

Morgan Stanley

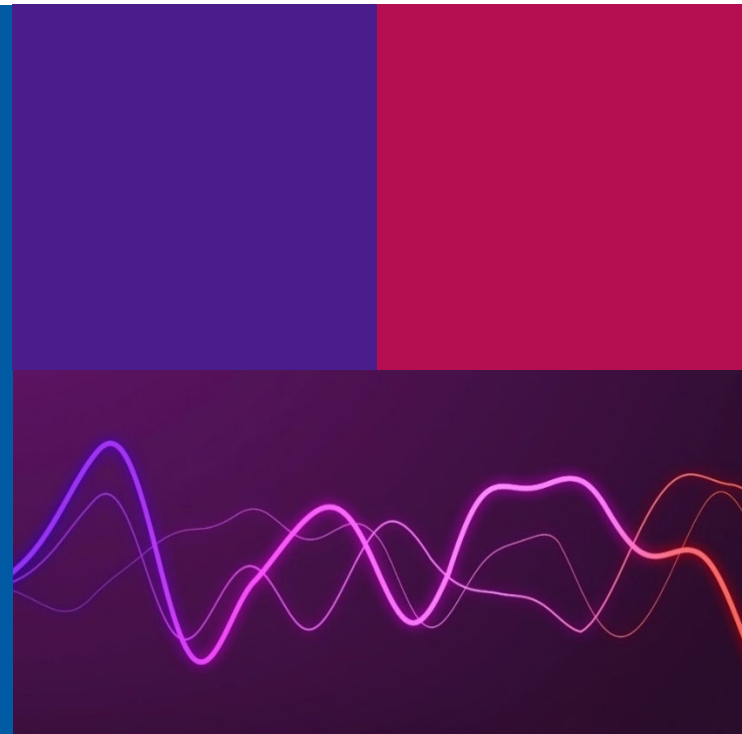
INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

Bonds | Equities | Alternatives | Transition

Guida mensile ai mercati globali e all'asset allocation

Giugno 2025

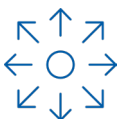


IDEE PRINCIPALI

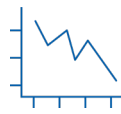
Temi principali per il mese di giugno 2025

**Un nuovo framework di politica monetaria della Fed**

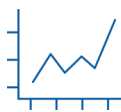
Carenze e scostamenti. In occasione di un incontro di maggio, il presidente della Fed Jerome Powell ha osservato che nel definire il prossimo comportamento di politica monetaria la banca centrale darà maggior peso alle “carenze” più che agli “scostamenti” rispetto all’obiettivo di inflazione e alle stime di piena occupazione, il cosiddetto doppio mandato dell’istituto centrale. Si tratta di un cambiamento rispetto all’ultimo riesame delle politiche monetarie, avvenuto nel 2020. Il messaggio sottinteso è che uno scostamento dagli obiettivi del duplice mandato della Fed potrebbe influire in misura minore sulle politiche monetarie, con l’obiettivo di rinsaldare la funzione di reazione della banca centrale.

**Le implicazioni del nuovo framework di politica monetaria della Fed**

È tutta una questione di media. Powell ha accennato la possibilità di una revisione del concetto di “obiettivo di inflazione media”, vale a dire la capacità della Fed di tollerare un periodo di inflazione superiore all’obiettivo, a condizione che nel periodo precedente l’inflazione sia stata inferiore al target (realizzando così “in media” l’obiettivo prefissato). Un criterio analogo vale per il tasso di disoccupazione. Secondo una primissima interpretazione del mercato, la Fed potrebbe tagliare i tassi prima del previsto, anche se l’inflazione è superiore all’obiettivo, soprattutto se ritiene che vi sia il rischio di un forte aumento del tasso di disoccupazione. Quindi, un impianto di politica monetaria più robusto e meno rigido.

**L'irrigidimento delle curve dei rendimenti**

Implicazioni per la duration lunga. Il possibile cambiamento del comportamento della Fed aumenta le probabilità di un irrigidimento della curva e di una sottoperformance degli attivi con duration lunga. La Fed potrebbe lasciare intendere di essere disposta a rischiare un’inflazione più alta pur di evitare le potenziali ricadute recessive di un forte aumento della disoccupazione. Ciò induce a ipotizzare un aumento dei premi a termine, ma non significa che i rendimenti a lungo termine non possano accusare un calo in termini assoluti. Significa solo che il calo potrebbe non essere così pronunciato come avrebbe potuto esserlo prima della modifica del framework.

**Maggiore sostegno delle politiche ai mercati degli attivi**

Una spinta positiva per l'azionario. Il cambio del comportamento della Fed favorisce l'azionario perché, secondo l'interpretazione a breve termine, la banca centrale privilegerà un abbassamento dei tassi di interesse per creare stimoli, nonostante il rischio di aumentare l'inflazione. Questo dovrebbe favorire sia gli utili che i multipli, sempre che l'inflazione rimanga sotto controllo.

**Dazi: politiche, strategie e processi**

Non è una gran confusione. È importante comprendere che agli occhi dell'amministrazione le politiche doganali devono sviluppare una tesi razionale anziché limitarsi a reagire alle notizie. La politica sui dazi adottata dagli Stati Uniti si articola su tre aspetti: 1) riduzione del deficit commerciale, 2) riduzione delle cosiddette “non-tariff barrier” (NTB), cioè restrizioni commerciali diverse dai dazi, che limitano comunque le importazioni o le esportazioni, e 3) obiettivi di politica coercitiva con i partner commerciali per contrastare le politiche della Cina. Gran parte dell'attenzione viene rivolta al primo punto, che è misurabile, ma i punti due e tre, difficili da quantificare, potrebbero essere determinanti per tradurre in realtà possibili accordi commerciali. I mercati potrebbero non comprendere questo fatto e rischiano di essere sorpresi al rialzo.

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 4 idee principali

Ribilanciare l'esposizione azionaria

I nuovi accordi commerciali. Riteniamo che l'accordo commerciale stipulato tra Stati Uniti e Regno Unito creerà un effetto domino portando alla conclusione di altri accordi con partner commerciali alleati. Inoltre, l'accordo raggiunto tra Stati Uniti e Cina ha ridimensionato notevolmente i rischi di recessione. Questo sta comportando un incremento degli utili e dei multipli rispetto ai livelli precedenti, il che ci ha spinto a operare un ribilanciamento aumentando l'esposizione azionaria non solo agli Stati Uniti ma anche all'Europa, il nostro sovrappeso a maggiore convinzione.

Aumentare l'esposizione all'high yield (HY) europeo

Una scelta vantaggiosa sia per gli investitori statunitensi che per quelli europei. La riduzione dei rischi per la crescita globale grazie ai recenti accordi commerciali dovrebbe comportare anche un calo dei rischi di insolvenza, rendendo più interessante il credito di minore qualità. Gli investitori in dollari statunitensi (USD) possono acquistare titoli di Stato dell'Unione europea (UE) e ottenere rendimenti aggiuntivi significativi aggiungendo carry. La maggiore domanda di credito UE dovrebbe inoltre sostenere questa stessa classe di attivo e favorire gli investitori con valuta base in euro. Anche gli stimoli fiscali e il taglio dei tassi da parte della BCE dovrebbero essere di supporto.

