno. Per il secondo semestre del 2025, riteniamo tuttora valida, come tema obbligazionario globale, la nostra strategia barbell nella quale il debito a più alto rendimento viene abbinato ad attivi di alta qualità con bassa duration.

**Contro il consenso: il potenziale di rialzo dell'azionario statunitense è sottovalutato**

Un parere diverso. Secondo il consenso, il potenziale di rialzo dell'azionario è limitato per via delle valutazioni. Tuttavia, noi siamo dell'avviso che gli analisti possano sottovalutare di circa 9 dollari le stime sugli utili per l'esercizio 2025, sulla base della relazione storica implicita nel run rate degli utili annuali. Questo potrebbe essere dovuto al fatto che gli analisti stanno scontando le sorprese al ribasso dell'economia dovute alle conseguenze dei dazi. Riteniamo che i dati siano in ritardo e che ci siano margini sufficienti per una sorpresa al rialzo sul versante degli utili nel secondo semestre 2025. Questo non solo comporterebbe un ulteriore aumento degli utili fino a 2026 inoltrato, ma potrebbe indicare anche che le attuali valutazioni del rapporto P/E potrebbero essere eccessive. Ecco il motivo per cui nel secondo semestre del 2025 puntiamo ad aumentare l'esposizione all'azionario statunitense.

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.

IDEE PRINCIPALI

Portfolio Solutions Group – Le nostre idee tematiche principali per il secondo semestre 2025

Stati Uniti ed Europa a confronto: Negli Stati Uniti ci sono maggiori possibilità di sorprese al rialzo

Cambio di rotta. Le dinamiche strutturali favorevoli che hanno sostenuto la sovrapreformance dell'Europa nel primo semestre del 2025 rimangono vive, ma il conseguente aumento delle valutazioni rende meno probabili ulteriori rialzi nel secondo semestre. Negli Stati Uniti, invece, nonostante gli ottimi risultati del primo trimestre, le aspettative per l'intero esercizio sono state riviste al ribasso influenzate dalle aspettative del mercato, secondo il quale vi sarà un rallentamento nel secondo semestre. Se i dazi non dovessero rivelarsi così penalizzanti per l'economia statunitense come ci si aspettava, le stime attuali non potrebbero essere troppo basse? È ancora tutto da vedere, ma con l'avvicinarsi del secondo semestre sembra che vi siano maggiori margini per sorprese al rialzo negli Stati Uniti rispetto all'Europa.

Stati Uniti: le large cap conservano la posizione di leadership rispetto alle SMID (small/mid cap)

Le cose non sono cambiate. Dopo aver sottoperformato le SMID nel primo trimestre del 2025, le large cap del settore tecnologico hanno riconquistato la leadership grazie a una perdurante forza, frutto delle revisioni degli utili. Le SMID, invece, hanno continuato a perdere terreno in quanto 1) le revisioni degli utili hanno disatteso le aspettative su base relativa e 2) la debolezza del dollaro USA (USD) ha aumentato le difficoltà di questo segmento in quanto meno esposto al fatturato estero. Nel secondo semestre del 2025, riteniamo che le large cap conserveranno la posizione di leadership negli Stati Uniti e per questo motivo abbiamo deciso di chiudere la nostra posizione di sovrappeso (O/W) nelle mid cap statunitensi.

Tassi: Sostituzione dei Treasury statunitensi (con copertura valutaria) con titoli di Stato in euro

Continuiamo con il carry. Negli ultimi mesi i rendimenti degli Stati Uniti e dell'Unione europea si sono mossi in un intervallo relativamente ristretto e il perdurare di questa tendenza offre agli investitori l'opportunità di raccogliere altri 80-90 punti base (pb) di carry stabile. Qual è il rischio? Che i rendimenti dei Treasury possano scendere in misura significativa rispetto a quelli dell'UE. Tuttavia, continuiamo a ritenere improbabile un simile scenario, considerando i problemi fiscali in essere, la resilienza della crescita economica e la riluttanza della Fed ad adottare misure di allentamento rilevanti.

Credito: muoversi in chiave tattica con gli spread vicini ai minimi storici

Il gioco dell'attesa. Dopo l'ampliamento provocato dai dazi all'inizio di aprile, gli spread creditizi sono tornati a livelli vicini ai minimi storici. A circa 300 pb, gli spread dell'high yield (HY) rimangono abbastanza contenuti rispetto all'andamento delle insolvenze, che al confronto rimangono piuttosto elevate. Secondo il nostro scenario di base, che non prevede una recessione, i rischi di insolvenza dovrebbero rimanere sotto controllo, ma l'attuale livello di spread genera un rapporto rischio/rendimento asimmetrico sfavorevole. Ad ogni modo, qualora eventuali debolezze a breve termine dovessero portare le valutazioni a livelli più ragionevoli, prenderemmo in considerazione la possibilità di aumentare leggermente l'esposizione. Per il momento, preferiamo assumere un rischio azionario anziché creditizio.

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.

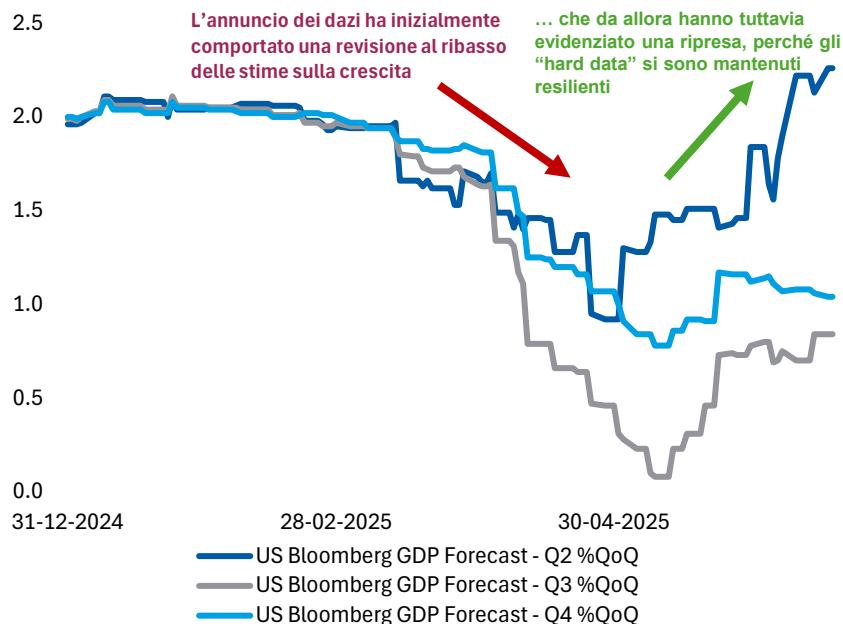
TEMI PRINCIPALI

L'incertezza sui dazi persiste, ma non si è ancora visto un indebolimento della crescita

In seguito all'annuncio dei dazi nel corso del primo trimestre del 2025, gli economisti hanno rivisto al ribasso le previsioni di crescita del PIL per il resto dell'anno, in linea con il deterioramento dei "soft data" (sondaggi, fiducia, ecc.). Poiché negli "hard data" non si è ancora manifestata alcuna debolezza, il conseguente miglioramento dei "soft data" ha comportato una ripresa delle previsioni sulla crescita.

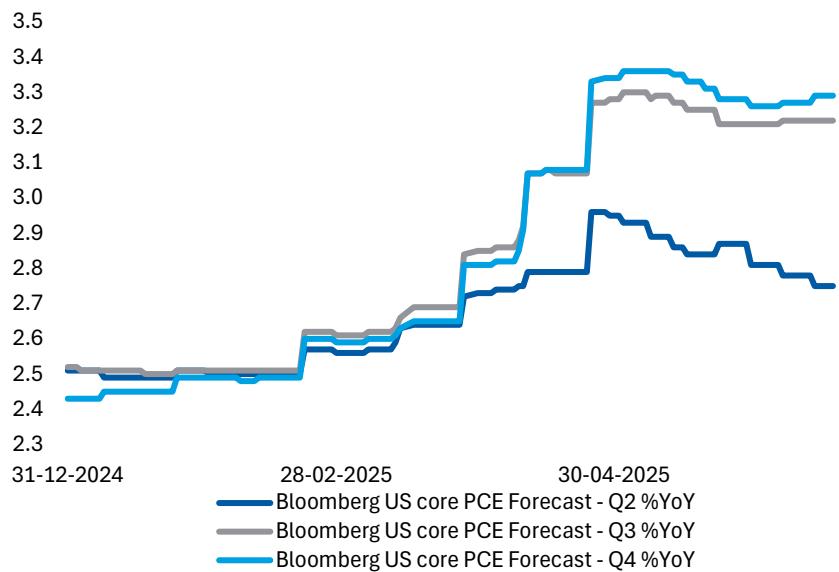
Le recenti stime sulla crescita hanno esibito una tendenza al rialzo...

Previsioni Bloomberg sul PIL USA % t/t (media ponderata per l'indagine)



... mentre le stime riguardanti l'inflazione si sono stabilizzate

Previsioni Bloomberg sull'inflazione PCE core USA % a/a (media ponderata per l'indagine)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 17 giugno 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.

TEMI PRINCIPALI

IA: il passaggio dagli investimenti nelle infrastrutture all'adozione

Dopo due anni di ingenti investimenti nelle infrastrutture, è probabile che nel secondo semestre del 2025 e nel 2026 la tesi dell'IA passi in modo più significativo alla fase dell'adozione. Secondo i dati del Census Bureau, l'adozione generalizzata all'interno dell'economia è ancora nelle fasi iniziali, ma negli ultimi 12 mesi è raddoppiata. Nonostante il numero di metriche riguardanti l'adozione dell'IA sia in aumento, i mercati ancora non comprendono perfettamente come interpretarle per capire chi saranno i vincitori e i vinti della fase di adozione.

