

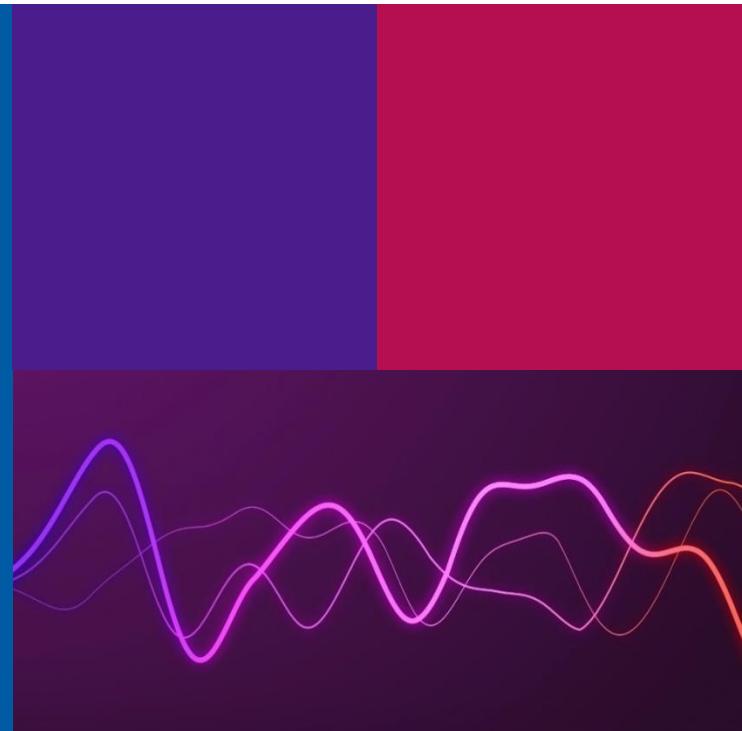
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

Maggio 2025



Previously known as the Monthly Market Monitor.

IDEE PRINCIPALI

Principali temi per il mese di maggio 2025



Perdita di fiducia negli asset statunitensi?

No! Riteniamo che la tesi secondo cui vi sarebbe una perdita di fiducia nei confronti degli attivi statunitensi – e ciò include lo status di valuta di riserva del dollaro (USD) – sia un'esagerazione e una grossolana estrapolazione della verità. A nostro avviso, la performance del dollaro è stata legata soprattutto alla performance esibita dall'azionario statunitense negli ultimi anni. Questo ha provocato un aumento esponenziale degli attivi esteri in valuta locale che sono stati convertiti in dollari allo scopo specifico di acquistare attivi statunitensi. La flessione dei corsi azionari ha determinato la riconversione dei dollari nella valuta locale, causando un deprezzamento del biglietto verde. Questi eventi hanno avuto ricadute anche sui Treasury statunitensi (UST). Sono in gioco molti altri fattori, ma riteniamo che questo sia quello principale. Una volta raggiunto un prezzo di compensazione adeguato ai rischi attuali, la relazione tra il dollaro e gli altri attivi riprenderà un corso più tradizionale.



Dov'è l'opzione put?

L'opzione put della Fed o di Trump. Una domanda che ci viene posta di frequente è dove sia da ricercare, nei mercati, l'“opzione put delle politiche”. L'allusione è all'“opzione put della Fed”, per cui la Fed potrebbe decidere un allentamento delle politiche monetarie per sostenere un mercato azionario che si sta indebolendo. L'“opzione put di Trump” allude invece al momento in cui le dichiarazioni riguardanti le politiche doganali e fiscali potrebbero mutare per sostenere il mercato azionario. A giudicare dalla storia recente, i toni delle comunicazioni in materia di dazi sono cambiati quando l'S&P 500 è sceso intorno a quota 4850. Questo potrebbe quindi rappresentare un livello di soglia per l'azionario. Tuttavia, sul fronte delle politiche monetarie la situazione potrebbe essere più complicata, perché l'inflazione è superiore all'obiettivo, rendendo la Fed più riluttante a operare tagli. Più che in risposta al livello raggiunto dal mercato azionario, però, la Fed potrebbe essere propensa a intervenire nel caso di un aumento del tasso di disoccupazione al 4,5% o oltre. Quindi, un'opzione put della Fed non è da escludere, ma verrebbe esercitata nel caso in cui il tasso di disoccupazione raggiungesse il 4,5%.



Rischi di correlazione elevati

Rendimenti azionari e obbligazionari a confronto. Non è così che dovrebbero andare le cose! I rendimenti obbligazionari a più lunga scadenza sono saliti contemporaneamente alla perdita di terreno dell'azionario, spingendo molti a chiedersi se non vi sia una perdita di fiducia nei Treasury. A nostro parere, no. C'è piuttosto una spiegazione tecnica: (1) negli ultimi anni la correlazione tra rendimenti azionari e obbligazionari è aumentata e, se guardiamo al passato, tale correlazione aumenta quando l'inflazione si mantiene al di sopra del livello target del 2%; (2) abbiamo assistito a una liquidazione tecnica del "posizionamento base" (posizioni corte nei future obbligazionari vs Treasury). Molti operatori dediti ai "rapidi guadagni" avevano aperto questa posizione di arbitraggio ricorrendo alla leva, ma di fronte della flessione dei corsi azionari sono stati costretti a vendere i Treasury in tutta fretta per raccogliere liquidità. Questo è stato uno dei motivi principali della flessione concomitante dei Treasury e dell'azionario.



Adesso è il momento delle politiche fiscali

Dai dazi alle imposte. Abbiamo spiegato le tre componenti delle politiche di Trump: (1) deregolamentazione, (2) dazi e (3) imposte. I punti 1 e 2 sono stati avviati e adesso è giunto il momento del punto 3. Finora, le politiche di bilancio di Trump sono state votate e approvate attraverso un processo chiamato "riconciliazione", che richiede solo una maggioranza semplice e rende più facile l'approvazione. Oltre a rendere permanente il Tax Cut and Jobs Act (TCJA) del 2017, potrebbe esserci un aumento delle detrazioni fiscali a livello statale e locale (SALT) e forse una riduzione delle imposte sulle imprese, ecc. Al momento non si sa nulla di tutto questo, ma tra il potenziale insito nei negoziati sui dazi e la possibilità di politiche tributarie benevoli, potrebbero emergere alcuni sviluppi positivi in grado di compensare le notizie negative di aprile riguardanti le politiche doganali. Gli aspetti positivi supereranno quelli negativi? Difficile. Ma visto quanto è sprofondato il clima di fiducia, qualunque notizia positiva potrebbe avere effetti superiori alle attese.

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 5 idee chiave

Aumentare la duration

La dislocazione nei Treasury rappresenta un'opportunità d'acquisto. Come abbiamo detto, consideriamo l'aumento dei rendimenti dei Treasury un fenomeno principalmente tecnico e non crediamo che questi titoli stiano perdendo lo status di bene rifugio. La crescita dei rendimenti dei Treasury è ampiamente riconducibile alla liquidazione del posizionamento base – un metodo utilizzato dagli operatori dediti ai "rapidi guadagni" per detenere Treasury facendo ricorso alla leva finanziaria – che è stato rapidamente abbandonato per raccogliere liquidità quando l'azionario ha accusato una flessione estremamente rapida. Se l'economia statunitense sta rallentando a causa dei dazi e i rischi di recessione sono in aumento, riteniamo che i Treasury a più lunga scadenza offrano valore agli investitori, sia direttamente sia in qualità di copertura. Inoltre, la Fed è più che in grado di gestire un'eventuale ondata disordinata di vendite di Treasury, per cui siamo del parere che se necessario interverrà prontamente per offrire un sostegno.

Una pausa nel debito dei mercati emergenti (EMD)

Riduzione in chiave tattica dell'esposizione a una classe di attivo che ha sovraperformato. A parità di rating, l'EMD offre in genere uno spread migliore rispetto al credito societario. Oggi, rispetto al credito societario gli spread appaiono poco convenienti se considerati alla luce delle medie storiche, pur mantenendosi a livelli leggermente positivi. Ciò è comprensibile dal momento che il dollaro si è indebolito rispetto alla maggior parte delle altre valute, rendendo più facile per gli altri paesi il rimborso del debito denominato in USD. Tuttavia, l'incertezza delle prospettive economiche globali ci spingono alla prudenza: non escludiamo che la sovraperformance dell'EMD sia eccessiva e crediamo che in futuro possano presentarsi punti d'ingresso migliori in termini relativi.

Aumentare l'esposizione alle emissioni municipali

Un valore relativo interessante. Dopo la flessione di aprile, i rendimenti del mercato delle obbligazioni municipali sono ampiamente al di sopra di una deviazione standard dalla media quinquennale dell'indice. Sul piano del valore relativo, i rapporti tra emissioni municipali e Treasury si presentano sempre più interessanti, arrivando a superare il 90% in alcuni segmenti della curva. Continuiamo a rilevare valore relativo in questo settore dei mercati del credito.