Valutare la possibilità di un'esposizione ai prestiti statunitensi

Gestione del rischio di duration. Con l'allontanarsi del rischio di recessione, preferiamo i prestiti bancari al tradizionale high yield statunitense e il tasso variabile dei prestiti al tradizionale high yield con duration fissa. In ogni caso, nelle ultime settimane gli spread dei prestiti si sono ristretti, indebolendo le dinamiche favorevoli per le valutazioni e spostando il rapporto rischio/rendimento in direzione del rischio di insolvenza. Sebbene l'HY sia generalmente una classe di attivo meno sensibile ai tassi, apprezziamo l'ulteriore riduzione di tale sensibilità derivante dai prestiti bancari, soprattutto considerando i recenti commenti sulla possibile modifica del comportamento di politica monetaria da parte della Fed.

Sovrappesare l'azionario indiano

Il ciclo di ribasso tocca il minimo. L'India è reduce da due penosi trimestri di rallentamento congiunturale autoinflitto e da un ciclo di revisione al ribasso degli utili societari, il tutto determinato dagli effetti convergenti di un irrigidimento delle politiche di bilancio e monetarie nazionali. Poiché i rischi per la crescita sono aumentati per via delle politiche commerciali incerte degli Stati Uniti e l'inflazione è scesa ai minimi pluriennali, la Reserve Bank of India (RBI) ha iniziato ad adottare una politica accomodante attraverso un taglio dei tassi d'interesse. Sulla base dei dati più recenti, sono emersi segnali incoraggianti secondo i quali il ciclo nazionale avrebbe toccato il minimo. Benché i dazi statunitensi rimangano un rischio, l'India si trova in una posizione relativamente protetta, essendo poco esposta all'esportazione di merci verso gli Stati Uniti e avendo un'economia prevalentemente orientata al mercato interno.

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. Da non intendersi quale raccomandazione o ricerca di investimento.

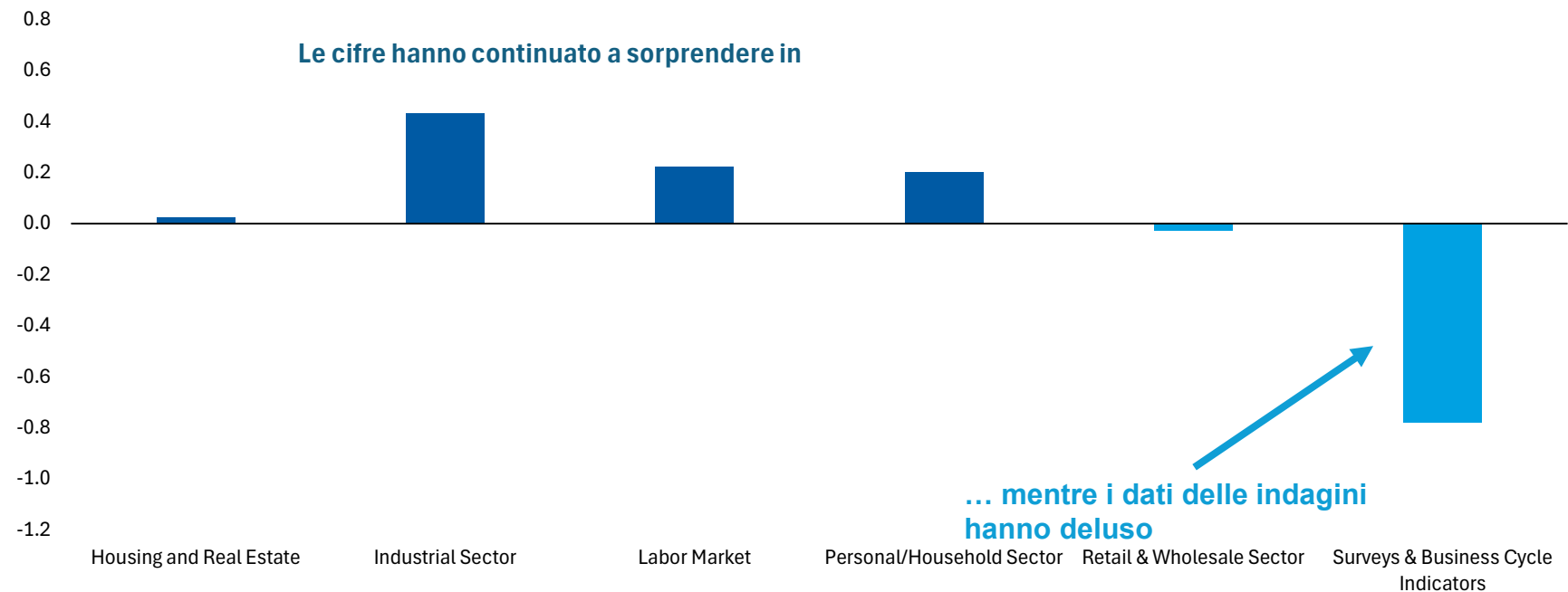
TEMI PRINCIPALI

Le indagini continuano a deludere, ma le cifre si confermano resilienti

L'incertezza causata dalle politiche ha toccato livelli record, suscitando dubbi sulle prospettive di crescita economica. Finora, questa incertezza si è tradotta in un andamento negativo di gran parte dei dati cosiddetti "soft" (indagini sulla fiducia, indici PMI*), mentre i dati "hard" (che misurano l'attività economica effettiva) hanno continuato a sorprendere in positivo. Ci aspettiamo che prima o poi questo divario andrà colmandosi e che le tempistiche, la direzione e la portata della convergenza determineranno l'andamento futuro dei listini.

L'indebolimento congiunturale è emerso solo nei dati "soft" come le indagini e gli indicatori del ciclo economico

Indice U.S. Economic Surprise di Bloomberg per settore economico



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 20 maggio 2025. * PMI sta per Indice dei direttori degli acquisti (Purchasing Managers' Index). 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.**

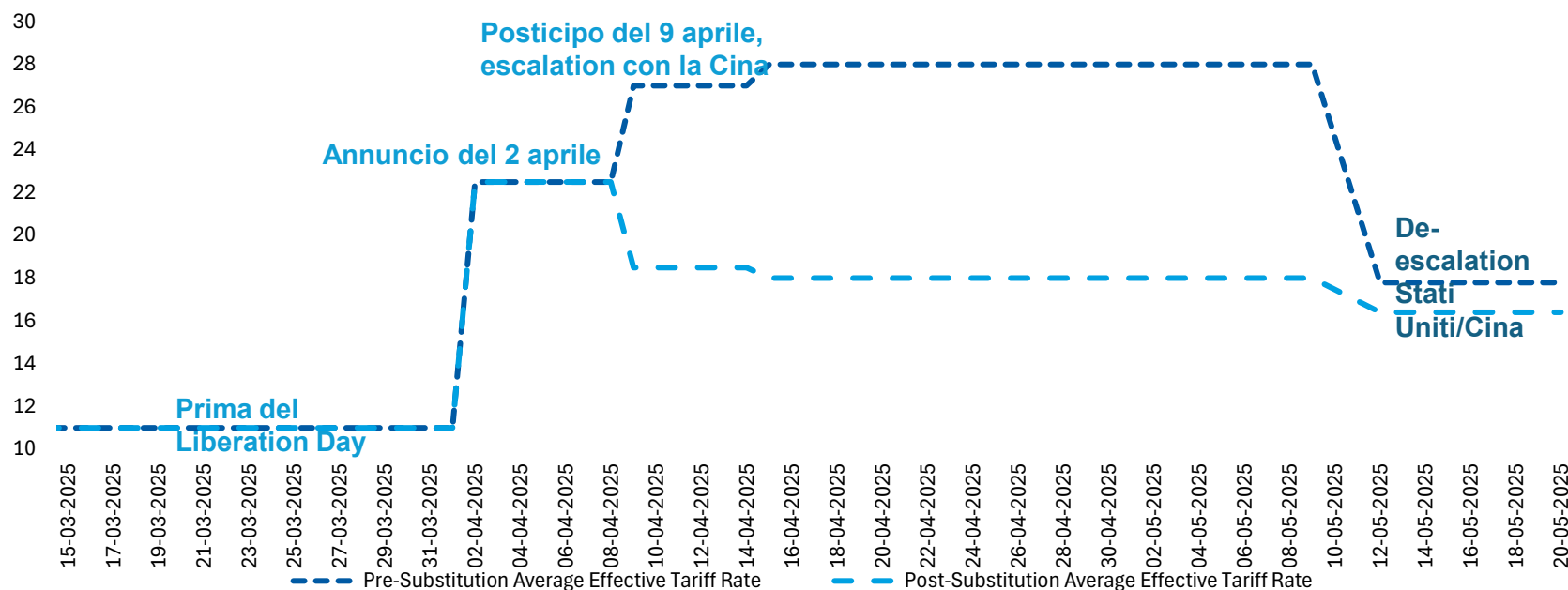
TEMI PRINCIPALI

Con gli ultimi sviluppi, abbiamo raggiunto il picco della de-escalation sul fronte dei dazi?