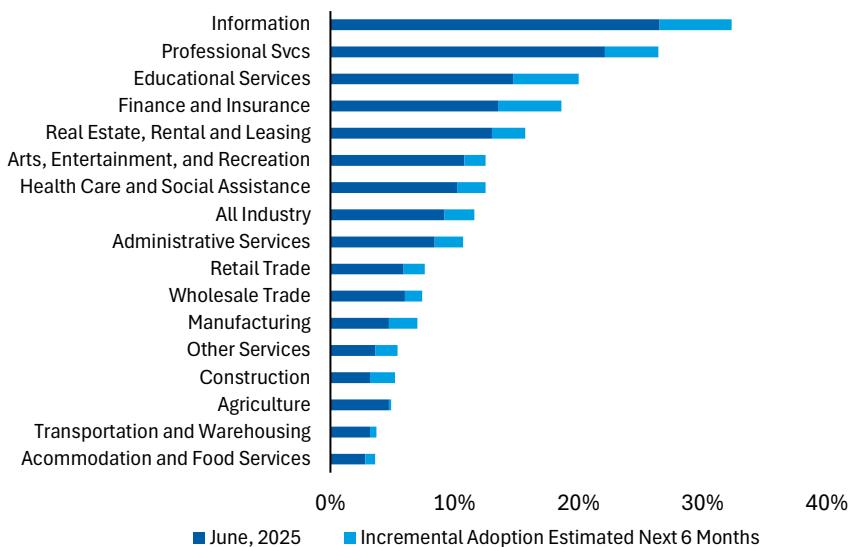
Nel 2025 l'adozione dell'IA nell'economia ha subito un'accelerazione

Tasso di adozione dell'IA da parte delle aziende nell'economia



I trend di adozione sono più accentuati nei settori dei servizi

Adozione dell'IA e stima dell'aumento a 6 mesi per settore



Fonte: Census Bureau, MSIM. Dati al 18 giugno 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.

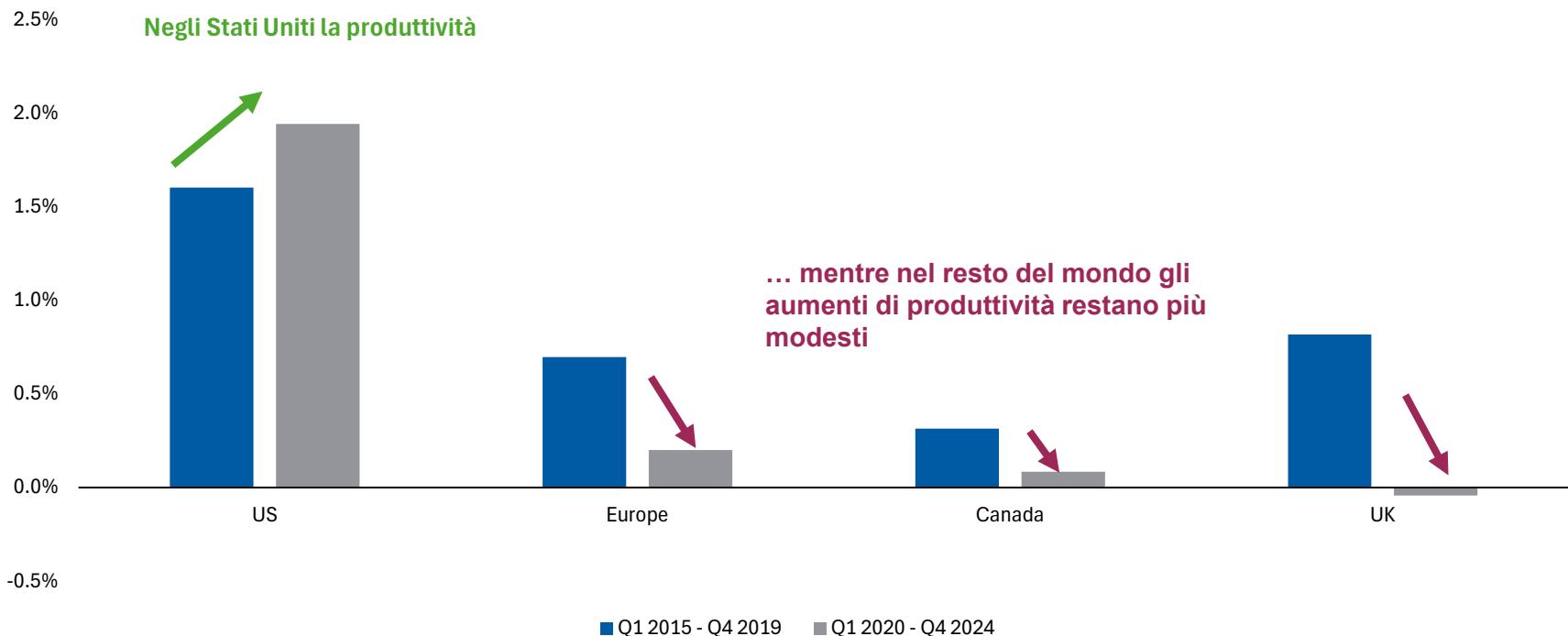
TEMI PRINCIPALI

La produttività del lavoro rimane un importante fattore di crescita negli Stati Uniti

L'andamento della produttività rimane un volano fondamentale per la crescita economica delle varie regioni. Gli Stati Uniti mantengono il trend più forte e la loro sovrapreformance rispetto al resto del mondo è aumentata.

La sovrapreformance della produttività degli Stati Uniti è aumentata rispetto al resto del mondo

Crescita da produttività del lavoro (oraria) su base annua



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 16 giugno 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.

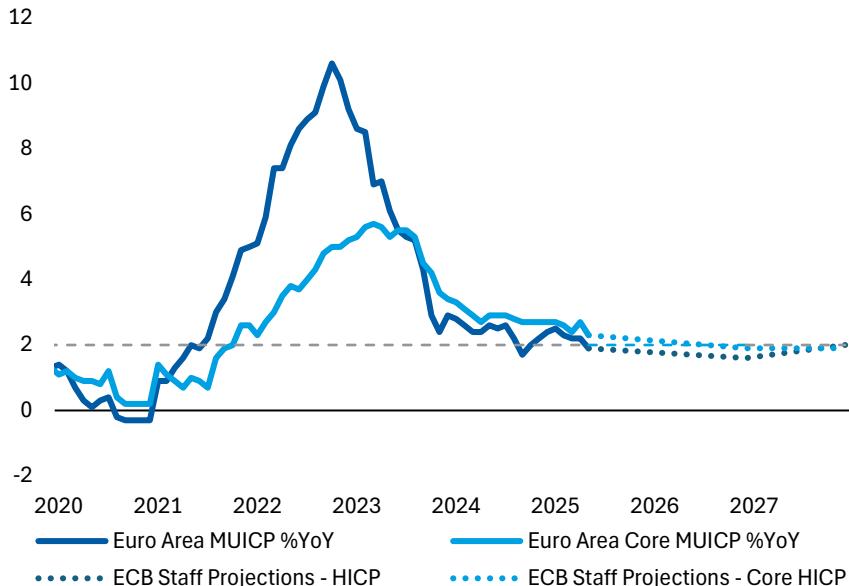
TEMI PRINCIPALI

I trend disinflazionistici rimangono più marcati in Europa rispetto agli Stati Uniti

L'inflazione europea è tornata sotto al target stabilito dalla banca centrale, contrariamente a quanto accade negli Stati Uniti, dove l'inflazione rimane ostinatamente sopra il target. Con il ritorno dell'inflazione al target, il ciclo di tagli dei tassi della BCE si sta probabilmente avvicinando alla conclusione. Viceversa, poiché l'inflazione rimane sopra l'obiettivo e la crescita si è rivelata (finora) resiliente, la Fed potrebbe non operare tutti i tagli dei tassi che i mercati si aspettano.

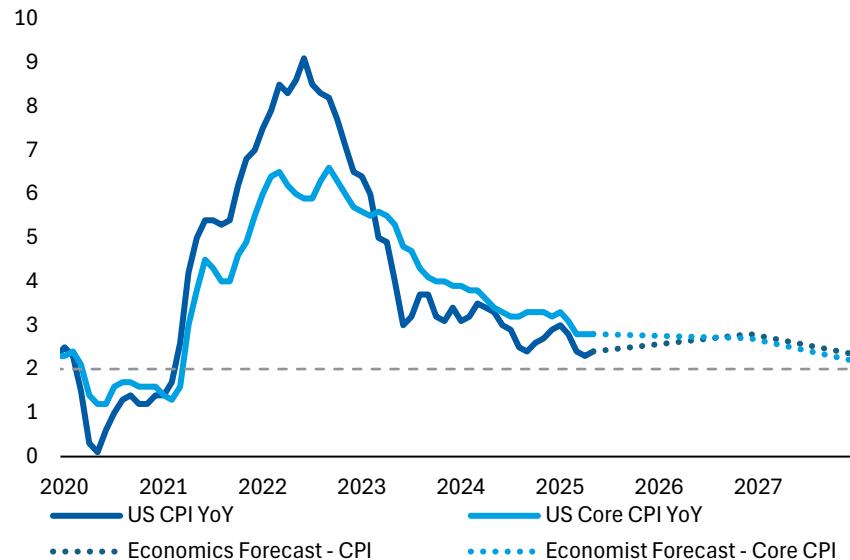
L'inflazione dell'Eurozona è tornata al target fissato dalla BCE...

Inflazione core e nominale con le proiezioni della BCE



... mentre negli Stati Uniti si prevede che l'inflazione rimanga sopra il target

Inflazione nominale e core con le previsioni mediane degli economisti



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 13 giugno 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.