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.

L'Europa non è la Germania e la Germania non è l'Europa

Una maggiore esposizione alla Germania. In Europa continuiamo a cercare segmenti di mercato che sono relativamente meno esposti ai rischi legati ai dazi e che possono beneficiare direttamente della nascente ondata di stimoli fiscali. Le mid cap tedesche rientrano in questa categoria, in quanto il programma del governo entrante punta a dare priorità alla reindustrializzazione, incentivando gli investimenti in attrezzature e infrastrutture, riducendo le pratiche burocratiche e abbassando i costi energetici. Tutto questo comporterà dei benefici per l'ecosistema europeo più in generale, ma riteniamo che le mid cap tedesche saranno il segmento maggiormente avvantaggiato.

Eliminazione del sovrappeso nei materiali

Quando tutto ciò che luccica è soltanto l'oro. All'inizio dell'anno avevamo aperto una posizione di sovrappeso nei materiali statunitensi per cavalcare la fiorente ripresa del settore manifatturiero del paese e degli indici Purchasing Managers' (PMI) di quel settore. I primi segnali di quella ripresa si sono manifestati all'inizio del 2025, ma le ricadute dei dazi si sono rivelate peggiori del previsto e l'hanno di fatto arrestata, facendo ripiombare gli indici PMI in territorio di contrazione. Continuiamo ad aspettarci una ripresa del settore manifatturiero statunitense nel lungo periodo, ma abbiamo scelto di liquidare la nostra posizione di sovrappeso perché l'indebolimento della domanda sul versante dei consumi e il rallentamento della crescita rappresentano ostacoli significativi. Nonostante queste difficoltà, da inizio anno il settore ha sovraperformato l'indice, ma gran parte di ciò è attribuibile al segmento dei metalli e dell'industria mineraria, dove le società che si occupano di estrazione dell'oro continuano a beneficiare del rialzo record dei corsi di questo metallo.

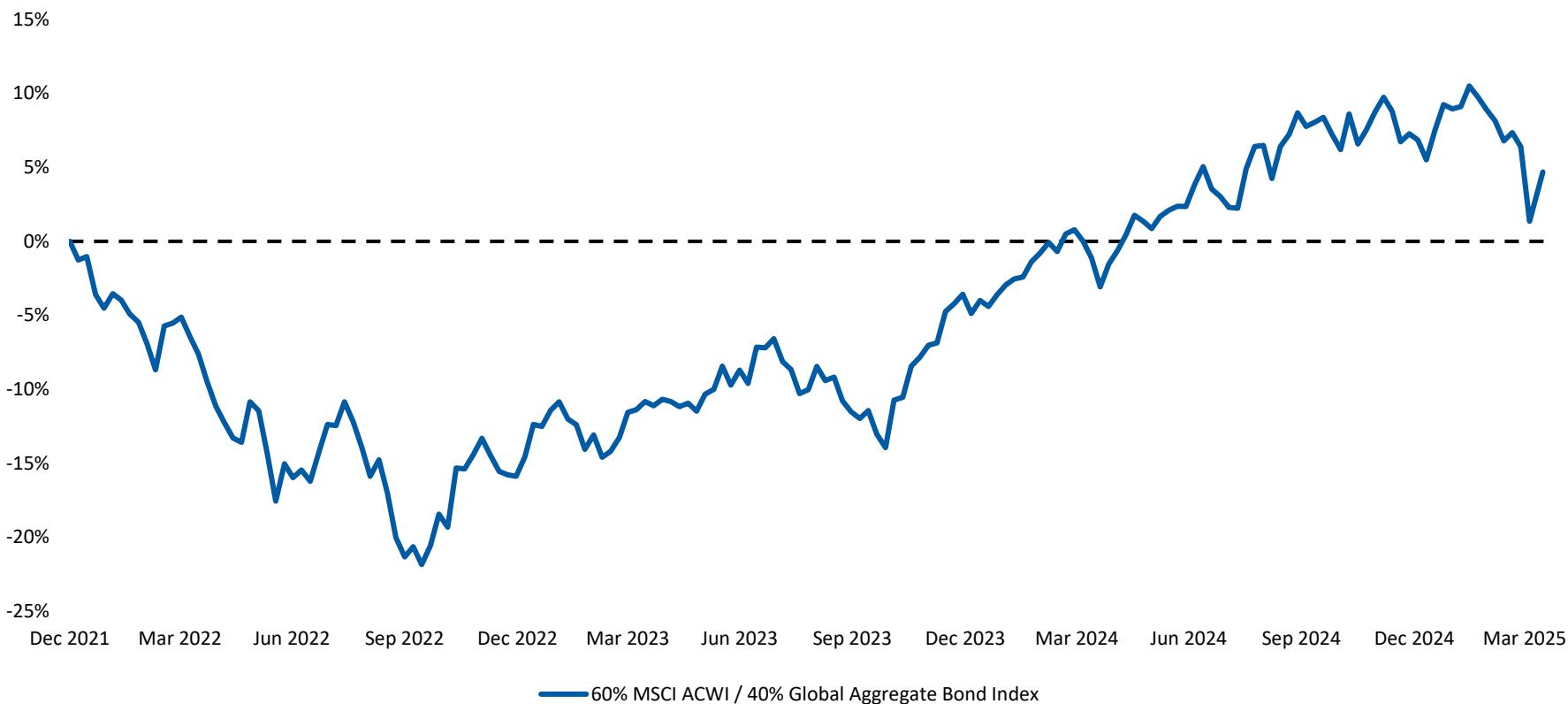
TEMI PRINCIPALI

Ripensare l'asset allocation e la gestione del rischio di portafoglio

Gli investimenti passivi possono generare rendimenti inferiori, perché le correlazioni tra i rendimenti obbligazionari e quelli azionari sono aumentate.

Dal 2022, i portafogli 60/40 hanno conseguito rendimenti totali pari al 5% circa

Performance cumulativa di un portafoglio 60% MSCI ACWI/40% Global Aggregate Bond Index dal 2022



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 15 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

Il dollaro: forte e tuttora valuta di riserva

La performance del dollaro è molto legata ai flussi della domanda estera di attivi statunitensi. Dopo la crisi finanziaria globale (CFG), il totale degli attivi statunitensi detenuti all'estero è cresciuto in modo esponenziale, favorendo il dollaro.

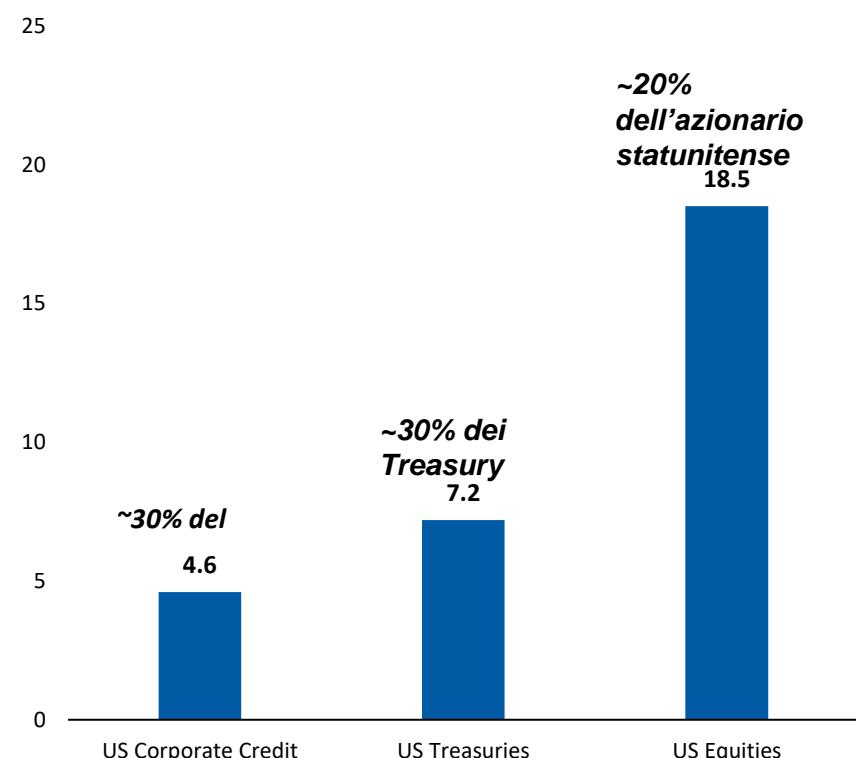
Il dollaro ha dato prova di stabilità nel lungo periodo

Indice del dollaro della Fed, generale, nominale, ponderato per gli scambi commerciali