Con la sospensione/riduzione temporanea dei dazi sulla Cina disposta il 12 maggio, l'aliquota doganale media effettiva (stimata dallo Yale Budget Lab) è diminuita di poco più del 10%, scendendo al 17,8% su base pre-effetti di sostituzione. Poiché la recente de-escalation con la Cina si è rivelata molto più significativa rispetto alle attese del mercato, ulteriori riduzioni appaiono meno probabili.

Dopo il recente accordo commerciale con la Cina, la de-escalation dei dazi ha raggiunto il culmine?

Aliquota doganale effettiva media pre/post-effetti di sostituzione (%), secondo le stime dello Yale Budget Lab



Fonte: Bloomberg, Yale Budget Lab, MSIM. Al 20 maggio 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.**

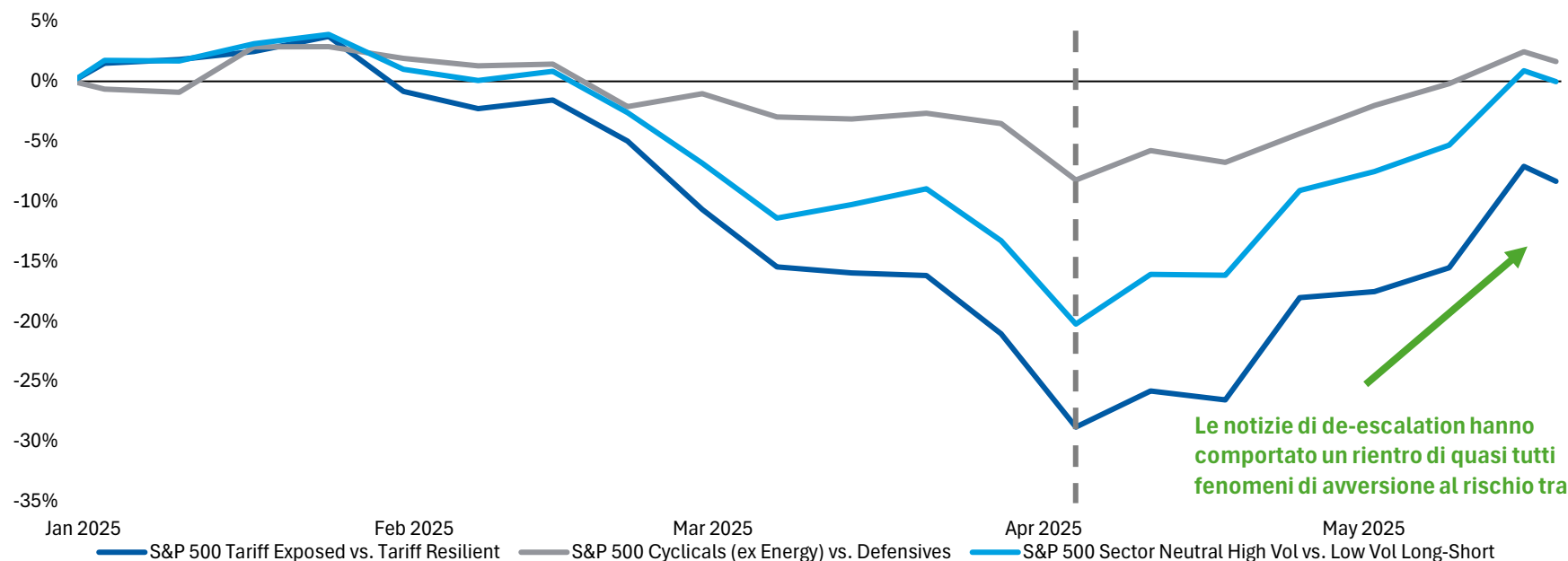
TEMI PRINCIPALI

La maggiore attenzione alla de-escalation ha generato un clima di maggiore propensione al rischio nei mercati

Dopo l'annuncio della sospensione dei dazi reciproci, il 9 aprile, gli indicatori interni del mercato azionario hanno segnalato una ripresa della propensione al rischio sotto diversi aspetti: in media, i titoli ciclici (ad eccezione di quelli energetici) hanno sovraperformato quelli difensivi, il fattore "volatilità elevata" ha sovraperformato quello "volatilità bassa" (su base settoriale neutrale) e il nostro paniere di titoli azionari "esposti" ai dazi ha sovraperformato quello "resiliente" ai dazi.

Dall'inizio di aprile, con l'attenuazione delle tensioni commerciali come catalizzatore fondamentale, ha fatto ritorno la propensione al rischio

Performance cumulativa da inizio anno per le principali coppie di posizionamento



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 20 maggio 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

Negli ultimi tre anni, l'aumento dell'occupazione è stato determinato dal settore pubblico

Negli ultimi anni, la maggior parte dei nuovi posti di lavoro è stata creata nel settore pubblico (pubblica amministrazione, istruzione, sanità), a discapito dell'occupazione del settore privato. Resta da vedere se le politiche della nuova amministrazione riescano a far nuovamente convergere i trend occupazionali, con ricadute positive sulla produttività della manodopera e sull'inflazione.

Dal 2022 l'occupazione nel settore pubblico ha registrato un boom, a discapito di quella nel settore privato

Crescita cumulativa dell'occupazione totale dal 31/12/2022



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 30 aprile 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.**