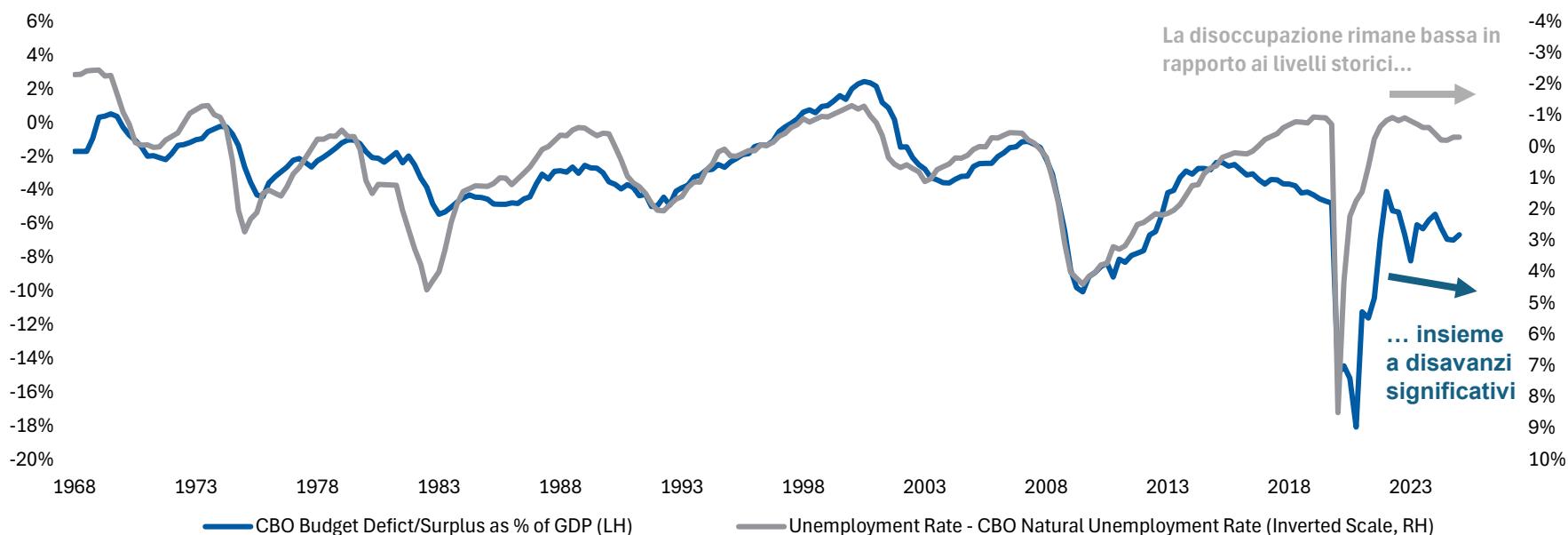
TEMI PRINCIPALI

Il disavanzo degli Stati Uniti è il problema strutturale primario, ma difficilmente un catalizzatore a breve termine

L'attuale disavanzo fiscale è pari a circa il 7% del PIL, mentre il tasso di disoccupazione è sostanzialmente in linea con il tasso naturale stimato dal Congressional Budget Office (CBO). Si tratta di uno squilibrio senza precedenti se valutato in termini storici. Qualsiasi inasprimento delle politiche fiscali sarebbe probabilmente sofferto e verrebbe evitato salvo se imposto da una crisi. Nonostante l'attenzione rivolta a questo tema, sembra improbabile che una crisi di questo tipo possa essere un catalizzatore per il 2025.

I disavanzi fiscali si attestano attualmente a livelli senza precedenti in relazione alla disoccupazione

Disavanzo/surplus di bilancio secondo il CBO come % del PIL (asse sinistro), disoccupazione meno tasso di disoccupazione naturale secondo il CBO (asse destro invertito)



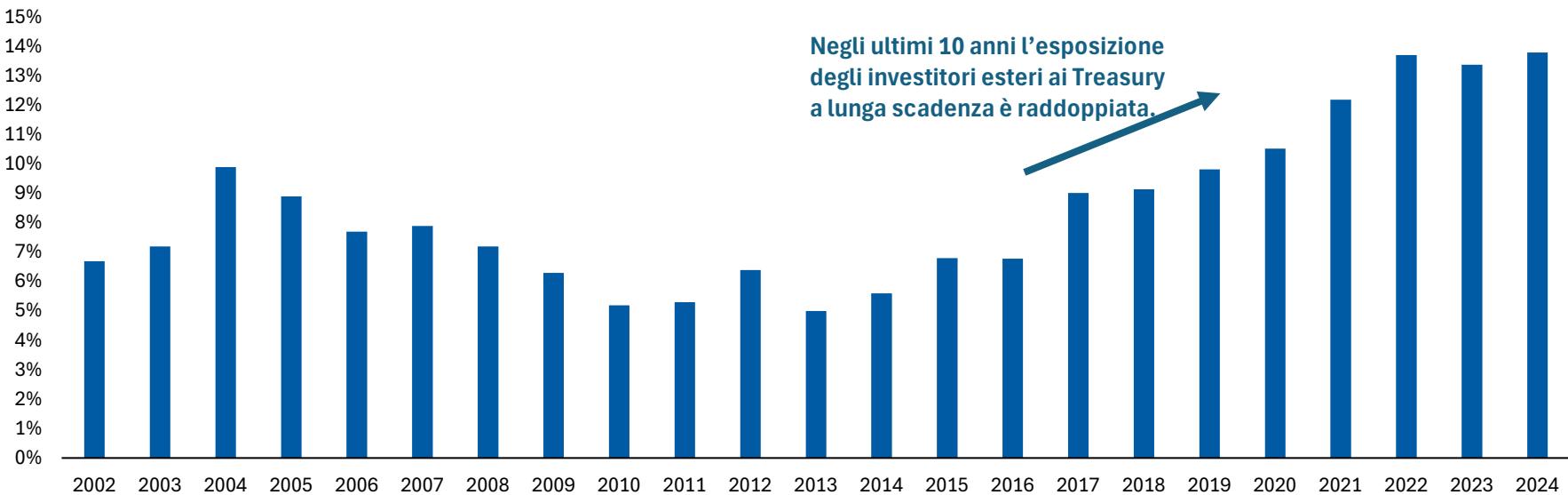
Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 17 giugno 2025. Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa 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.

TEMI PRINCIPALI

Per l'obbligazionario statunitense e il dollaro USA potrebbe essere in arrivo un ulteriore ribilanciamento

Non crediamo che le obbligazioni statunitensi o il dollaro USA stiano perdendo, rispettivamente, il loro status di bene rifugio e di valuta di riserva, ma gli investitori esteri potrebbero avere interesse a ribilanciare la loro esposizione obbligazionaria (e anche azionaria) agli Stati Uniti. Nell'ultimo decennio le posizioni di investitori esteri in Treasury statunitensi a lunga scadenza è raddoppiata e attualmente si trova a livelli record. Un ribilanciamento di questa esposizione eserciterebbe un'ulteriore pressione sui rendimenti statunitensi a lungo termine e sul dollaro USA.

L'esposizione degli investitori esteri alla duration dei Treasury statunitensi è la più alta mai registrata *Quota di Treasury con scadenza superiore ai 10 anni detenuti all'estero*



Fonte: Apollo Chief Economist, MSIM. Dati al 16 giugno 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.

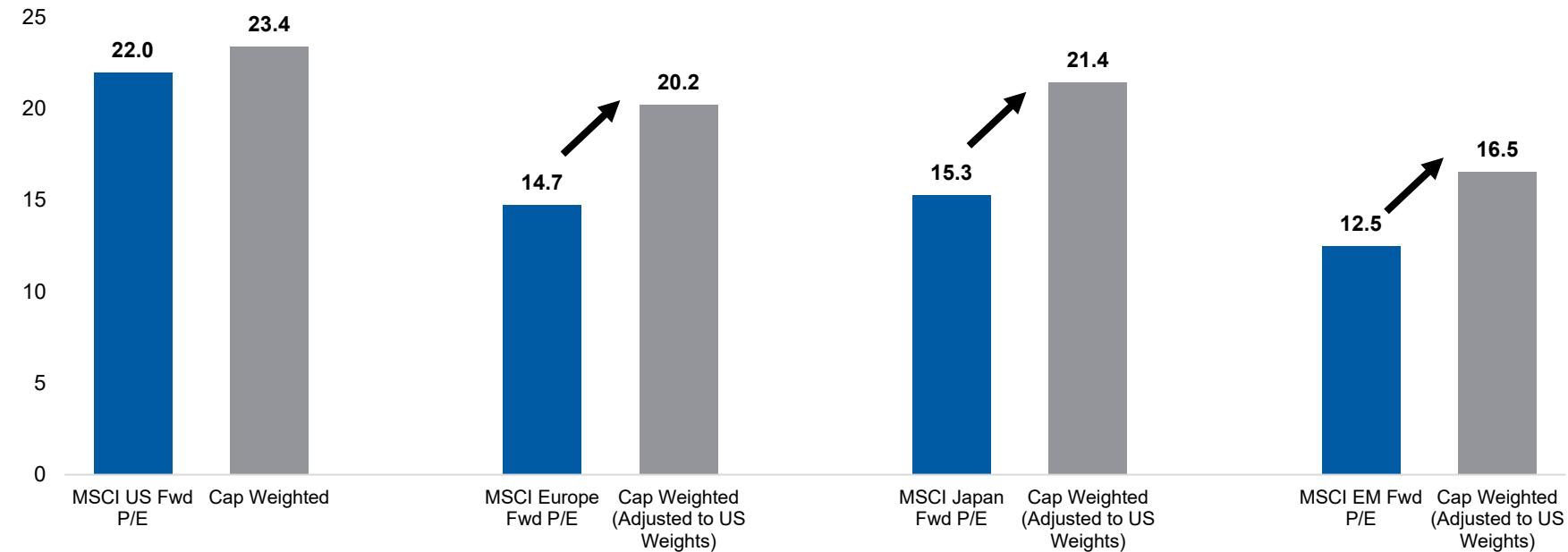
TEMI PRINCIPALI

L'Europa e altre regioni non statunitensi potrebbero non essere così convenienti come alcuni potrebbero pensare

La convenzione di mercato per il calcolo del rapporto P/E a livello di indice si basa sulla ponderazione degli utili, che sconta il contributo dei componenti con valutazioni più elevate/utili più bassi. Al netto delle rettifiche effettuate per tenere conto delle differenze di peso dei gruppi settoriali rispetto all'azionario statunitense, i rapporti P/E ponderati per la capitalizzazione di mercato indicano che l'azionario non statunitense viene scambiato con sconti più ridotti.