La domanda estera relativa agli attivi statunitensi è aumentata rapidamente

Partecipazioni estere totali per tipo di attivo (in migliaia di miliardi di dollari)



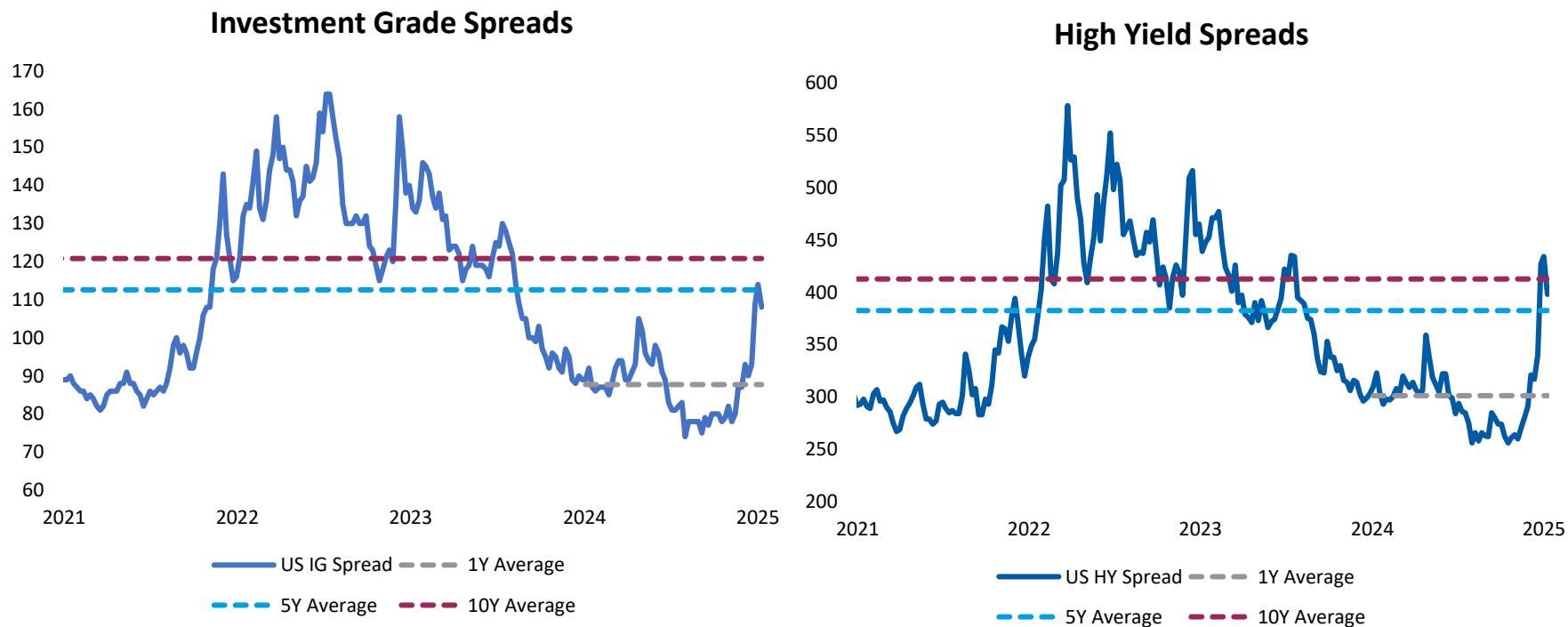
Fonte: Bloomberg, Apollo Chief Economist, MSIM. Al 15 aprile 2025. Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data 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

Gli spread creditizi si sono ampliati aumentando le medie a lungo termine

Dopo aver esibito una certa resilienza di fronte all'iniziale diminuzione del rischio nell'azionario statunitense, gli spread creditizi si sono allargati, passando dai minimi storici alle medie di medio termine. Gli spread dell'investment grade (IG) sono tornati alle medie quinquennali, mentre gli spread dell'high yield (HY) hanno leggermente superato la media decennale.

Gli spread del credito IG e HY si sono allargati fino a raggiungere livelli pari o superiori alle medie storiche recenti
Spread medio IG (asse sx); spread medio HY (asse dx)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 17 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.

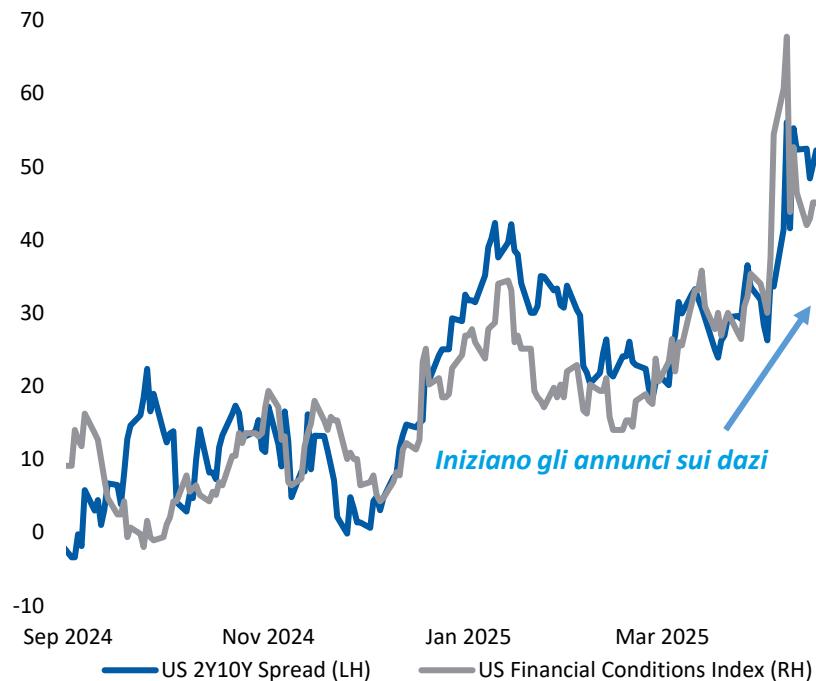
TEMI PRINCIPALI

Le notizie sui dazi hanno determinato un irripidoamento della curva e un irrigidimento delle condizioni finanziarie

I recenti annunci sui dazi hanno contribuito sia a un rapido irripidoamento della curva dei rendimenti (misurata in base allo spread a 2/10 anni) sia all'irrigidimento delle condizioni finanziarie. Ciò ha determinato anche una divergenza tra le aspettative in materia di politica monetaria, con un calo del tasso implicito dei Fed Fund a dicembre 2025 sotto il livello progettato dalla Fed ("median dot" al 19/3/2025).

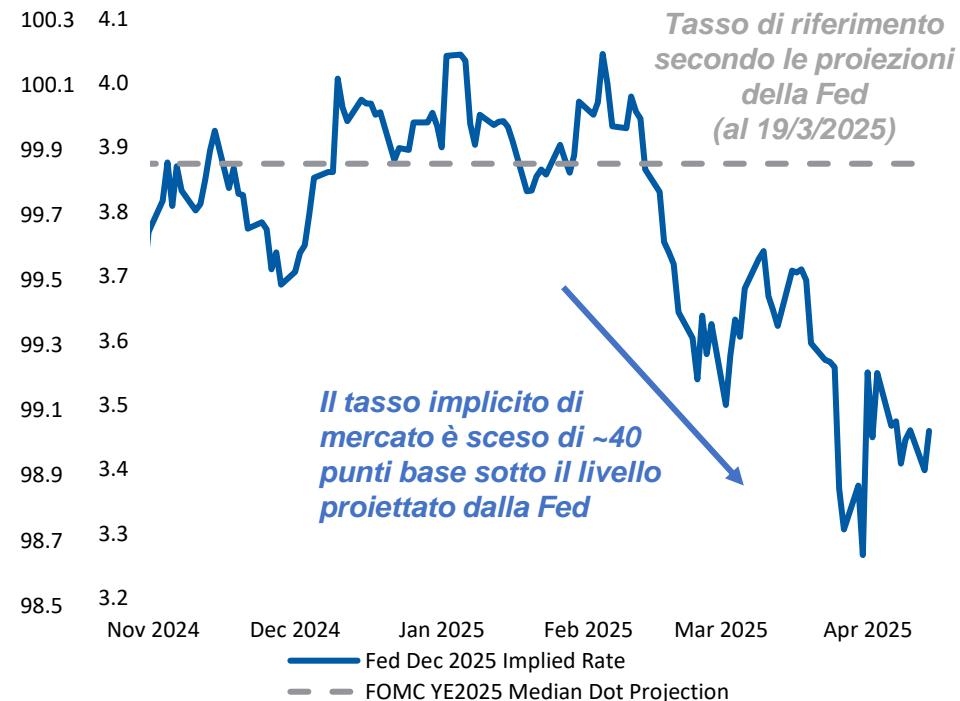
Le incertezze sui dazi hanno determinato un irrigidimento delle condizioni finanziarie...