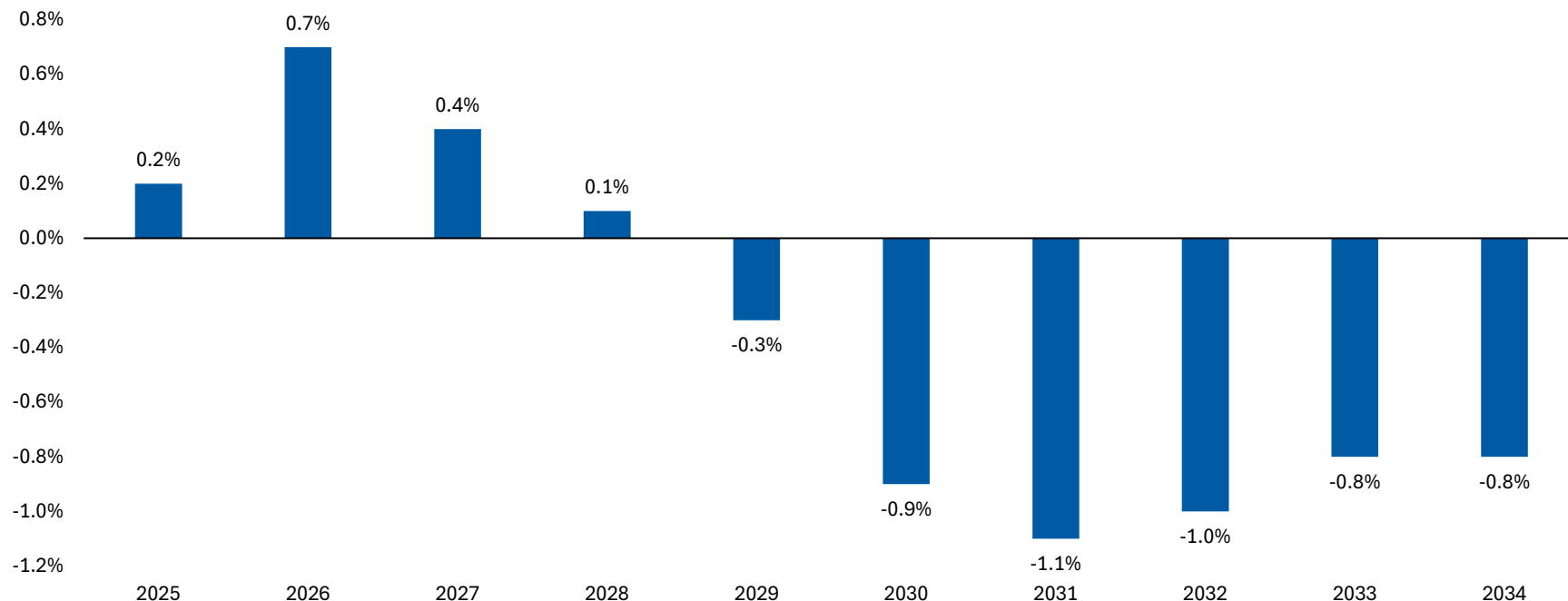
TEMI PRINCIPALI

Mappa degli stimoli fiscali totali derivanti dalla riconciliazione

Nonostante abbia ancora molta strada da percorrere, la legge di bilancio che sta emergendo dal processo di riconciliazione della Camera indica la presenza di un maggior numero di vantaggi fiscali a breve termine di quanto non ci si aspettasse. L'obiettivo principale rimane quello di prorogare gli sgravi fiscali in scadenza alla fine dell'anno, ma il disegno di legge è stato strutturato per portare benefici immediati e posticipare i costi nel finale.

La stima degli stimoli fiscali derivanti dalla riconciliazione evidenzia benefici immediati

Stimoli fiscali netti derivanti dalla legge di riconciliazione



Fonte: Bloomberg, Don Schneider (Piper Sandler), MSIM. Al 16 maggio 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.**

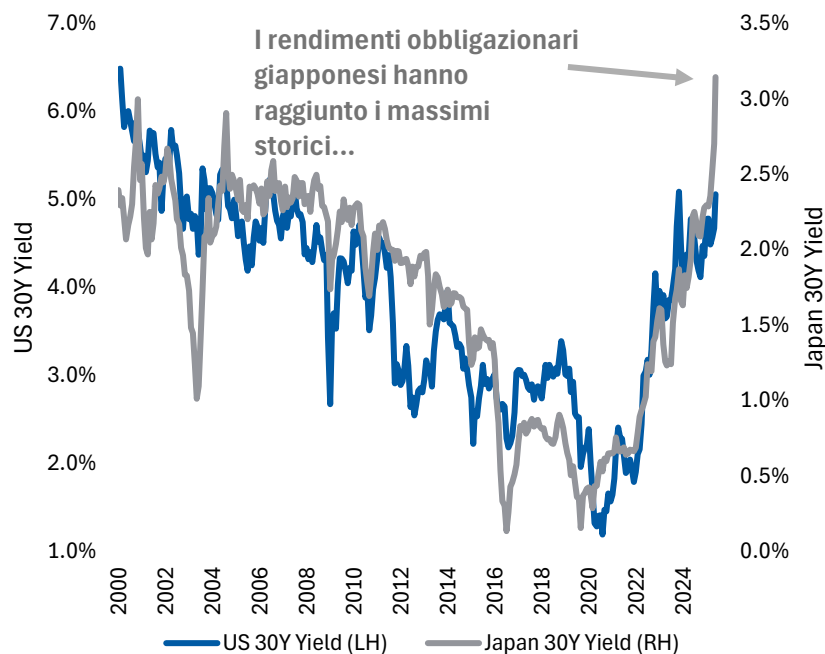
TEMI PRINCIPALI

I rendimenti obbligazionari stanno crescendo in tutto il mondo, non solo negli Stati Uniti

In tutto il mondo è in atto una correzione degli attivi con duration lunga. Il fenomeno non si limita agli Stati Uniti. Di fatto, nel 2025 i rendimenti obbligazionari statunitensi a lunga scadenza sono aumentati meno rispetto a quelli delle altre principali regioni.

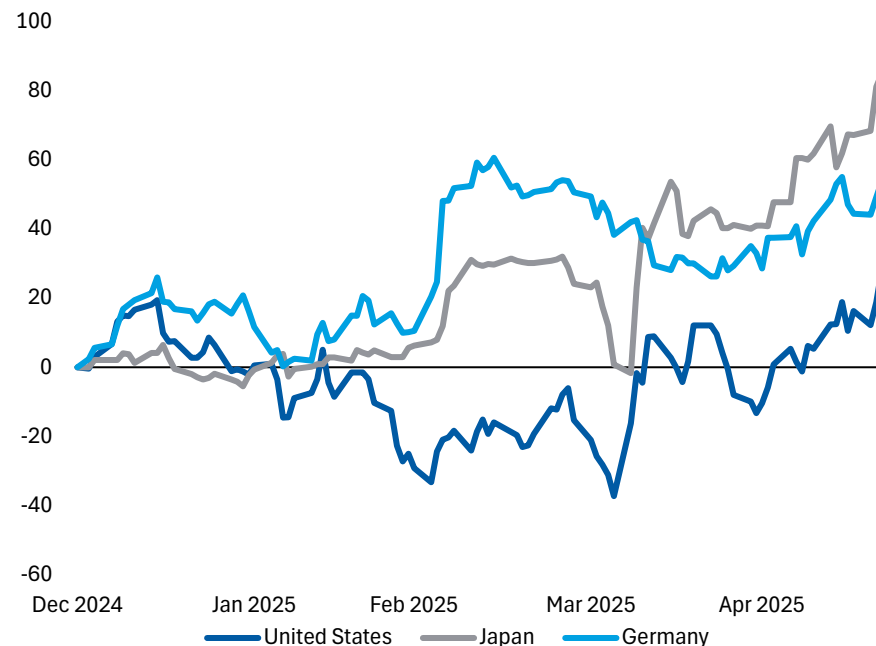
I rendimenti obbligazionari giapponesi sono saliti ai massimi storici

Rendimento statunitense 30 anni (asse sinistro), rendimento giapponese 30 anni (asse destro)



Nel 2025 i rendimenti obbligazionari statunitensi sono quelli che sono aumentati di meno

Variazione cumulativa da inizio anno (pb)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 20 maggio 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.**