I differenziali di valutazione tra Stati Uniti ed Europa/altre regioni non statunitensi potrebbero essere più stretti di quanto non sia comunemente percepito

Rapporto P/E prospettico di mercato convenzionale risp. a rettificato



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 16 giugno 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.

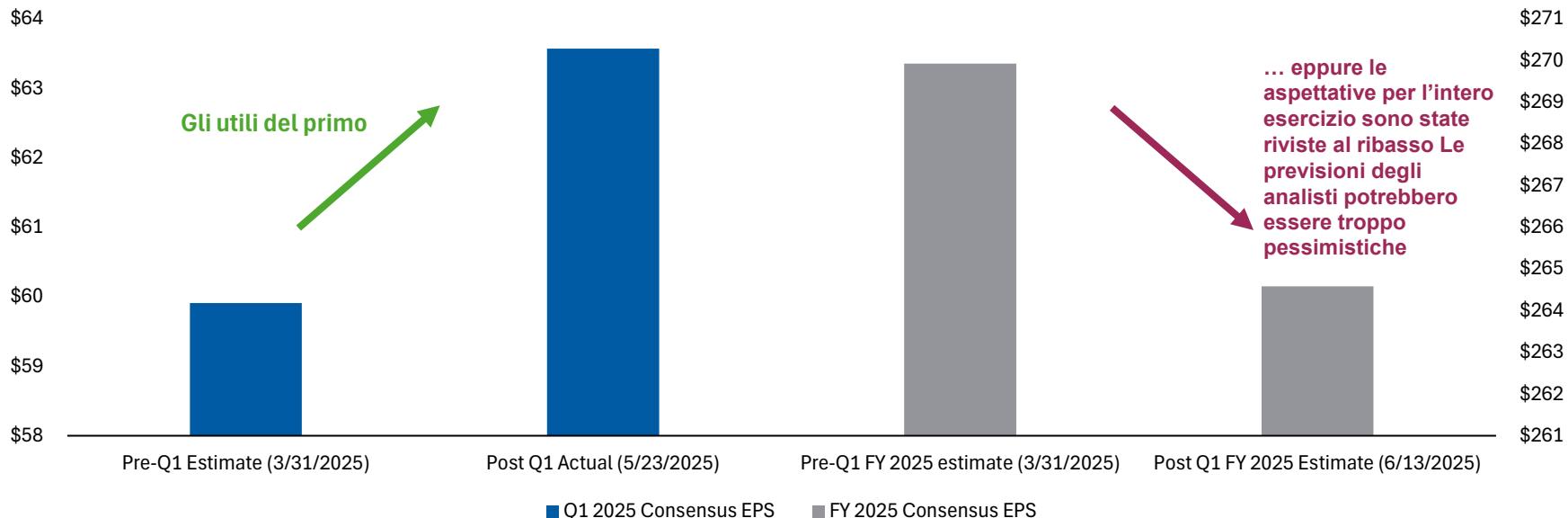
TEMI PRINCIPALI

Se gli effetti avversi dei dazi si rivelassero meno gravi, le stime sugli utili statunitensi non sarebbero troppo basse?

A circa 22 volte gli utili prospettici, l'S&P 500 non è conveniente, statisticamente parlando. Tuttavia, le valutazioni devono essere inquadrate nel contesto delle stime sugli utili. Nel primo trimestre gli utili effettivi hanno superato le aspettative di circa 4 dollari. A parità di condizioni, questo avrebbe dovuto portare un aumento di pari importo delle stime per l'intero esercizio, che invece sono state riviste al ribasso di circa 5 dollari, evidenziando come il consenso si attenda un rallentamento nel secondo semestre 2025. Se nonostante l'aumento dei dazi la crescita si conferma resiliente, una sorpresa al rialzo per le aspettative sugli utili non è da escludere.

Nonostante un ottimo primo trimestre, le stime per l'intero esercizio sono state riviste al ribasso in previsione di un rallentamento nel secondo semestre 2025

Evoluzione delle stime degli EPS dell'S&P 500 per il primo trimestre 2025 (asse sinistro), evoluzione delle stime degli EPS dell'S&P 500 per l'intero esercizio 2025 (asse destro)



Fonte: Fundstrat, Factset, MSIM. Dati al 13 giugno 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.

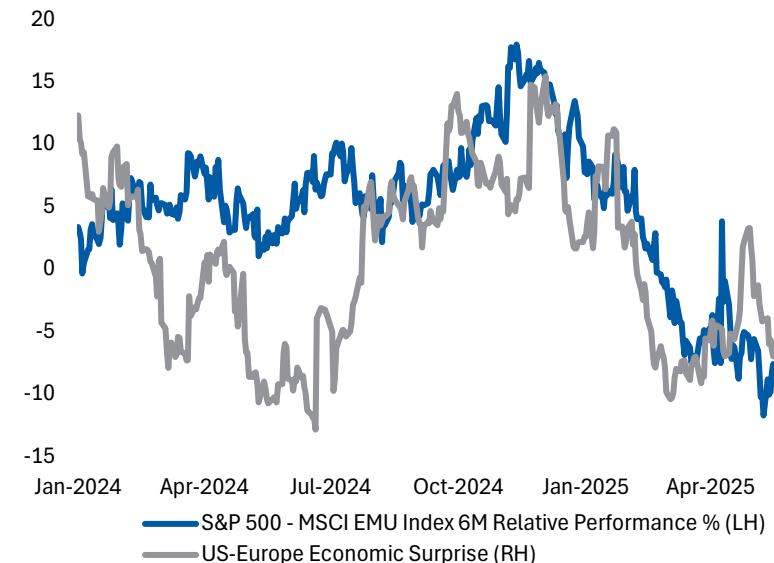
IDEE PRINCIPALI

Declassamento dell'azionario europeo; nel breve periodo nutriamo un maggior ottimismo nei confronti degli Stati Uniti

I flussi di diversificazione e la perdurante debolezza del dollaro USA possono favorire i rendimenti azionari in euro (soprattutto se espressi in USD). Tuttavia, non riteniamo questi fattori sufficienti a sostenere la sovrapreformance regionale nel breve periodo. Gran parte delle “buone notizie” più recenti sono state già scontate, le prospettive sugli utili vedono favoriti gli Stati Uniti e il desiderio di realizzare rapidi guadagni potrebbe comportare un alleggerimento dell'esposizione all'azionario UE.

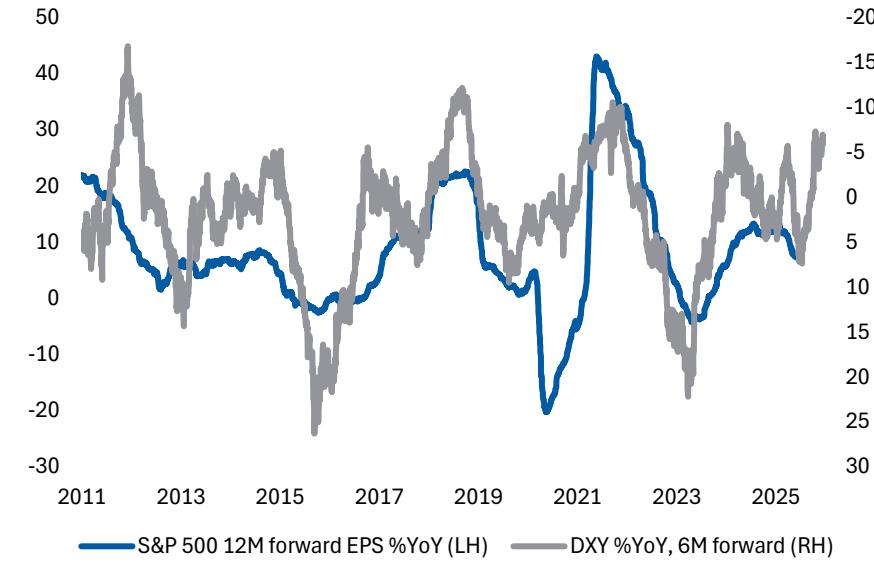
Negli Stati Uniti, nel secondo semestre del 2025 sia i dati macroeconomici che quelli sugli utili potrebbero sorprendere al rialzo.

Performance relativa a 6 mesi mobili (asse sinistro), risp. a sorpresa economica (asse destro)



Un dollaro più debole favorisce la crescita degli utili dell'S&P 500

Indice del dollaro USA (DXY) a/a% prospettico a 6 mesi (asse destro), EPS S&P 500 prospettici a 12 mesi (asse sinistro)



Fonte: Bloomberg, Citi, MSIM. Dati al 19 giugno 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.