Spread a 2/10 anni (asse sx, punti base), U.S. Financial Conditions Index (asse dx)



... portando a una divergenza tra le aspettative in materia di politica monetaria

Tasso implicito a dicembre 2025, tasso di riferimento secondo le proiezioni della Fed al 19/3/2025



Fonte: Bloomberg, Goldman Sachs (Financial Conditions Index), MSIM. Al 17 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.

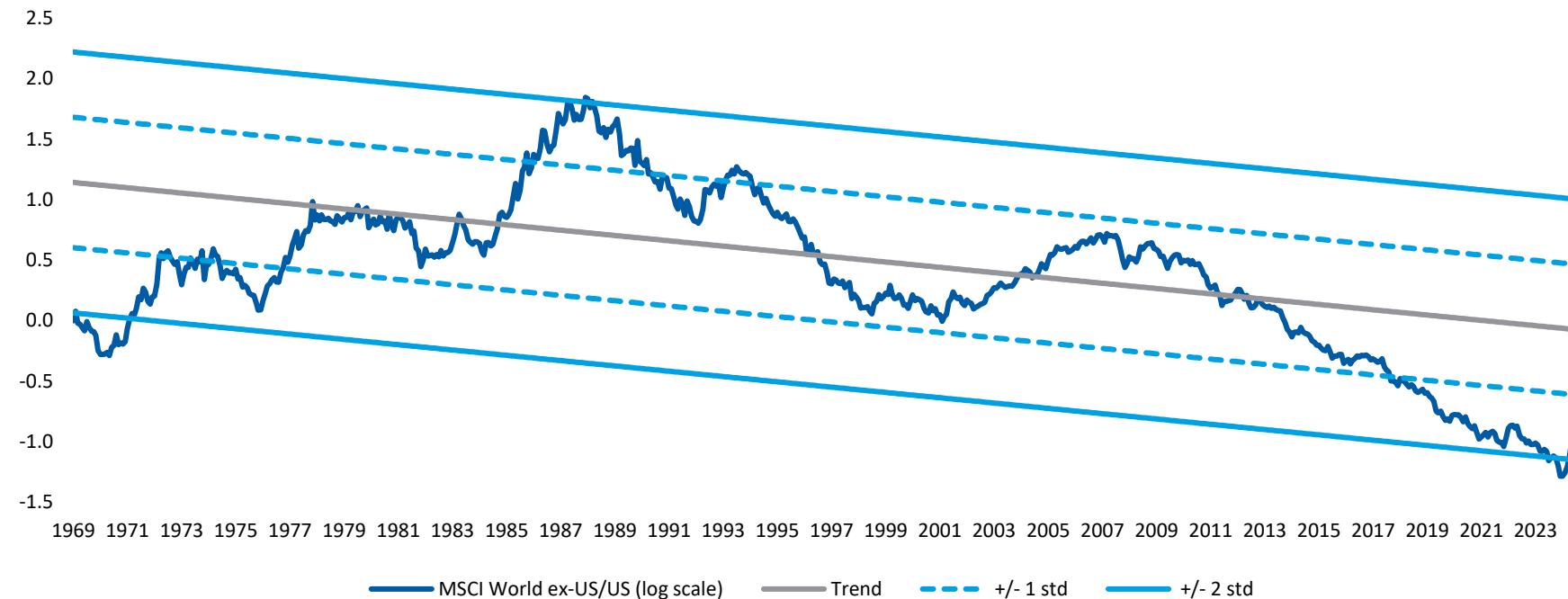
TEMI PRINCIPALI

La performance relativa a lungo termine dell'azionario internazionale tocca i minimi storici

L'azionario dei mercati sviluppati, Stati Uniti esclusi, ha costantemente sottoperfornato quello degli Stati Uniti per oltre 15 anni. Per quanto l'azionario non statunitense abbia registrato una notevole sovrapreformance da inizio anno (YTD), tale sovrapreformance risulta modesta nel contesto dei trend a lungo termine. La svolta nelle politiche commerciali degli Stati Uniti comporta un significativo riallineamento delle relazioni economiche globali. Anche se molte incertezze rimangono, è ragionevole chiedersi se questo segnali un'inversione a più lungo termine nelle performance azionarie regionali.

La performance relativa a lungo termine dell'azionario internazionale rispetto a quello statunitense è di circa 2 deviazioni standard sotto il trend

Rapporto relativo tra gli indici MSCI World ex-US/MSCI U.S. con trend a lungo termine e deviazioni standard (scala logaritmica)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 17 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.

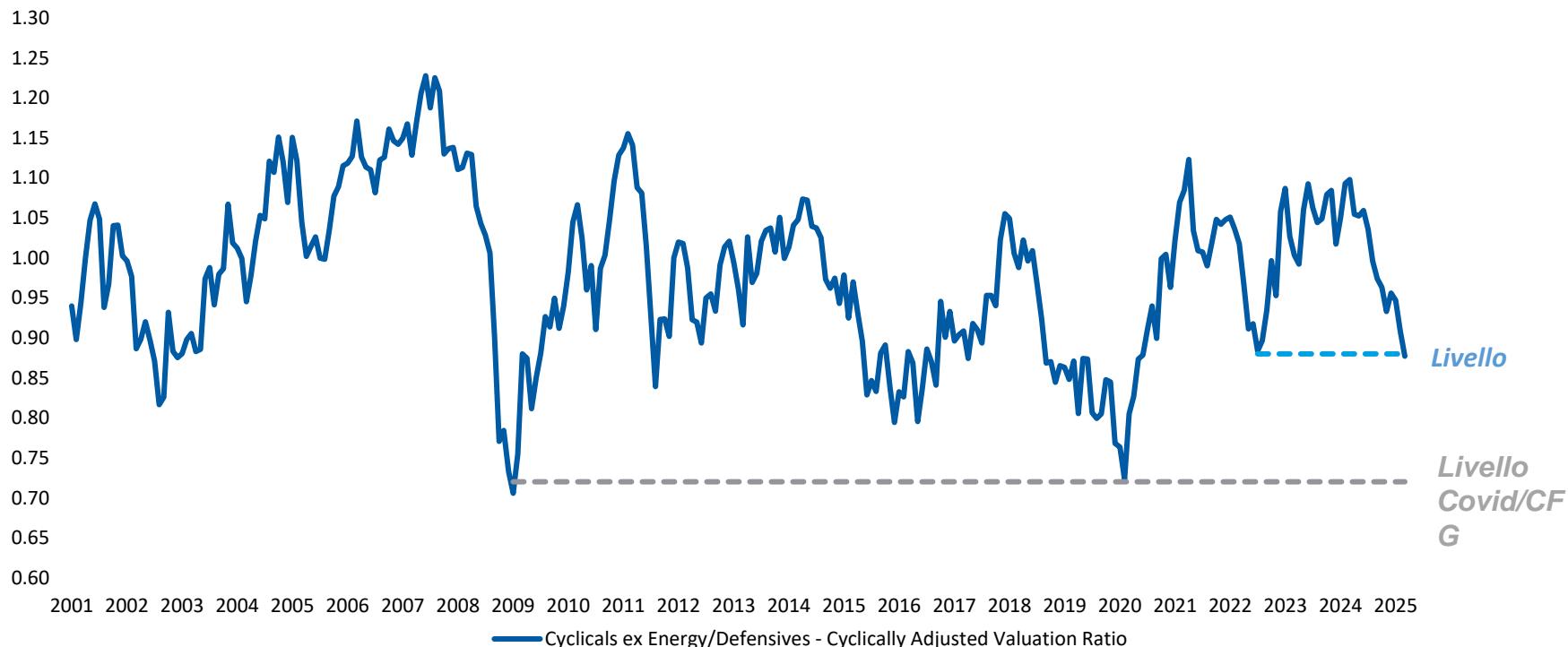
TEMI PRINCIPALI

Titoli ciclici e difensivi a confronto: le recenti variazioni collocate in un contesto storico

Negli Stati Uniti, davanti a un aumento dei timori legati alle politiche doganali e alla debolezza delle stime di crescita del PIL, i titoli ciclici hanno sottoperfornato quelli difensivi da inizio 2025. Con la recente sottoperformance, le valutazioni dei settori ciclici rispetto a quelli difensivi sono tornate a livelli coerenti con il rallentamento del 2022. Le variazioni più marcate si limitano ai periodi della CFG e della pandemia.

Negli Stati Uniti, le valutazioni dei settori ciclici rispetto a quelli difensivi sono tornate ai livelli del rallentamento del 2022

Multiplo mediano dei settori ciclici (energia esclusa) corretto per il ciclo/multiplo mediano dei settori difensivi corretto per il ciclo



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 17 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.