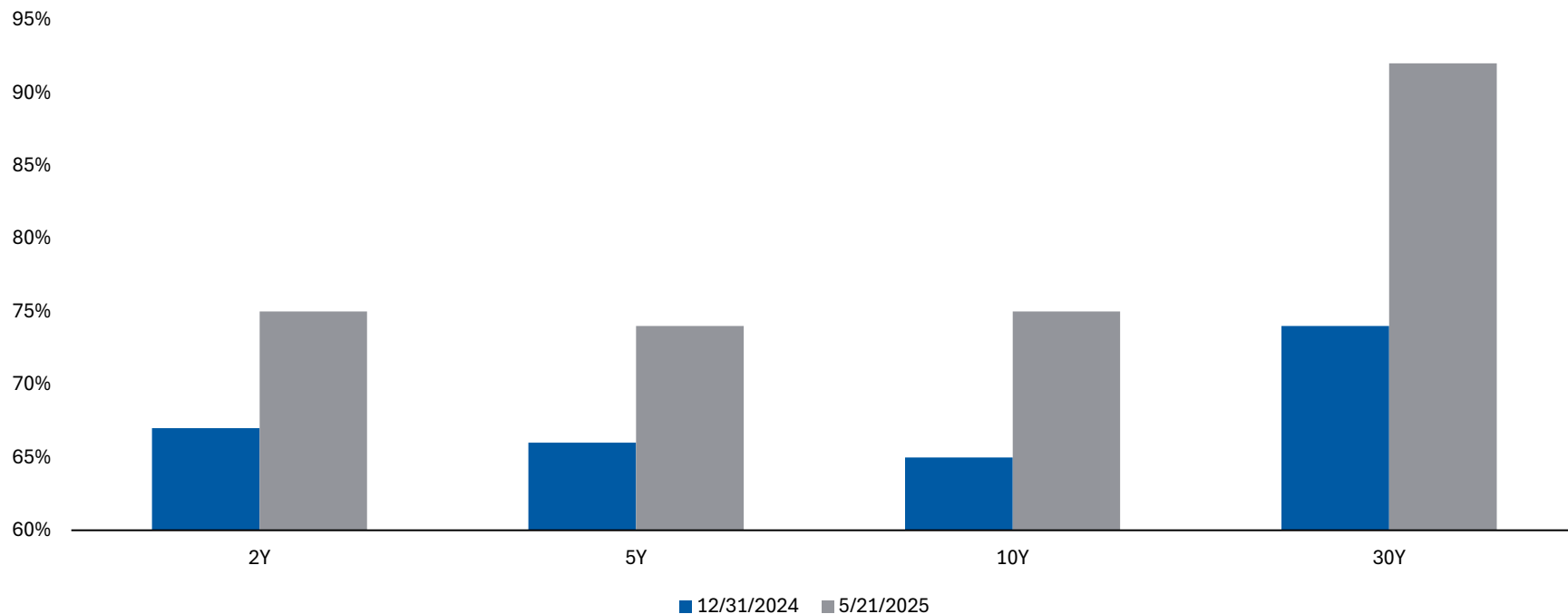
TEMI PRINCIPALI

Emissioni municipali: aumento dei rendimenti e irripidimento della curva

A maggio, i rendimenti a più lunga scadenza del mercato delle emissioni municipali sono saliti, proseguendo la tendenza in atto da inizio anno. Nonostante la forte offerta degli ultimi mesi, la curva delle emissioni municipali si è irripidita (in negativo), in misura maggiore rispetto a quella dei Treasury statunitensi (UST), dando vita a interessanti rapporti emissioni municipali/Treasury sulla curva.

I rapporti emissioni municipali/Treasury appaiono interessanti nella parte finale della curva

Rapporti emissioni municipali/Treasury su curve selezionate, dal 31/12/24 a oggi



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 21 maggio 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.**

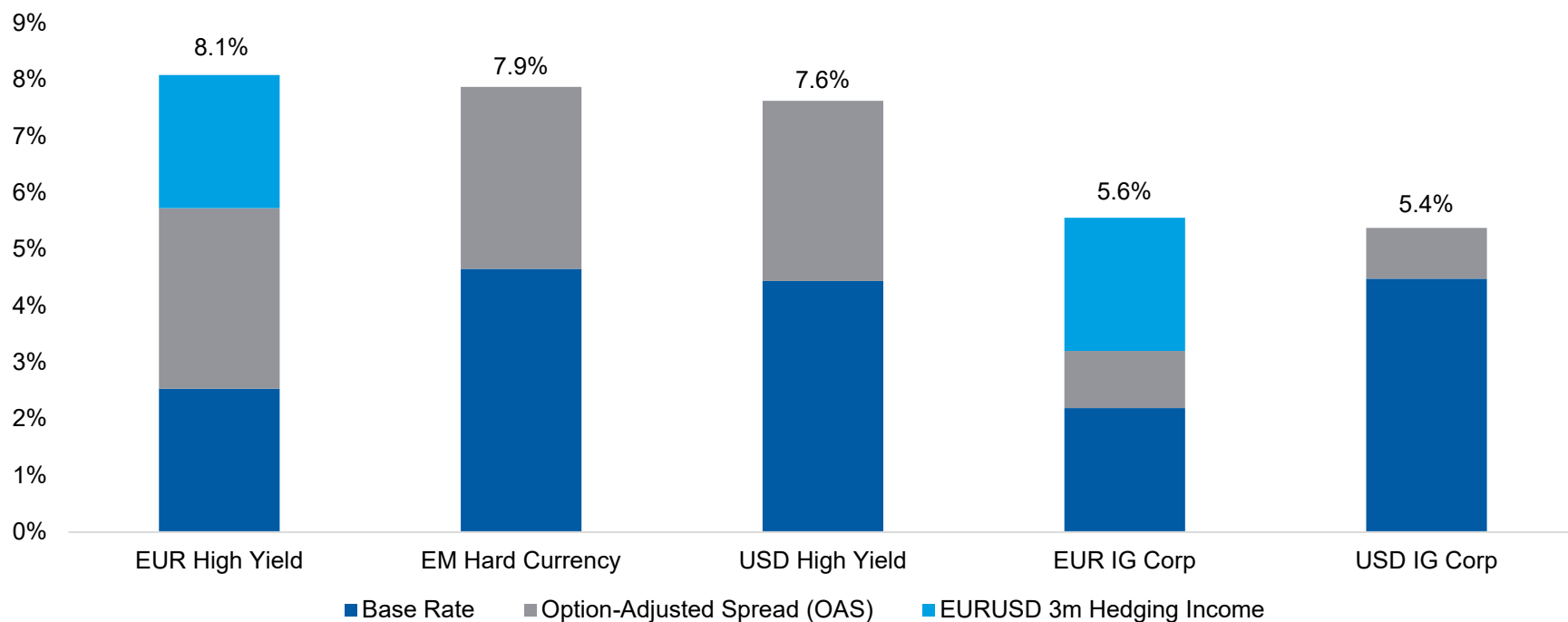
IDEE PRINCIPALI

Sovrappeso nel credito europeo high yield

La riduzione dei rischi per la crescita globale dovuta agli effetti positivi dei recenti accordi commerciali dovrebbe comportare anche un calo dei rischi di insolvenza, rendendo più interessante il credito di minore qualità. Il credito HY europeo si presenta interessante, in particolare per gli investitori con il dollaro come valuta base, grazie all'ulteriore aumento del 2,4% derivante dalla copertura in dollari dell'esposizione in euro.