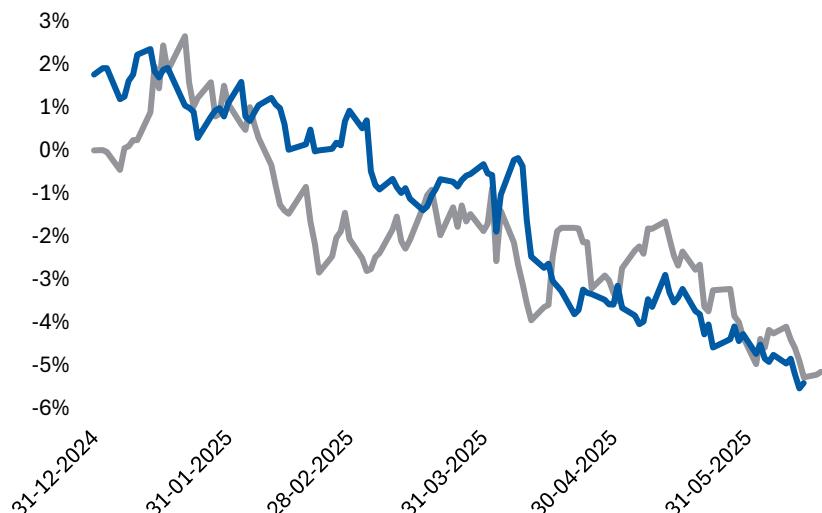
IDEE PRINCIPALI

Declassamento delle mid cap statunitensi: gli andamenti valutari aiutano a spiegare i trend delle performance regionali

Ad oggi, nel 2025 il posizionamento SMID/large cap ha esibito un andamento divergente tra le varie regioni. Sebbene in passato la crescita abbia svolto il ruolo di motore della performance relativa, quest'anno i tassi di cambio hanno rappresentato una variabile di rilievo. Avendo una minore esposizione ai ricavi esteri rispetto alle large cap, le SMID statunitensi hanno accumulato un ritardo per via della debolezza del dollaro USA, mentre l'effetto opposto si è manifestato in Europa.

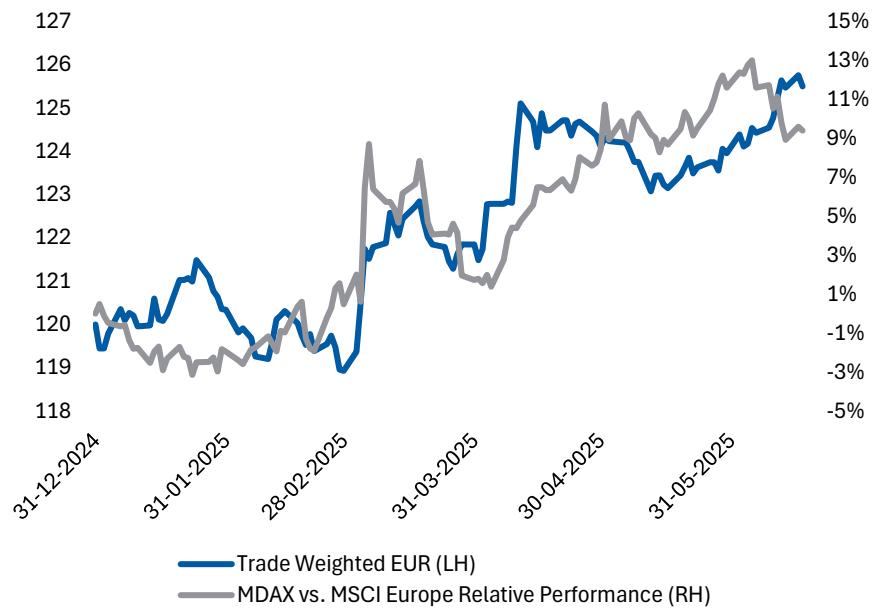
La debolezza del dollaro ha avuto ricadute negative sulle SMID statunitensi...

Performance relativa da inizio anno (asse sinistro), USD ponderato per gli scambi commerciali USA (asse destro)



... mentre in Europa si osserva l'effetto opposto

Performance relativa da inizio anno (asse destro), EUR ponderato per gli scambi commerciali (asse sinistro)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 17 giugno 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.

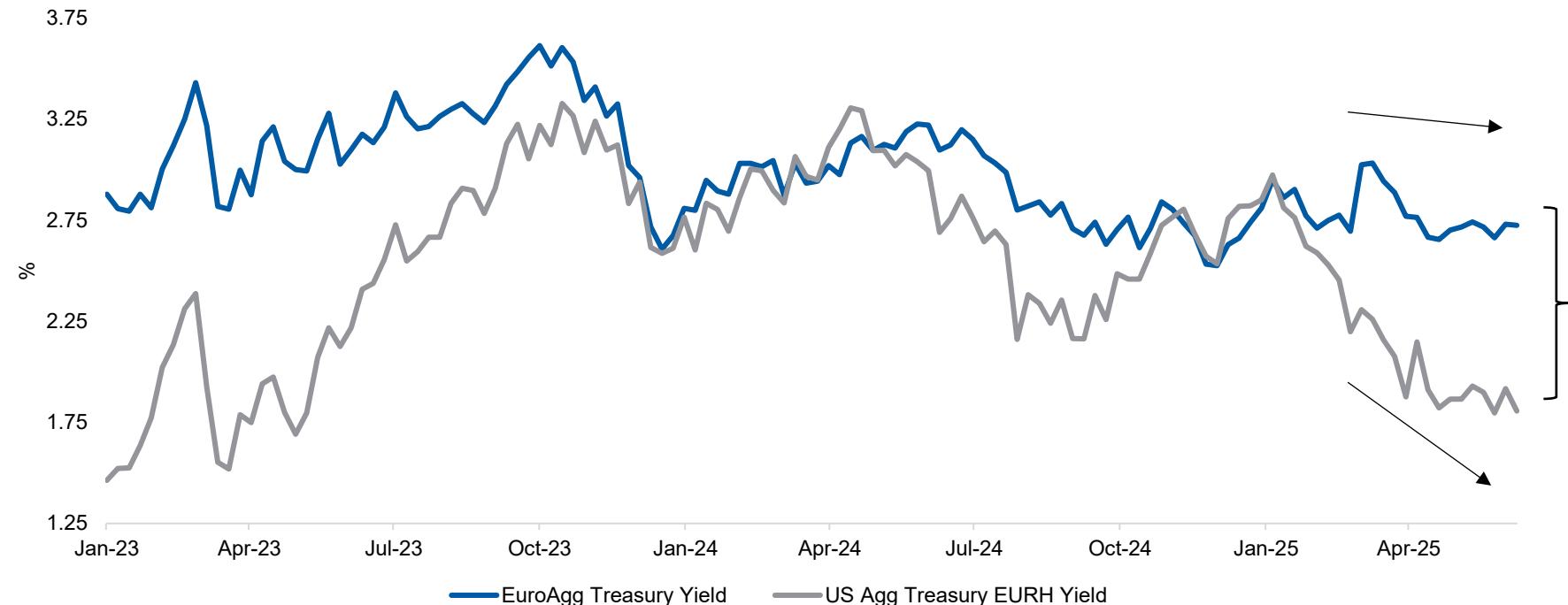
IDEE PRINCIPALI

Sovrappesare titoli di stato UE vs USA

La rinnovata divergenza sui tassi di interesse tra la Fed e la BCE ha ridato agli investitori l'opportunità di guadagnare altri 80-90 punti base. Riteniamo che per gli investitori basati sull'euro sia più vantaggioso evitare i costi di copertura EUR/USD, mentre gli investitori basati sull'USD possono beneficiare di un carry aggiuntivo con la copertura in USD dell'esposizione in EUR.

I differenziali di rendimento con copertura USD-EUR si stanno nuovamente allargando

Yield to Worst (%)



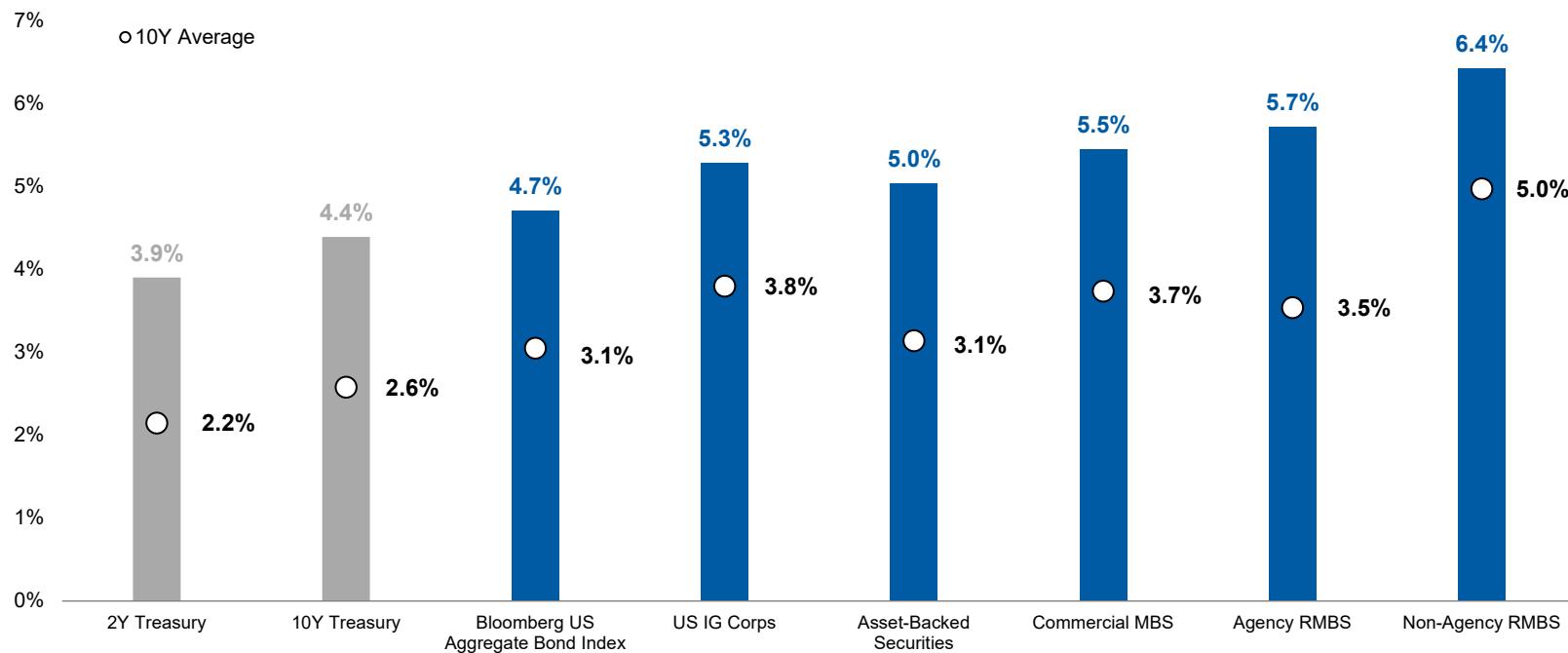
Fonte: Bloomberg, MSIM. Dati al 17 giugno 2025. Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa 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.