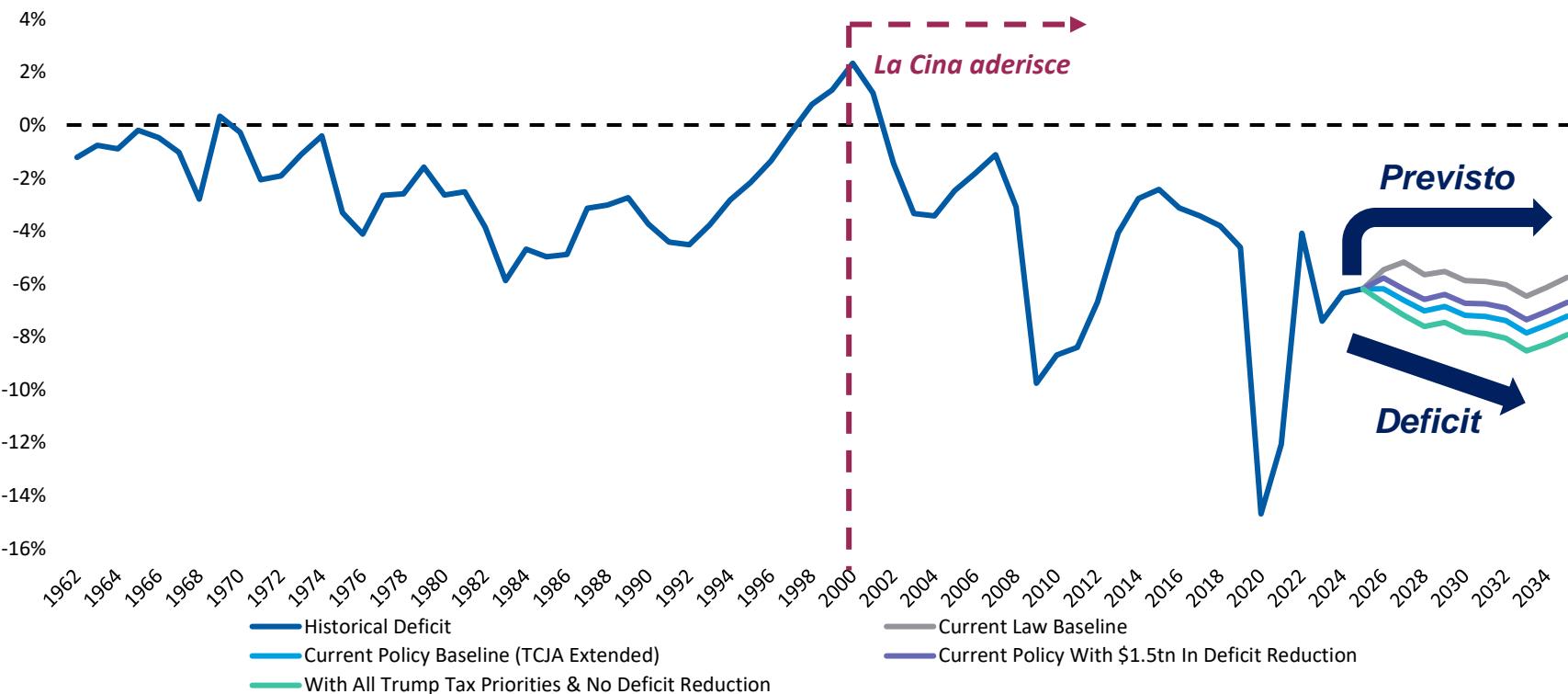
TEMI PRINCIPALI

Senza misure correttive, il disavanzo può peggiorare

In assenza di interventi correttivi significativi, nel prossimo decennio il deficit può crescere. Le attuali politiche di base, compresa la proroga del TCJA, con tagli al deficit per 1.500 miliardi di dollari, consentirebbero di mantenere il disavanzo ai livelli attuali.

Il deficit può crescere se non si adottano azioni correttive

Deficit di bilancio storico in % del PIL, con previsioni basate su diversi scenari, dal 1962 al 2035



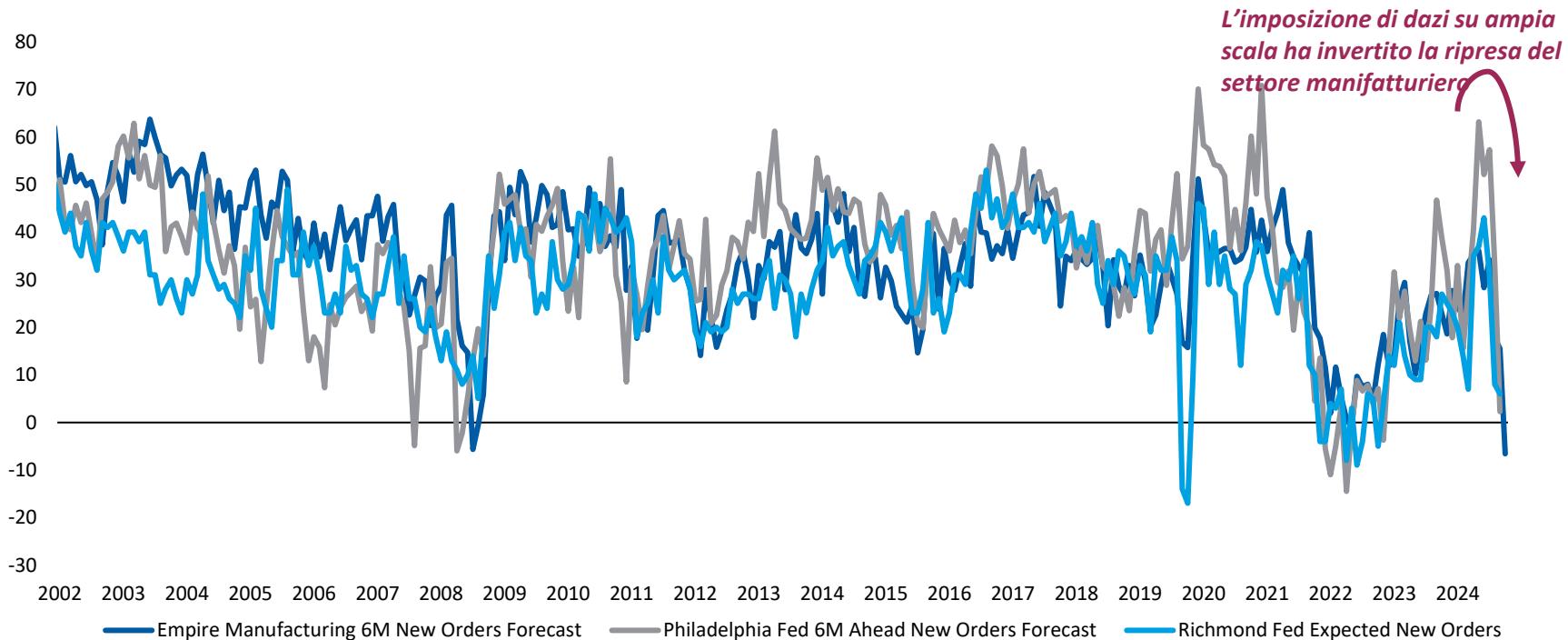
Fonte: Bloomberg, Don Schneider (Piper Sandler), MSIM. Al 17 aprile 2025. Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla 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.

IDEE PRINCIPALI

Uscita dal settore dei materiali statunitense: gli sviluppi sfavorevoli sul fronte degli scambi commerciali hanno fermato la ripresa del settore manifatturiero

Pur continuando ad aspettarci una ripresa del settore manifatturiero statunitense nel lungo periodo, il settore si trova di fronte a difficoltà nel breve termine, sotto forma di dazi più alti del previsto, di una domanda al consumo più debole e di un rallentamento della crescita globale. Nel 2025 sembrava che ci sarebbe stata una ripresa, ma le dinamiche recenti hanno rovesciato questo trend, riportando gli indici PMI in territorio di contrazione.

Dopo un'iniziale ripresa, le indagini prospettiche relative all'indice PMI del settore manifatturiero sono tornate in territorio di contrazione
Indagini regionali della Fed, previsioni a 6 mesi per i nuovi ordini



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 15 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.