Il credito HY europeo offre i rendimenti più elevati su una base di copertura in USD

Scomposizione dei rendimenti tra le principali classi di attivo del credito



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 22 maggio 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.**

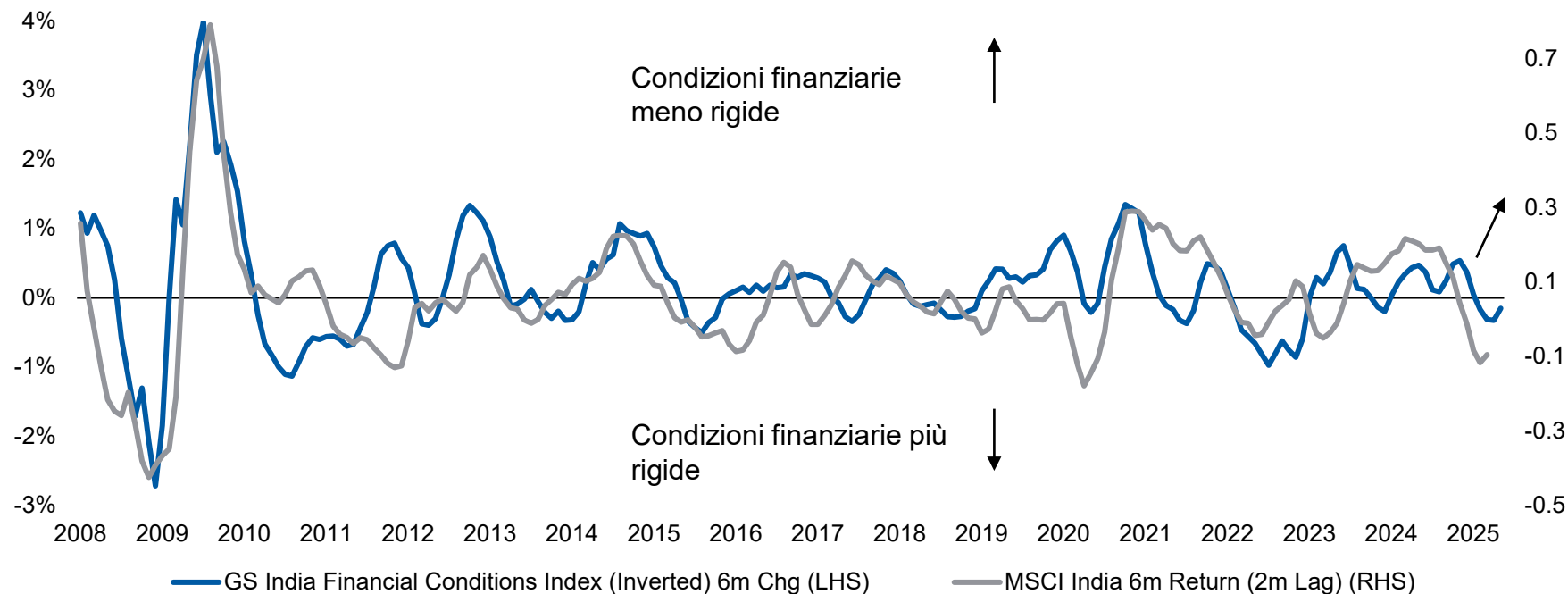
IDEE PRINCIPALI

Sovrappeso nell'azionario indiano

L'India è riuscita in qualche modo a superare due trimestri segnati dal rallentamento della crescita economica e degli utili societari dopo il 4° trimestre 2024, causato da un irrigidimento delle politiche di bilancio e monetarie nazionali. I primi segnali secondo cui i minimi sarebbero stati raggiunti sono emersi quando la Reserve Bank of India ha iniziato ad adottare una politica accomodante. L'India risulta anche meno vulnerabile alla volatilità delle politiche commerciali statunitensi, avendo un'economia poco esposta all'estero.

In passato, i rendimenti dell'azionario indiano sono stati positivi quando le condizioni finanziarie sono diventate più accomodanti

Tassi di interesse indiani (asse sinistro) e rendimento mobile a 6 mesi dell'MSCI India (ritardo di 2 mesi, asse destro)



Fonte: Bloomberg, Goldman Sachs, MSIM. Al 21 maggio 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.**

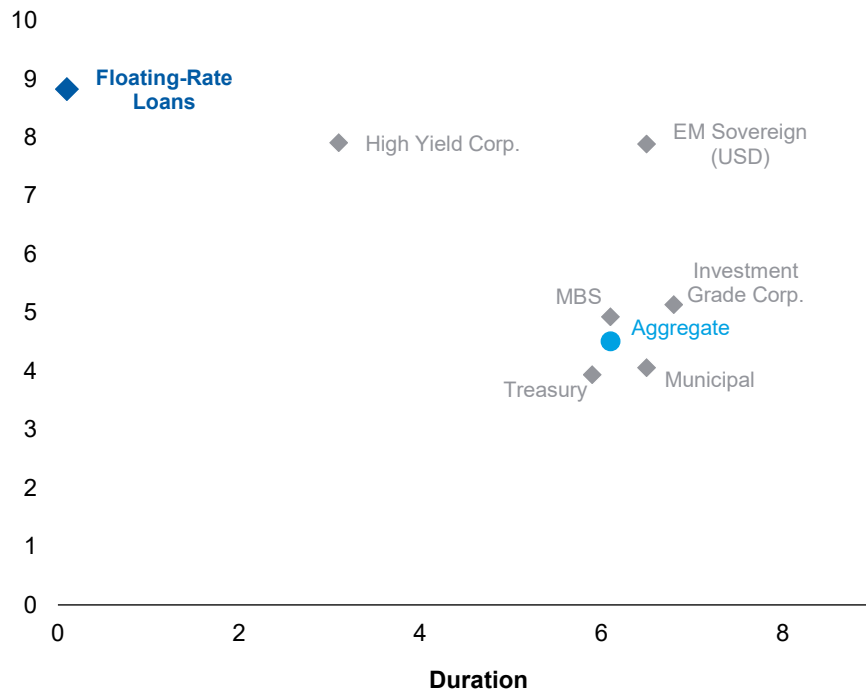
IDEE PRINCIPALI

Considerare l'esposizione ai prestiti: gestire il rischio di duration

Anche se nelle ultime settimane gli spread dei prestiti si sono ristretti, apprezziamo l'ulteriore riduzione della sensibilità ai tassi derivante dai prestiti bancari, soprattutto se si considera la possibilità che la Fed modifichi il suo comportamento in ambito monetario. Inoltre, i prestiti presentano una bassa correlazione con le tradizionali classi di attivo obbligazionarie.

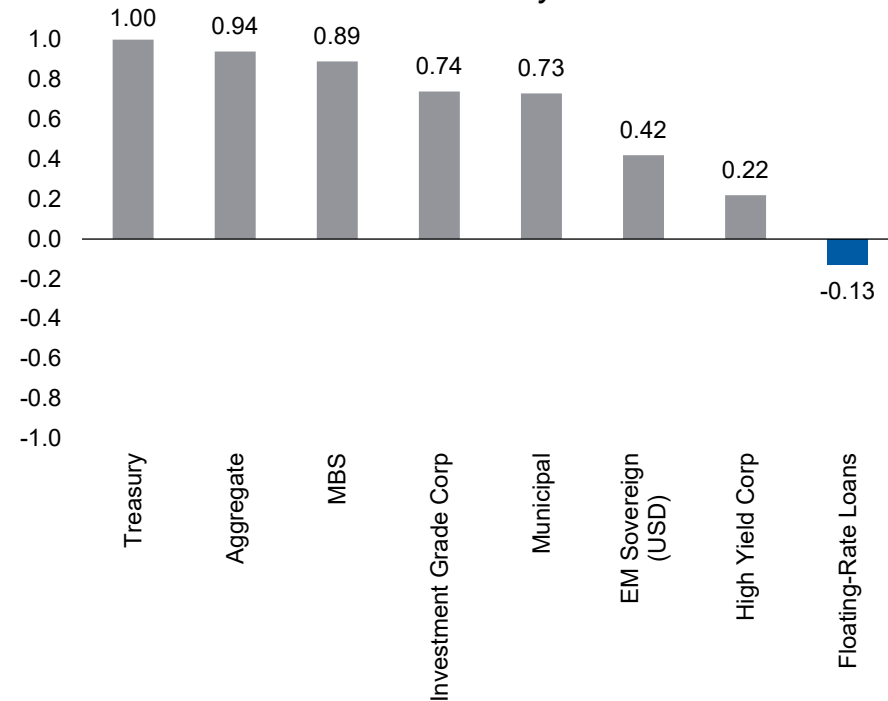
I prestiti offrono rendimenti elevati e una duration prossima allo zero