In svariati settori obbligazionari i rendimenti appaiono interessanti

L'effetto combinato dell'aumento dei rendimenti dei Treasury statunitensi e dell'allargamento degli spread in molti settori obbligazionari ha portato i rendimenti assoluti a livelli interessanti rispetto agli ultimi 10 anni.

Rendimento attuale rispetto alla media a 10 anni

Rendimento alla scadenza (%)



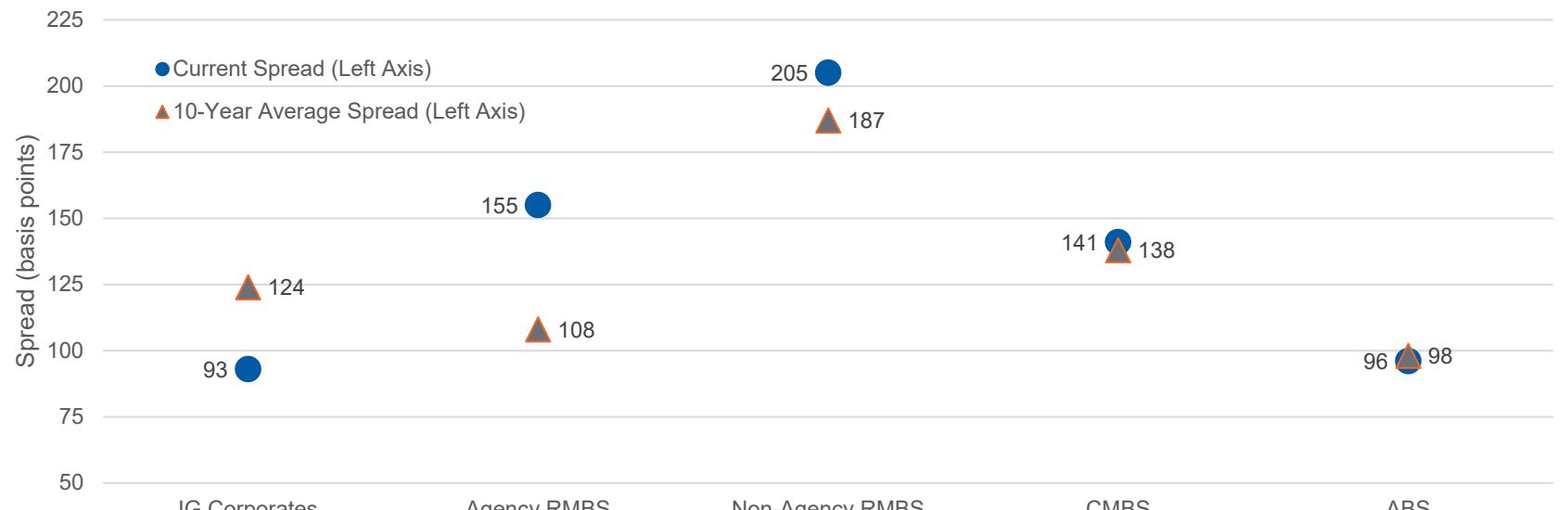
Fonte: Bloomberg. Al 17/6/25. Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione 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. Treasury a 2 anni rappresentato dall'indice ICE BofA Current 2Y US Treasury. Treasury a 10 anni rappresentato dall'indice ICE BofA Current 10Y US Treasury. Obbligazionario aggregato rappresentato dall'indice Bloomberg US Aggregate Bond. IG societario statunitense rappresentato dall'indice ICE BofA US Corporate. Titoli garantiti da collaterale rappresentati dall'indice ICE BofA US Fixed-Rate ABS. Titoli garantiti da ipoteche e commerciali rappresentati dall'indice ICE BofA US Fixed-Rate CMBS. RMBS di agenzia rappresentati dall'indice Fannie Mae Current Coupon MBS. RMBS non di agenzia rappresentati dall'indice JPMorgan RMBS Credit Index.

Gli spread dei titoli cartolarizzati appaiono più interessanti rispetto ai titoli societari IG

Sebbene nella maggior parte dei settori i rendimenti siano elevati, i mercati dei titoli cartolarizzati sembrano essere valutati in modo più interessante rispetto ad altri settori investment grade, come ad esempio le società IG.

Spread attuali, media a 10 anni e percentile dello spread a 10 anni

Al 30/6/25



Fonte: Bloomberg. Al 30/6/25. 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. IG societario statunitense rappresentato dall'indice ICE BofA US Corporate. Titoli garantiti da collaterale rappresentati dall'indice ICE BofA US Fixed-Rate ABS. Titoli garantiti da ipoteche e commerciali rappresentati dall'indice ICE BofA US Fixed-Rate CMBS. RMBS di agenzia rappresentati dall'indice Fannie Mae Current Coupon MBS. RMBS non di agenzia rappresentati dall'indice JPMorgan RMBS Credit Index.

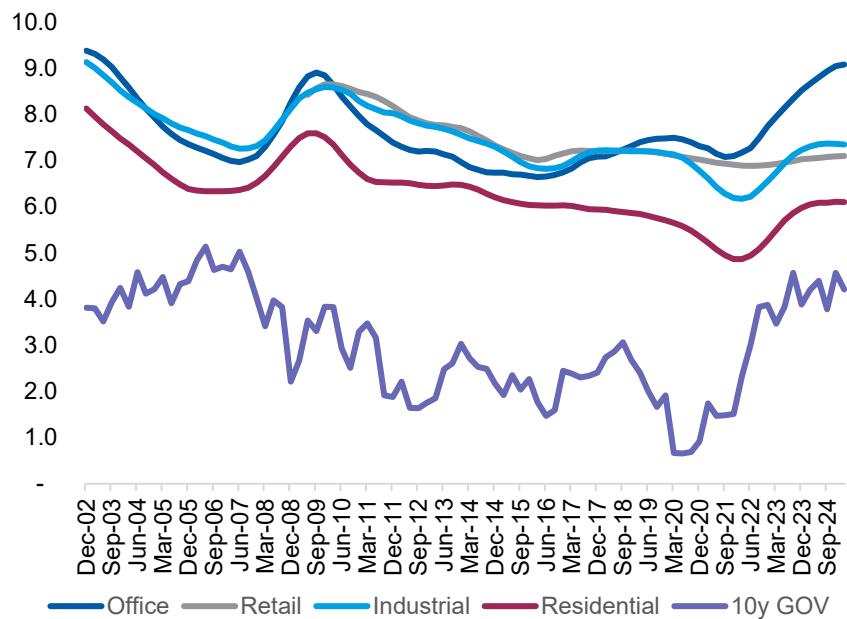
IDEE PRINCIPALI

I fondamentali del settore immobiliare continuano a migliorare

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

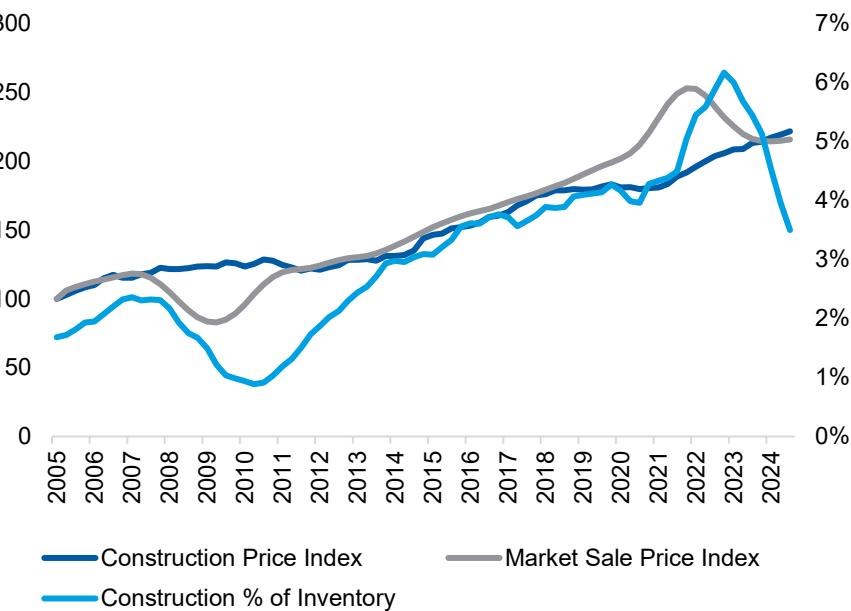
I cap rates USA si sono stabilitizzati...

Cap rates del settore immobiliare (%)



... e le valutazioni degli asset sono inferiori al costo di sostituzione

Indice dei prezzi residenziali (asse sinistro), costruzioni come % dell'inventario (asse destro)



Fonte: CoStar, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics. 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.