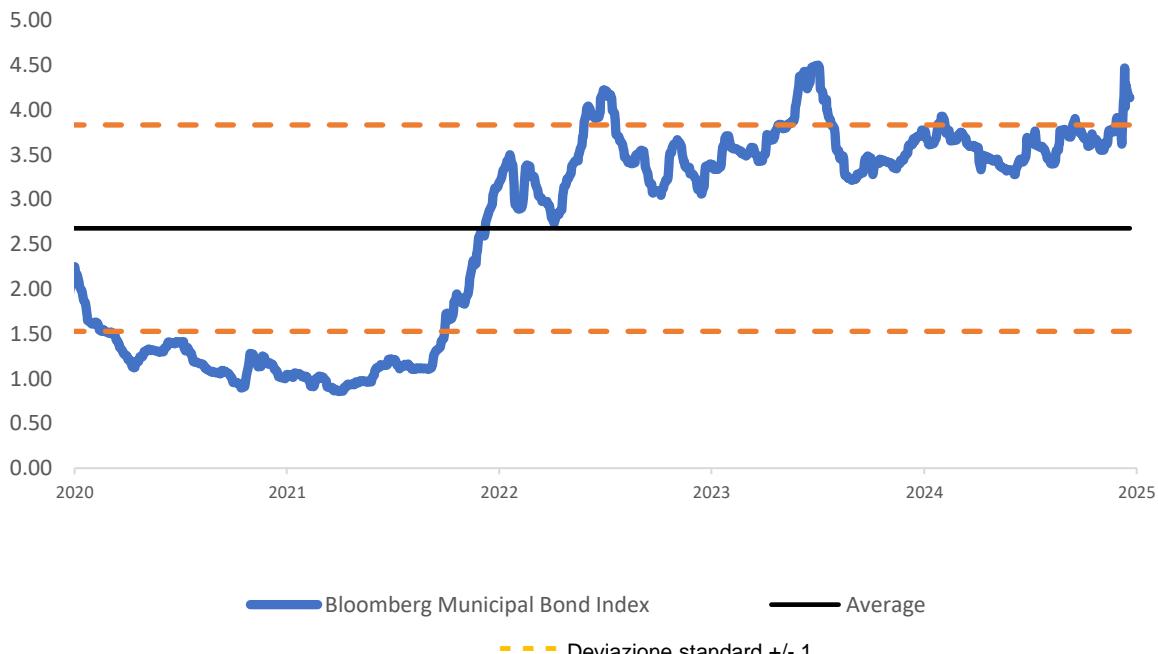
IDEE PRINCIPALI

Obbligazioni municipali: rendimenti iniziali elevati e valore relativo interessante

Dopo la flessione di aprile, i rendimenti del mercato delle obbligazioni municipali sono ampiamente al di sopra di una deviazione standard dalla media quinquennale dell'indice. Sul piano del valore relativo, i rapporti tra emissioni municipali e Treasury sono sempre più interessanti, arrivando a superare il 90% in alcuni segmenti della curva. Tra rendimenti iniziali elevati e valore relativo interessante, riteniamo che la congiuntura attuale rappresenti un ottimo punto di ingresso per questa classe di attivo.

Il yield-to-worst dell'indice è ampio rispetto alle medie storiche

YTW dell'indice delle emissioni municipali (%) con media quinquennale e deviazioni standard +/- 1



I rapporti tra emissioni municipali e Treasury indicano la presenza di valore relativo

Rapporto attuale emissioni municipali/Treasury rispetto alla fine del 2024

Muni/UST	30/4/25	31/12/24
2 anni	78%	67%
5 anni	79%	66%
10 anni	79%	65%
30 anni	92%	74%

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.

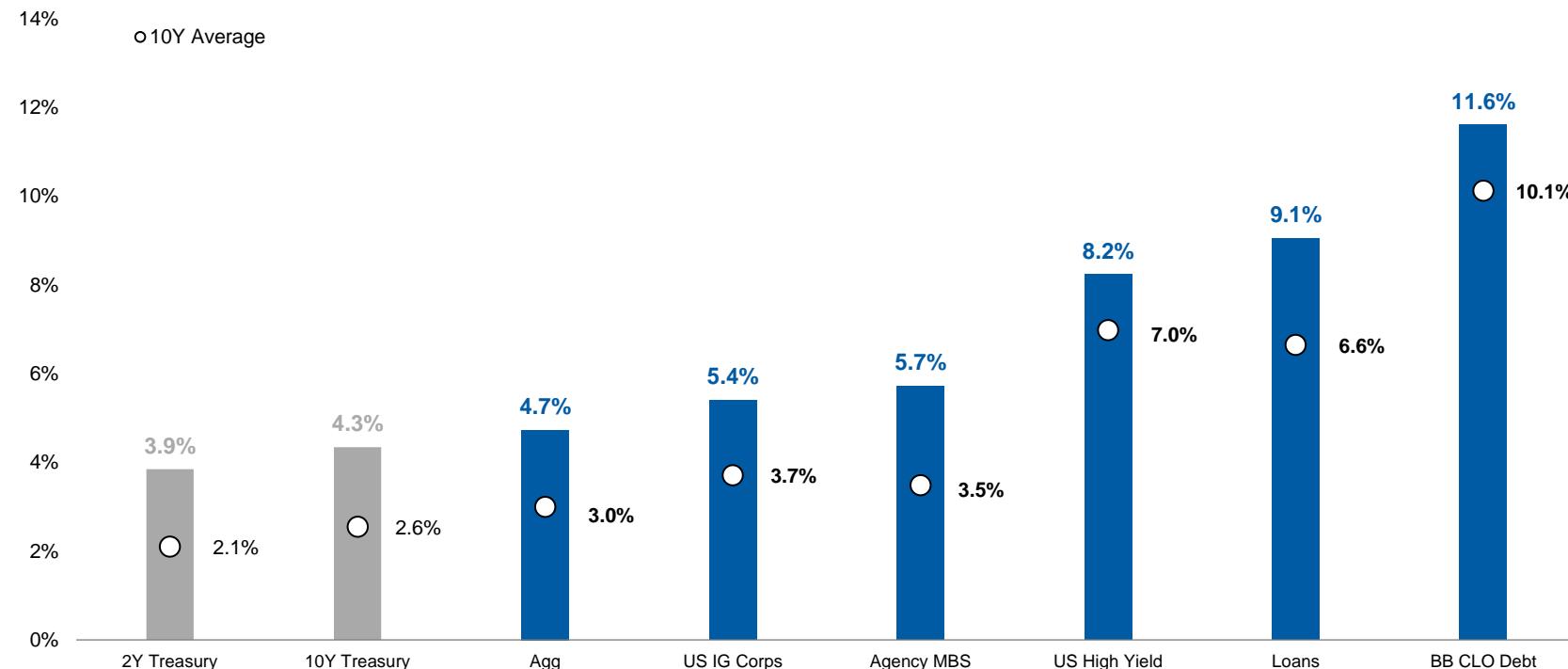
IDEE PRINCIPALI

Rassegna macro

Sebbene all'inizio dell'anno i tassi siano scesi sulla maggior parte della curva, in molti settori gli spread si sono ampliati, lasciando 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 15/4/25. Prestiti rappresentati dall'indice Morningstar LSTA US Leveraged Loan. High yield statunitense rappresentato dall'indice ICE BofA US High Yield. IG societario statunitense rappresentato dall'indice ICE BofA US Corporate. Treasury a 10 anni rappresentato dall'indice ICE BofA Current 10Y US Treasury. Obbligazionario aggregato rappresentato dall'indice Bloomberg US Aggregate Bond. MBS di agenzia rappresentati dall'indice Fannie Mae Current Coupon MBS. CLO BB rappresentati dalla porzione BB dell'indice J.P. Morgan CLOIE Post-Crisis. 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.

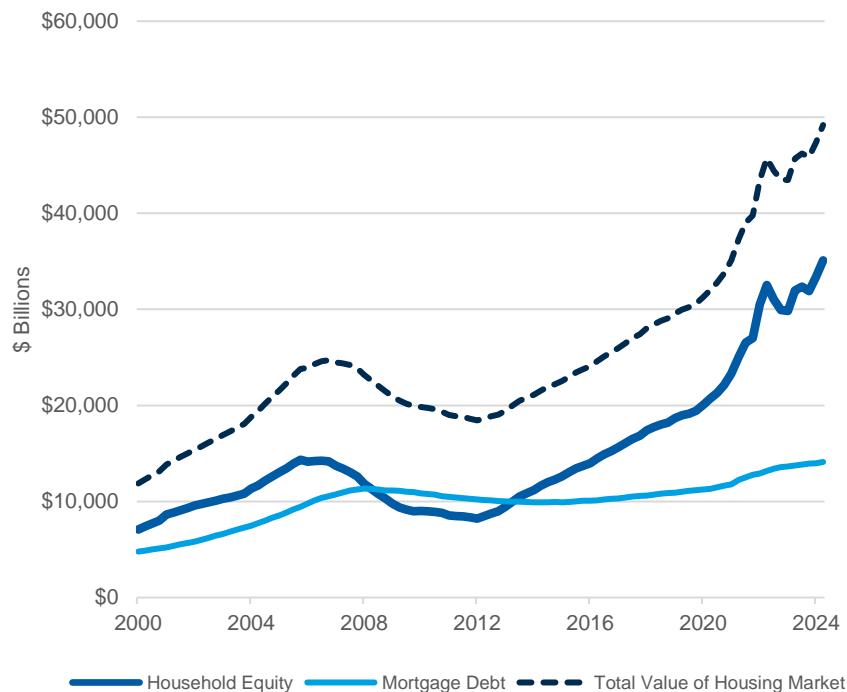
IDEE PRINCIPALI

Giudizi sul settore obbligazionario – MBS non di agenzia

L'aumento sostanziale del patrimonio abitativo ha migliorato il rapporto rischio/rendimento degli MBS non di agenzia. Allo stesso tempo, c'è un forte divario tra il tasso odierno e i tassi ipotecari in essere.