Yield-to-worst (%) vs. duration



Correlazione negativa con le posizioni obbligazionarie core

Correlazione decennale con i Treasury



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 22 maggio 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.**

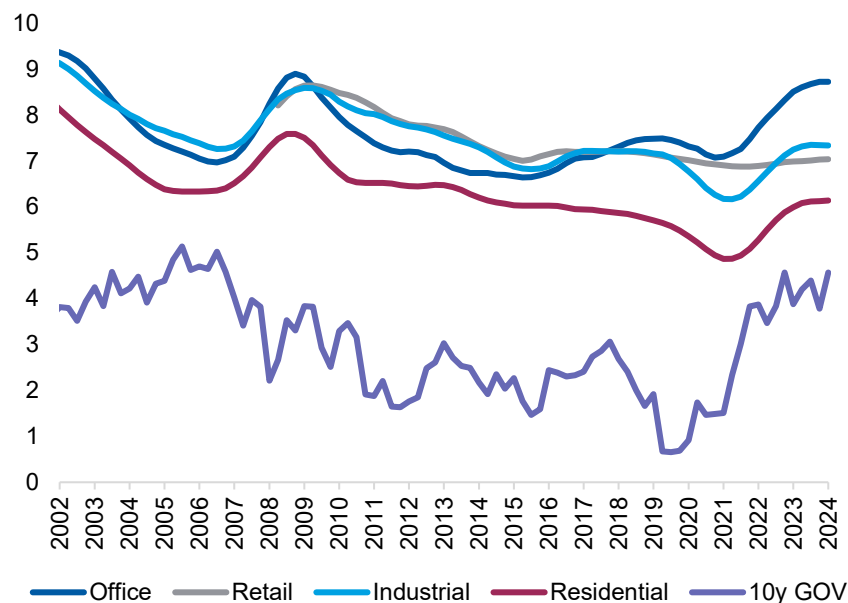
IDEE PRINCIPALI

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.

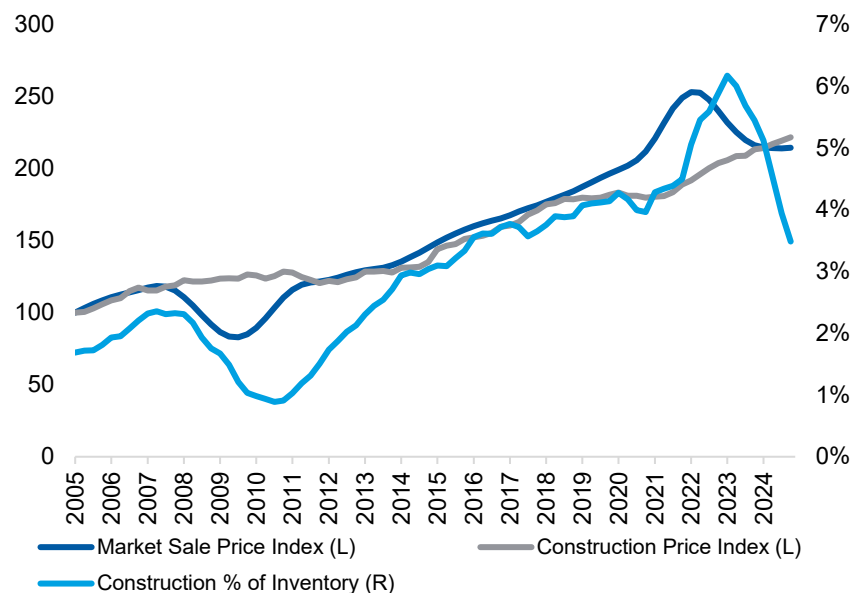
I cap rates USA si sono stabilizzati...

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. Al 31 dicembre 2024. 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

Asset allocation	Il nostro giudizio					Commento
	--	-	=	+	++	
Obbligazioni						
Duration						Continuiamo a preferire un posizionamento neutrale di duration. Dopo il recente aumento a circa 4,50%, i rendimenti a 10 anni si collocano attualmente a metà del nostro intervallo teorico. La recente de-escalation della guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti ha eliminato i fattori negativi per la crescita e ha ridotto i rischi di recessione.
Credito						Gli spread creditizi hanno continuato a restringersi e sono tornati sotto le medie di medio e lungo termine. Continuiamo a ritenere che gli spread creditizi siano esposti in modo asimmetrico alle notizie negative, con un margine di rialzo limitato rispetto ai livelli attuali.
Azionario						
Livello di rischio						Per l'azionario i rischi rimangono bilanciati. L'annunciata de-escalation nella guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina ha moderato ulteriormente le dinamiche sfavorevoli alla crescita e ridotto il rischio di recessione. L'azionario deve ancora affrontare i rischi chiave legati ai negoziati commerciali, le pressioni al rialzo dei prezzi dovute ai dazi e il rallentamento della crescita sul lungo periodo.
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 consideriamo importante un'esposizione europea 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 hanno un maggior grado di flessibilità nelle loro strategie di debito.
Materie prime						Il contesto macro è stato deleterio per molti temi alfa 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

Obbligazionario	Il nostro giudizio					Commento
	--	-	=	+	++	
Obbligazioni						
Treasury USA (UST)						A circa 4,50%, i rendimenti a 10 anni si collocano attualmente a metà del nostro intervallo teorico. La recente de-escalation della guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti ha ridotto significativamente i rischi di una recessione.
Obbligazioni indicizzate all'inflazione						Oggi rileviamo un certo valore in questo segmento, in particolare nelle sezioni più lunghe della curva, con un'inflazione 5Y/5Y al 2,29%. Per quanto non ancora definitivo al momento in cui scriviamo, il bilancio di recente elaborato dalla Camera corrobora questo giudizio.
Titoli di Stato dell'Eurozona						Nella duration europea abbiamo un posizionamento neutrale: la svolta tedesca sul versante della spesa pubblica si tradurrà probabilmente in un intervallo di negoziazione più elevato per i tassi europei rispetto al periodo immediatamente successivo alla crisi finanziaria, anche in presenza di tagli da parte della BCE.
Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti						Per la maggior parte degli ultimi 15 anni, il debito dei mercati emergenti (EMD) ha evidenziato spread più ampi rispetto al credito societario. Attualmente, però, questi spread sono molto più ristretti di quanto non lo siano stati in passato. Ancora adesso, l'EMD offre agli investitori il potenziale di un ulteriore aumento degli spread, mentre con un indebolimento dell'USD il merito creditizio generalmente migliora. Pertanto, manteniamo un posizionamento neutrale nell'EMD.
Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti						Il debito dei mercati emergenti in valuta locale è un forte candidato al miglioramento del rating ed è una classe di attivo a cui attualmente dedichiamo molta attenzione. Gli emittenti di qualità superiore, che hanno perlopiù sede in Asia, offrono tassi molto bassi e non sembrano molto interessanti. Altri segmenti del mercato, tuttavia, sono alquanto interessanti. Si tratta di una asset class per la quale consigliamo un gestore molto attivo.
Credito pubblico						
Obbligazioni municipali						Dopo la revisione a ++ del posizionamento nelle emissioni municipali, avvenuta il mese scorso, il rapporto emissioni municipali/Treasury si è ragionevolmente ridotto generando ottimi rendimenti. In prospettiva, continuiamo ad apprezzare le emissioni municipali, ma il punto di ingresso non è più così interessante.
Investment grade (IG)						Considerando la quantità di rischi presenti sul mercato, gli spread dell'IG rimangono ristretti. Nel contesto attuale, questa classe di attivo presenta una convessità inadeguata.
MBS/ABS						Manteniamo un alto livello di convinzione nei titoli garantiti da collaterale (ABS) poiché il rendimento per unità di qualità del credito rimane interessante.
High yield (HY)						Continuiamo a sottopesare l'HY statunitense ma abbiamo rivisto al rialzo il nostro giudizio sull'HY europeo, portandolo a neutrale. Al netto delle rettifiche per tenere conto dei differenziali di rating, l'HY europeo offre spread più interessanti rispetto a quello statunitense.
Prestiti bancari						I differenziali dei prestiti bancari si sono recentemente ristretti di pari passo con il rally degli attivi rischiosi più in generale. Apprezziamo l'elevato carry e il tasso variabile offerti da questa classe di attivo. Tuttavia, prima di passare a un sovrappeso più consistente, vogliamo essere più sicuri che il ciclo delle insolvenze abbia raggiunto il picco o che gli spread si siano allargati, almeno in parte.