IDEE PRINCIPALI

Quadro di riferimento per gli investimenti nei mercati dei capitali

Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

Allocazione attuale
 Variazione

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

| Asset allocation | Il nostro giudizio | Commento |
|--------------------------|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| | -- - = + ++ | |
| Obbligazioni | | |
| Duration | | Manteniamo un posizionamento di duration generalmente neutrale, con una leggera tendenza al sottopeso. È probabile che i rendimenti dei Treasury a 10 anni continuino a muoversi all'interno di un intervallo ristretto, poiché l'attuale andamento positivo dell'economia fa propendere la Fed per un minor numero di tagli quest'anno. Inoltre, i timori di natura fiscale rimangono una forza strutturale a sostegno dei rendimenti dei Treasury. |
| Credito | | Gli spread creditizi continuano ad attestarsi a livelli molto bassi, mentre le insolvenze rimangono piuttosto elevate. Per questo motivo, continuiamo a ritenere sfavorevole l'asimmetria tra rischio e rendimento nel segmento del credito. |
| Azionario | | |
| Livello di rischio | | Per l'azionario i rischi rimangono equilibrati, in quanto le notizie sia sul fronte dei dazi che su quello geopolitico rimarranno probabilmente poco rassicuranti, con la possibilità di sorprese sia in positivo che in negativo. Nell'ambito della nostra esposizione azionaria abbiamo spostato una parte dell'esposizione dall'Europa agli Stati Uniti, dove riteniamo che vi sia un maggiore potenziale di sorprese al rialzo degli utili, nel caso in cui nel secondo semestre del 2025 la crescita economica dovesse "riuscire in qualche modo a farcela". |
| Alternativi | | |
| Mercati privati | | Dal 2022 gli investitori del private equity hanno assistito a limitazioni nell'attività di distribuzione. In un simile contesto, ci aspettiamo una maggiore dispersione nei mercati dei capitali sottostanti, nella performance degli attivi e delle società di portafoglio e nel successo dei gestori patrimoniali privati. Riteniamo che le valutazioni del private equity offrano un punto di ingresso equo e riconosciamo l'importanza di un'esposizione all'euro e una ai mercati emergenti, come l'India. |
| Hedge Fund | | Nel private credit, privilegiamo le esposizioni non cicliche al segmento dei prestiti alle imprese e prendiamo atto dell'aumento dell'offerta per i finanziatori opportunistici e orientati alle "special situations" che godono di una maggiore flessibilità nelle loro strategie di debito. |
| Materie prime | | Il contesto macro è stato deleterio per molti temi alfa fondamentali degli hedge fund. Confermiamo la nostra alta convinzione nelle strategie relative value in grado di sfruttare gli elevati livelli di dispersione all'interno del mercato. |
| Transizione | | |
| Liquidità/bassa duration | | Manteniamo un sottopeso nella liquidità e negli strumenti a bassa duration. |

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

IDEE PRINCIPALI

Obbligazionario globale

Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group


Allocazione attuale
Variazione

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

| Obbligazionario | Il nostro giudizio | Commento |
|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Obbligazioni | -- - = + ++ | |
| Treasury USA (UST) |  | A circa 4,40%, i rendimenti a 10 anni continuano a collocarsi a metà del nostro intervallo teorico. La perdurante resilienza dell'economia statunitense potrebbe far propendere la Fed a ridurre il numero di tagli quest'anno. |
| Obbligazioni indicizzate all'inflazione |  | Oggi rileviamo un certo valore tra le obbligazioni indicizzate all'inflazione, in particolare nelle sezioni più lunghe della curva, con un'inflazione 5Y/5Y attualmente al 2,29%. |
| Titoli di Stato dell'Eurozona |  | Manteniamo un posizionamento di duration neutrale in Europa; la svolta tedesca sul versante della spesa pubblica si tradurrà probabilmente in un intervallo di trading più elevato per i tassi europei rispetto al periodo immediatamente successivo alla crisi finanziaria. Inoltre, la spesa pubblica e l'aumento dei prezzi energetici verosimilmente ridurranno la propensione della BCE a praticare ulteriori tagli dei tassi. |
| Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti |  | Gli spread dell'EMD sono stretti rispetto al credito societario, in particolare nelle fasce di mercato con rating più basso. Tuttavia, i fondamentali rimangono relativamente solidi, favoriti da un dollaro USA più debole. Per il momento manteniamo un posizionamento neutrale, visto il maggior carry rettificato per la qualità e il contesto fondamentale. Tuttavia, siamo sempre più cauti. |
| Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti | | A livello di indice GBI-EM, i tassi reali sono vicini ai target delle banche centrali e le valutazioni dei tassi di cambio sono generalmente in linea con le mediane di lungo periodo. Tuttavia, scorgiamo alcune sacche di valore nel segmento dei mercati emergenti, ma preferiamo accedere all'asset class in modo attivo perché consideriamo che un approccio passivo sia molto meno vantaggioso. |
| Credito pubblico | | |
| Obbligazioni municipali |  | Le emissioni municipali rimangono a livelli ragionevolmente interessanti anche dopo aver tenuto conto delle minori aliquote fiscali effettive previste dal piano tributario attualmente proposto. |
| Investment grade (IG) |  | Gli spread dell'IG rimangono ristretti in rapporto alla quantità di rischi presenti. Nel contesto attuale, questa classe di attivo presenta una convessità inadeguata. |
| MBS/ABS |  | Manteniamo un alto livello di convinzione sui titoli garantiti da collaterale (ABS) poiché il rendimento per unità di qualità del credito rimane interessante. |
| High yield (HY) |  | Nell'HY rimaniamo sottopesati negli Stati Uniti e sovrappesati in Europa. Al netto delle rettifiche per tenere conto dei differenziali di rating, l'HY europeo continua a offrire spread più interessanti rispetto a quello statunitense. L'Europa, inoltre, presenta un quadro più rassicurante per quanto riguarda le insolvenze. |
| Prestiti bancari |  | Sul versante dei prestiti bancari manteniamo un posizionamento neutrale. Apprezziamo il carry elevato e il tasso variabile propri di questa classe di attivo, ma l'andamento delle insolvenze continua a preoccuparci. Negli ultimi dodici mesi le insolvenze dei prestiti hanno superato quelle dell'HY con il margine più ampio mai registrato. |

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 del Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

IDEE PRINCIPALI

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 |
|---------------------------------------|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Regione | -- - = + ++ | |
| <i>Mercati sviluppati</i> | | Stati Uniti – Siamo passati a una posizione di sovrappeso. Con ogni probabilità le notizie sui dazi rimarranno poco rassicuranti e c'è spazio per le sorprese, ma non abbiamo motivo di mettere in dubbio le attuali aspettative del mercato secondo le quali lo scenario attuale si manterrà inalterato. Con la revisione al ribasso delle aspettative sugli EPS per l'esercizio 2025, nonostante un primo trimestre migliore del previsto, ci sono i margini per sorprese al rialzo se i trend dei dati macro continueranno a evidenziare resilienza, nonostante i timori di un rallentamento congiunturale nel secondo semestre del 2025. |
| USA | | Europa – Passiamo a un posizionamento neutrale. I temi strutturali che hanno sostenuto la sovrapreformance dell'Europa nel primo semestre del 2025 rimangono vivi, ma il conseguente aumento delle valutazioni rende meno interessante la tesi di ulteriori rialzi nel secondo semestre. Ciò nonostante, manteniamo il nostro sovrappeso nel sottosettore delle banche europee, che riteniamo possa continuare a essere favorito dai fondamentali. |
| Eurozona | | Giappone – Manteniamo un posizionamento neutrale nell'azionario giapponese: gli utili hanno continuato a presentare una relativa sottoperformance a causa dell'attuale contesto doganale e le valutazioni non sono poi così convenienti come alcuni sostengono. Restiamo ottimisti sulle riforme strutturali e sulle prospettive a lungo termine del Giappone. |
| Giappone | | Mercati emergenti – Il rischio di eventi estremi per i mercati emergenti si sono considerevolmente ridotti dopo l'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina, che è stato migliore del previsto. Nell'ambito dei mercati emergenti manteniamo un sovrappeso nell'India e un posizionamento neutrale nella Cina. |
| Stile | | |
| Growth vs. Value | | 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, ma li hanno sottoperformati quando si è mosso al ribasso. In questo contesto, una visione neutrale dell'azionario consiglia un giudizio neutrale sullo stile Growth rispetto a quello Value. |
| Quality | | Manteniamo la nostra preferenza per lo stile Quality considerato che quello Growth ha perso terreno rispetto agli ultimi tre anni. |
| Large cap vs. Small cap | | Chiudiamo la nostra posizione di sovrappeso nelle mid cap statunitensi. Le revisioni degli utili continuano a evidenziare la presenza di difficoltà rispetto alle large cap e la debolezza del dollaro USA costituisce un ulteriore elemento di ostacolo, considerata l'esposizione di questo segmento alle vendite sul mercato interno. Manteniamo la nostra esposizione alle mid cap tedesche che in ottica valutaria hanno beneficiato dell'effetto opposto. |
| Settori ciclici vs. settori difensivi | | Attualmente la nostra esposizione ciclica resta in Europa e si basa soprattutto su fattori di crescita strutturali. |