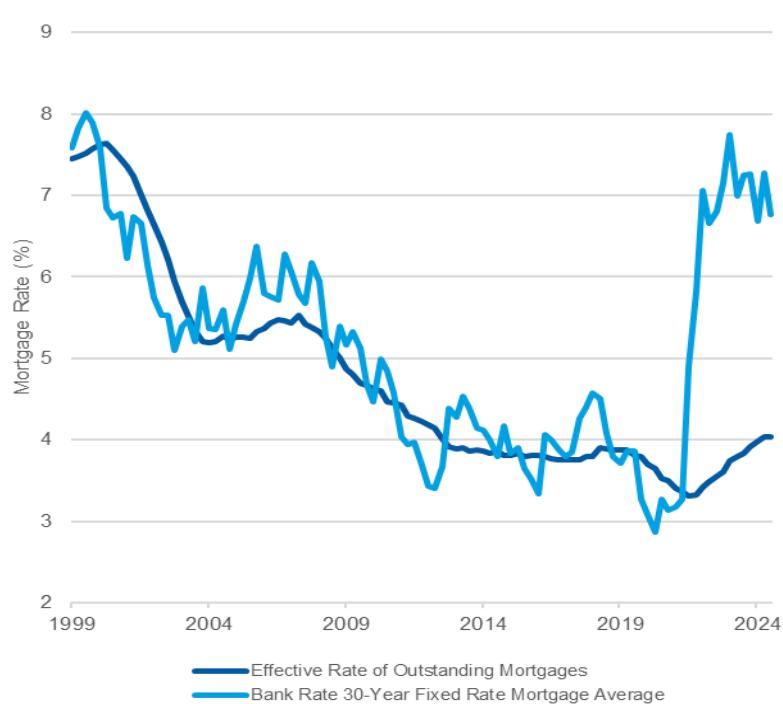
Valore del mercato immobiliare vs debito ipotecario in essere

Al 31/12/24



Tasso odierno vs tasso effettivo dei mutui in essere

Al 31/3/25



Fonte: Bloomberg, Eaton Vance. Al 31/3/2025. 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

Giudizi sul settore obbligazionario – Credito inferiore a IG

Le valutazioni sono diventate più interessanti, ma la selettività sarà fondamentale.

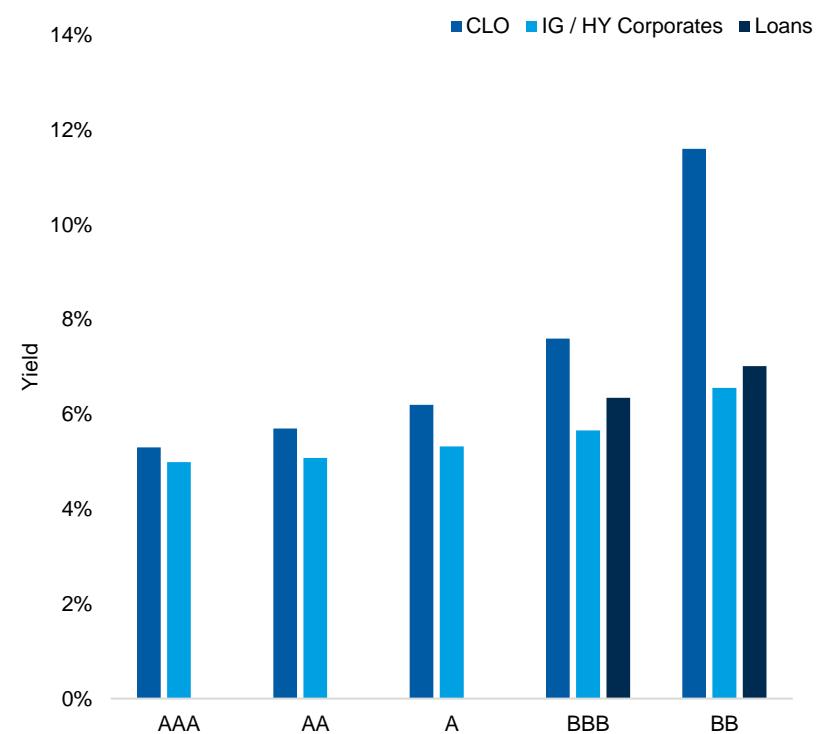
Spread del settore del credito vs passato

Al 15/4/25

Settore	Rendimento	Spread	Percen tile a 10 anni	Minimo	Massimo
Obb. soc. IG USA	5,40%	114	38%	78	397
Obb. soc. HY USA	8,24%	426	58%	277	1.082
Prestiti bancari USA	9,05%	477	61%	358	1.107
Obb. soc. ME	6,90%	300	28%	231	641
CLO BBB	7,61%	386	53%	255	972
CLO BB	11,61%	777	62%	509	1.756

A parità di rating, i CLO offrono un rendimento più elevato

Rendimenti per livello creditizio



Fonte: Bloomberg, Eaton Vance. Al 15/4/2025. 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.

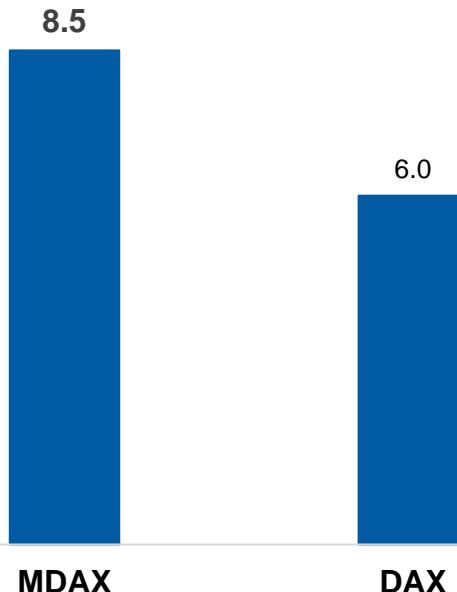
IDEE PRINCIPALI

Passaggio a sovrappeso sull'indice tedesco MDAX (Mid-Cap)

In Europa continuiamo a cercare segmenti di mercato che sono relativamente meno esposti ai rischi legati ai dazi e che possono beneficiare direttamente della nascente ondata di stimoli fiscali. Le mid cap tedesche rientrano in questa categoria e potranno beneficiare della spinta del governo entrante volta a incentivare gli investimenti nella reindustrializzazione, a ridurre le pratiche burocratiche e ad abbassare i costi energetici.

Avendo una maggiore correlazione con l'economia nazionale e una minore esposizione ai dazi, l'MDAX è la nostra esposizione preferita

Beta degli EPS risp. al PIL reale tedesco



Le valutazioni rimangono interessanti dopo il prolungato tracollo del settore manifatturiero in Germania

PE prospettico a 12 mesi di MDAX vs MSCI Europe



Fonte: Bloomberg, Refinitiv, MSIM. Al 17 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.

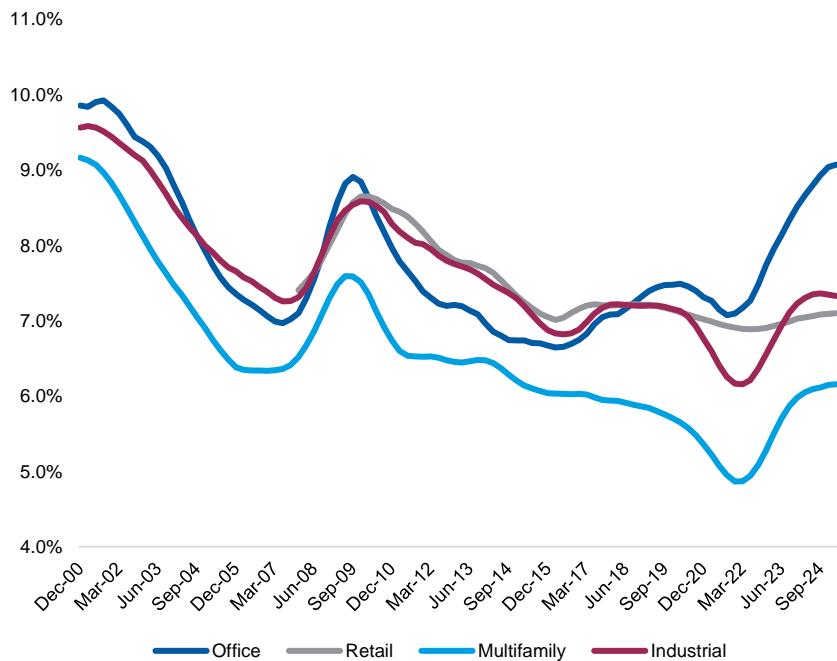
IDEE PRINCIPALI

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 e offrono un margine di sicurezza e un interessante punto di accesso ai fondamentali in miglioramento.