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 del Portfolio Solutions Group

Azionario	Il nostro giudizio						Commento
	--	-	=	+	++		
Regione							
Mercati sviluppati						Stati Uniti – Se da un lato la de-escalation con la Cina riduce ulteriormente i fattori negativi per la crescita, dovuti ai dazi e al rischio di recessione, dall’altro l’azionario statunitense deve ancora affrontare le pressioni sui prezzi derivanti dalle imposte doganali e dal previsto rallentamento della crescita. Europa – Nell’azionario europeo manteniamo una posizione di sovrappeso poiché le prospettive di crescita sono favorite da diversi fattori: a) un orientamento più espansivo sul piano fiscale, b) un aumento dei redditi reali a tutto vantaggio dei consumi e c) condizioni finanziarie relativamente più benigne rispetto agli Stati Uniti. Continuiamo a prediligere i segmenti del mercato meno esposti ai dazi e che beneficiano direttamente della nascente ondata di stimoli fiscali, come le banche e le mid-cap tedesche. Giappone – Manteniamo un posizionamento neutrale nell’azionario giapponese, alla luce del perdurante aumento dei rendimenti a più lunga scadenza e della possibilità di un’ulteriore rafforzamento dello yen (JPY). Valutiamo positivamente le riforme strutturali e le prospettive a lungo termine del Giappone. Mercati Emergenti – Il rischio di eventi estremi per i mercati emergenti è adesso considerevolmente più basso dopo l’accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina, che è stato migliore del previsto. Nell’ambito dei mercati emergenti siamo passati a un sovrappeso nell’India, mantenendo un posizionamento neutrale nella Cina.	
USA							
Eurozona							
Giappone							
Mercati emergenti							
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, e 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. Manteniamo la nostra preferenza per la qualità, considerato che le prospettive di crescita economica sono peggiorate. Le small cap di qualità inferiore sono ancora da evitare. Laddove siamo esposti sia agli Stati Uniti che alla Germania, preferiamo il segmento mid cap. Attualmente la nostra esposizione ciclica resta in Europa e si basa soprattutto su fattori di crescita strutturali.	
Quality							
Large cap vs. Small cap							
Settori ciclici vs. settori difensivi							

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

Alternativi

Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

Investimenti alternativi	Commento
Private market	
Private equity	<p>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 "adopter", 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.</p>
Real asset privati	<p>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 significativamente abbassata. Tuttavia, la raccolta di finanziamenti di private equity per il settore immobiliare non si è 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.</p> <p>Le società che operano nel settore delle infrastrutture hanno dimostrato una forte capacità di assorbimento dei costi 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.</p>
Private credit	<p>Nell'ambito dei prestiti alle imprese, le LME (Liability Management Exercise), strategie per la ristrutturazione del debito, continuano ad aumentare. Nel Direct Lending ci concentriamo su strategie a minor rischio, cioè first lien senior secured loans, sponsor tier one, track record di credito puliti, 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 opportunistici 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.</p>
Investimenti alternativi liquidi	
Hedge fund	<p>Il contesto macro è stato deleterio per molti temi alfa fondamentali degli hedge fund. Tuttavia, sappiamo che a questi periodi solitamente segue un quadro ricco di opportunità per la selezione di titoli che generano alfa e nel secondo semestre del 2025 ci aspettiamo un ulteriore aumento di tali opportunità. Continuiamo a preferire i gestori di portafoglio di hedge fund specializzati che sono nella posizione migliore per analizzare e rispondere ai diversi fattori in gioco, come i dazi doganali, la rapida evoluzione del quadro dell'intelligenza artificiale e i timori legati al percorso della crescita economica e le conseguenti risposte in termini di politiche. Le strategie macro ad alta liquidità hanno saputo reagire ai rapidi cambiamenti delle dinamiche di mercato e riteniamo che, se dovesse perdurare una volatilità più diffusa, continueranno a contribuire alla performance. Confermiamo la nostra elevata convinzione nelle strategie relative value in grado di sfruttare gli alti livelli di dispersione all'interno dei mercati.</p>
Materie prime	<p>Manteniamo un posizionamento neutrale nei mercati delle commodity energetiche poiché la possibilità di un aumento dei rischi geopolitici è bilanciata da un'elevata capacità inutilizzata in alcuni mercati, come quello del greggio, che in assenza di interruzioni fisiche delle forniture limita tale aumento. Nel contesto attuale, riteniamo che i metalli preziosi costituiscano un segmento suscettibile di beneficiare di sviluppi strutturali positivi.</p>
<p>A solo scopo informativo e da non intendersi come una raccomandazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. I giudizi tattici di cui sopra riflettono in linea di massima le opinioni e le implementazioni del nostro team e vengono riportati a scopo di comunicazione con i clienti. Le allocazioni dei diversi team possono differire. Le informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio 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.</p>	

Glossario dei termini

Definizioni degli indici

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FNMA e FHLMC.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'indice J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified è

un indice non gestito di obbligazioni denominate in USD con scadenza superiore a un anno emesse da governi dei mercati emergenti.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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 capitalizzazione in Europa.

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

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

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

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

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

Definizioni

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

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

Il rischio

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

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

Considerazioni sui rischi

La diversificazione non elimina il rischio di perdite.

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

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

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

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

Le opinioni e/o analisi espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale, possono variare in qualsiasi momento senza preavviso a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni 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 licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

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

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

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

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

Il presente materiale non può essere riprodotto, copiato, modificato, utilizzato per creare un'opera derivata, eseguito, esposto, diffuso, pubblicato, concesso in licenza, incornciato, 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 ("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 de Monceau 75008 Parigi, Francia. **Spagna** – MSIM FMIL (filiale di Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Spagna. **Germania** – MSIM FMIL (filiale di Francoforte), Große Gallusstraße 18, 60312 Francoforte sul Meno, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Danimarca** – MSIM FMIL (filiale di Copenhagen), Gorrisen Federspiel, Axel Towers, Axeltoiv 2, 1609 Copenhagen V, Danimarca.

MEDIO ORIENTE

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

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

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

Stati Uniti

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

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

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

INFORMAZIONI SUPPLEMENTARI

ASIA-PACIFICO

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

Giappone – Il presente materiale è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente materiale viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni od offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d'investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,20% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscrivere 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 4435861 Exp 5/31/2026

43274 | 4/3/2025