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

IDEE PRINCIPALI

Alternativi

Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

| | Commento |
|--------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Investimenti alternativi | |
| Private market | |
| Private equity | Dal 2022 gli investitori del private equity hanno assistito a limitazioni nell'attività di distribuzione quando il cambio di regime dei tassi di interesse ha innescato degli adeguamenti in tutti i mercati dei capitali. Secondo il clima di ottimismo che è seguito alle elezioni statunitensi dello scorso anno, la chiarezza direzionale e le politiche favorevoli al mercato avrebbero potuto sostenere una ripresa dei livelli di distribuzione. Tuttavia, la ripresa dei cash flow per gli investitori si è rivelata più tenue del previsto per via degli shock e delle incertezze derivanti dai recenti sviluppi sul versante delle politiche. Riteniamo che le valutazioni offrano un punto d'ingresso equo per i nuovi investimenti. Le strategie di successo ridurranno al minimo l'esposizione ai rischi esogeni di ribasso, come quelli riguardanti la crescita del PIL, l'inflazione e i cambiamenti negli scambi commerciali globali. Riteniamo che saranno associate a iniziative di crescita organica, facendo ricorso in misura relativamente modesta alla leva finanziaria, e che probabilmente parteciperanno, come "enabler" o "adoptee", ai cambiamenti in atto nell'ambito della trasformazione tecnologica. Mentre il private equity statunitense dovrebbe trarre vantaggio dalla profonda rete di gestori di private equity specializzati, le opportunità nel private equity europeo potrebbero risultare più competitive in quanto le politiche di crescita annunciate recentemente fungono da volano e la specificità nazionale del private equity europeo rappresenta attualmente un vantaggio grazie all'attenzione che ne deriva per i ricavi locali. Valutiamo positivamente il private equity indiano sia per la crescita interna del paese che per le possibilità di investire in filiere globali alternative, anche se desideriamo sottolineare la grande importanza che avrà la selezione dei gestori. |
| Real asset privati | Il settore immobiliare commerciale offre valutazioni d'ingresso interessanti in un momento caratterizzato da una stabilizzazione dei fondamentali. Il periodo compreso tra il 2022 e il 2024 è stato un periodo difficile per il settore immobiliare, a causa degli elevati tassi di interesse, dell'eccesso di offerta e delle difficoltà di raccolta fondi. In risposta a tali dinamiche, i prezzi hanno subito una notevole correzione al ribasso, mentre il costo e la disponibilità del debito si sono stabilizzati e l'offerta futura si è notevolmente abbassata. La raccolta di finanziamenti di private equity per il settore immobiliare non si è però ancora ripresa e presenta un'opportunità unica per chi dispone di capitali ed è interessato a investire nel settore, in particolare in segmenti in crescita e con fondamentali solidi come l'industria, l'immobiliare residenziale e il net lease. |
| Private credit | Le società che operano nel settore delle infrastrutture hanno dimostrato una forte capacità di scaricare i costi a valle e una notevole stabilità dei margini, beneficiando spesso di costi di costruzione fissi e ricavi contrattuali indicizzati all'inflazione. Hanno inoltre dimostrato una crescita sorprendente della domanda in settori come i dati e la produzione di energia elettrica e sul piano dei ricavi non risentono direttamente dei dazi, in quanto non producono merci che vengono vendute negli Stati Uniti, anche se le infrastrutture dei trasporti dipendono dai volumi di scambi commerciali. Per quanto riguarda l'impatto dei dazi sui costi, è opportuno monitorare attentamente la filiera delle energie rinnovabili: le batterie e il fotovoltaico presentano una maggiore esposizione alla Cina, mentre le strutture per la produzione di energia eolica sono meno esposte in questo senso, avvalendosi di filiere più consolidate che passano per l'Europa e il Messico. L'incertezza sul versante delle politiche e dei costi metterà sotto pressione le società di sviluppo immobiliare non adeguatamente capitalizzate, creando ottime opportunità di acquisto. |
| Hedge fund | Nell'ambito dei prestiti alle imprese, le LME (Liability Management Exercise), strategie per la restrutturazione del debito, continuano ad aumentare. Nel Direct Lending ci concentriamo su strategie a minor rischio, cioè first lien senior secured loans, sponsor tier one, buoni track record creditizi, titoli non ciclici, team manageriali solidi e posizioni di leadership di mercato difendibili. In Europa, i prezzi e le condizioni corretti per il rischio sono migliori rispetto al Direct Lending statunitense. Più in generale, i crescenti problemi che i debitori societari si trovano ad affrontare stanno offrendo occasioni ai finanziatori opportunistiche e orientati alle "special situations", che godono di una maggiore flessibilità nei propri mandati di debito. Anche il debito immobiliare si presenta attualmente interessante, in quanto le banche, cioè i finanziatori tradizionali, continuano a essere meno attive, nonostante i fondamentali dell'immobiliare si siano stabilizzati e la correzione dei prezzi si sia conclusa. |
| Materie prime | Nel segmento delle materie prime il prezzo del petrolio, sensibile al conflitto in Medio Oriente, è stato il fattore dominante. L'aumento fino a quasi 80 dollari al barile sarebbe coerente con le limitazioni alla produzione iraniana, mentre un impatto significativo sul trasporto marittimo attraverso lo Stretto di Hormuz potrebbe far salire i prezzi oltre i 100 dollari. La risoluzione del conflitto senza interruzioni durature delle forniture potrebbe riportare i prezzi a 60 dollari. |

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 del Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo. Nota: il sovra/sottopeso nei mercati privati si riferisce a decisioni concernenti gli afflussi di nuovi investimenti, non al patrimonio degli investimenti esistenti.

Glossario dei termini

Definizioni degli indici

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

Indice Bloomberg Euro-Aggregate Corporate è costituita dalle obbligazioni emesse nell'euro o dalle valute preesistenti dei 16 paesi sovrani partecipanti all'Unione monetaria europea (UEM).

Indice Bloomberg Global Aggregate Ex-USD è una misura ampia degli investimenti obbligazionari globali investment grade a tasso fisso, esclusi i titoli di debito denominati in dollari Usa.

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

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

L'**Indice Bloomberg Barclays Pan-European High Yield** copre l'universo del debito a tasso fisso non investment grade denominato in euro o in altre valute europee (ad esclusione del franco svizzero).

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

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

L'**Indice Bloomberg U.S. Aggregate** è un indice non gestito del debito domestico investment grade che comprende titoli societari, governativi e garantiti da ipoteche.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'**Indice ICE® BofA® Developed Markets High Yield Ex-Subordinated Financial (Hedged)** è un indice non gestito che comprende obbligazioni societarie di livello inferiore a investment grade dei mercati sviluppati globali.

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

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

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

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

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

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

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

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

Indice Morgan Stanley Capital International All Country Asia Pacific (MSCI AC Asia Pacifico) è un indice non gestito total return, ponderato per la capitalizzazione, che misura la performance dei listini azionari in 15 paesi della regione Pacifico, tra cui Australia, Cina, Hong Kong, India, Indonesia, Giappone, Corea, Malesia, Nuova Zelanda, Pakistan, Filippine, Singapore, Sri Lanka, Taiwan e Tailandia.

Sri Lanka, Taiwan e Tailandia.

Indice MSCI Japan: l'indice MSCI Japan misura la performance dei segmenti ad alta e media capitalizzazione del mercato giapponese.

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

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

ALTRÉ 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.

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

Glossario dei termini e del rischio

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

Definizioni degli indici (segue)

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

L'indice MSCI USA misura la performance dei segmenti a media e alta capitalizzazione del mercato statunitense. L'indice è composto da 631 società e copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante degli Stati Uniti.

L'indice Morningstar LSTA US Leveraged Loan è un indice non gestito del mercato istituzionale dei leveraged loan. Prima del 29 agosto 2022, l'indice S&P/LSTA Leveraged Loan è stato utilizzato.

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

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

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

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

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

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

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

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

Indice STOXX Europe 600 è un indice a componente fissa che fornisce una rappresentazione ampia ma liquida delle società di grandi, medie e piccoli capitalizzazioni 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 riprodotto né utilizzati per altre finalità. MSCI non fornisce alcuna garanzia, non ha predisposto né approvato il presente rapporto e declina ogni responsabilità in relazione a esso.

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

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

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

Definizioni

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

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

Il rischio

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

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

Considerazioni sui rischi

La diversificazione non elimina il rischio di perdite.

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

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

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

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

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

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

sviluppi riguardanti i titoli, i mercati finanziari o le condizioni economiche generali.

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

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

La Società non fornisce consulenza fiscale. Le informazioni fiscali contenute nella presente pubblicazione sono di carattere generale, non esaustive per loro natura. Non sono da considerarsi né sono state scritte per essere utilizzate, né possono essere utilizzate, da alcun contribuente allo scopo di evitare sanzioni amministrative che potrebbero essere comminate al contribuente. Le leggi fiscali di ciascuna giurisdizione sono complesse e in costante evoluzione. Si consiglia sempre di consultare un consulente legale o fiscale professionista per ricevere informazioni sulla propria situazione personale.

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

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

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

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

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

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

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

Eaton Vance fa parte di Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

DISTRIBUZIONE

Il presente materiale è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non siano vietate dalle leggi locali e dalle normative vigenti.

MSIM, la divisione di asset management di Morgan Stanley (NYSE: MS), e relative consociate hanno posto in essere accordi per il marketing reciproco dei rispettivi prodotti e servizi. Ciascuna consociata MSIM è debitamente regolamentata nella propria giurisdizione operativa. Le consociate di MSIM sono: Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC e Atlanta Capital Management LLC.

Questo materiale è pubblicato da una o più delle seguenti entità:

EMEA

Il presente materiale è destinato all'uso dei soli clienti professionali.

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

Nelle giurisdizioni esterne all'UE, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. In Svizzera, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch (Sede Secondaria di Zurigo), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera.

Nelle giurisdizioni esterne agli Stati Uniti e all'UE, i materiali di Eaton Vance vengono pubblicati da Eaton Vance Management (International) Limited ("EVMI") 125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR, Regno Unito, società autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

Italia – MSIM FMIL (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia. **Paesi Bassi** – MSIM FMIL (filiale di Amsterdam), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. **Francia** – MSIM FMIL (filiale di Parigi), 61 rue de Monceau 75008 Parigi, Francia.

Spagna – MSIM FMIL (filiale di Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Spagna. **Germania** – MSIM FMIL filiale di Francoforte, Große Gallusstraße 18, 60312 Francoforte sul Meno, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Danimarca** – MSIM FMIL (filiale di Copenaghen), Gorrisen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv 2, 1609 Copenhagen V, Danimarca.

MEDIO ORIENTE

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

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

Questo documento riguarda un prodotto finanziario che non è soggetto ad alcuna forma di regolamentazione o approvazione da parte della DFSA. La DFSA non è responsabile di esaminare o verificare alcun documento in relazione al presente prodotto finanziario. Pertanto, la DFSA non ha approvato questo documento né altra documentazione associata, non ha adottato alcuna misura per verificare le informazioni ivi contenute e declina ogni responsabilità in merito. Il prodotto finanziario a cui si fa riferimento nel presente documento può essere illiquido e/o soggetto a restrizioni relativamente alla sua cessione o trasferimento. Si raccomanda ai potenziali acquirenti di effettuare delle verifiche di due diligence indipendenti sul prodotto finanziario. In caso di dubbi circa il contenuto del presente documento, si consiglia di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.

Stati Uniti

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

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

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

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

ASIA-PACIFICO

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

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

RO 4610226 Exp 7/31/2026

43274 | 7/3/2025