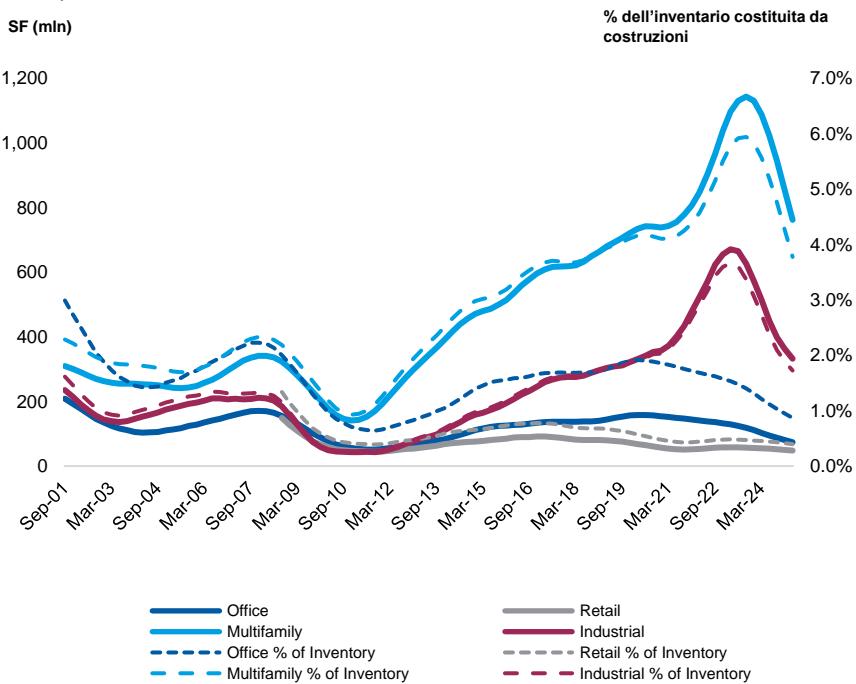
I cap rates USA si sono stabilizzati...

Cap rates del settore immobiliare (%)



...e il ritmo delle nuove costruzioni è calato

Metri quadri costruiti (mln, asse sinistro), come % dell'inventario (asse destro)



Fonte: CoStar (dic. 2000 - mar. 2025) ad 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.

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						
Credito						
Azionario						
Livello di rischio						
Alternativi						
Mercati privati						
Hedge Fund						
Materie prime						
Transizione						
Liquidità/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.

Allocazione attuale
 Variazione

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

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)		Negli Stati Uniti, con rendimenti a 10 anni attualmente pari a ~4,40%, passiamo a un posizionamento di duration neutrale. Considerato il rallentamento della crescita economica e i rischi di recessione, i Treasury a più lunga scadenza portano valore nei portafogli, sia direttamente che come copertura.
Obbligazioni indiziate all'inflazione		Con il calo dell'inflazione breakeven, riteniamo ci sia del valore in questo spazio, in particolare nelle sezioni più lunghe della curva, con un'inflazione 5y/5y che attualmente si attesta al 2,20%. Riteniamo che nel lungo periodo l'inflazione si stabilizzerà sopra il 2%.
Titoli di Stato dell'Eurozona		Manteniamo un posizionamento di duration neutrale in Europa poiché 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.
Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti		Per la maggior parte degli ultimi 15 anni, il debito dei mercati emergenti 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 l'indebolimento dell'USD il merito creditizio è generalmente migliorato. Pertanto manteniamo un posizionamento neutrale nell'EMD.
Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti		Il recente indebolimento dell'USD rende le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale un'opportunità interessante. Le oscillazioni dell'USD sono state brusche e violente, per cui esitiamo a consigliare un sovrappeso tattico oggi, qualora l'USD dovesse registrare una temporanea ripresa. Tuttavia, in una prospettiva a più lungo termine esprimiamo un giudizio positivo sulla classe di attivo.
Credito pubblico		
Obbligazioni municipali		Il rapporto tra emissioni municipali e Treasury si trova a livelli d'ingresso interessanti, che di solito offrono elevati rendimenti al netto delle imposte rispetto ai Treasury. Per i conti soggetti a imposizione fiscale, raccomandiamo di aumentare l'esposizione alle emissioni municipali.
Investment grade (IG)		I differenziali dell'IG si sono marginalmente allargati, ma considerando la quantità di rischi presenti, rimangono ristretti. 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)		Gli spread dell'HY si sono ampliati allontanandosi dai minimi storici, ma rimangono molto costosi e riteniamo inadeguata la convessità offerta da questa classe di attivo. Gli spread dell'HY UE e USA seguono una traiettoria eccezionalmente convergente.
Prestiti bancari		Gli spread dei prestiti bancari si sono allargati e abbiamo preso in considerazione la possibilità di passare a un sovrappeso. Tuttavia, continuamo a temere il contesto e i rischi di credito idiosincratici che potrebbero manifestarsi con la progressiva diffusione dei dati riguardanti l'effetto dei dazi. Non c'è il margine di sicurezza che vorremmo.

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

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 – Nell'azionario statunitense passiamo a un posizionamento neutrale poiché i dazi, più alti del previsto, hanno un duplice effetto negativo: a) un indebolimento della crescita economica e b) un aumento delle pressioni inflazionistiche. Fuori degli Stati Uniti gli effetti negativi riguardano soprattutto la domanda.
USA		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; 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, l'edilizia e le mid-cap tedesche.
Eurozona		Giappone – Manteniamo un posizionamento neutrale nell'azionario giapponese, tenuto conto che i tassi potrebbero aumentare ulteriormente e il JPY (yen) rivalutarsi maggiormente in termini di tasso di cambio reale effettivo (ancora estremamente basso). Manteniamo comunque il nostro ottimismo sulle riforme strutturali e sulle prospettive a più lungo termine del Giappone.
<i>Mercati emergenti</i>		Mercati Emergenti – Nei mercati emergenti passiamo a un posizionamento neutrale riducendo la nostra esposizione all'azionario cinese, per il quale i dazi su larga scala e le successive misure di ritorsione hanno nuovamente spostato l'ago della bilancia dei rischi verso il basso.
Stile		
Growth vs. Value		Non intendiamo assumere un'esposizione eccessiva alle Big Tech, ma la recente sottoperformance dovrebbe contribuire a mitigare il rischio di valutazione degli indici growth.
Quality		L'indebolimento delle prospettive di crescita ci spinge a continuare a preferire la qualità.
Large cap vs. Small cap		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.
Settori ciclici vs. settori difensivi		Attualmente la nostra esposizione ciclica si trova 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 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>Ci aspettiamo che, grazie all'aumento dell'attività di mercato, i flussi di cassa degli investitori risalgano e che i prezzi degli attivi offrano punti di ingresso convenienti. Ci aspettiamo una maggiore dispersione dei risultati in futuro, quando la creazione di valore sarà probabilmente associata a iniziative di crescita organica (che fanno un ricorso relativamente contenuto alla leva finanziaria), alla partecipazione ai progressi tecnologici, alla resilienza qualora l'inflazione dovesse sorprendere al rialzo e alla capacità di affrontare con successo il riaspetto del commercio globale. Continuiamo a privilegiare le strategie middle market, che fanno un minore affidamento sulla leva finanziaria, e siamo correttamente posizionati per realizzare iniziative di gestione patrimoniale in grado di favorire questa forma di crescita degli utili. Nel complesso, consideriamo l'universo del private equity un importante elemento di diversificazione rispetto all'azionario quotato, essendo generalmente meno esposto alle attività di importazione ed esportazione.</p>
Real asset privati	<p>L'immobiliare commerciale sta superando il muro delle scadenze del debito e dell'offerta elevata, con conseguente aumento del volume delle transazioni con valutazioni di ingresso più interessanti. La correzione delle valutazioni e la contrazione dei prestiti bancari hanno dato vita a interessanti opportunità per i finanziatori di immobili commerciali. Allo stesso tempo, i fondamentali sono positivi, in quanto la liquidità del debito migliora e l'offerta futura nei settori chiave è sensibilmente inferiore, creando un'interessante serie di opportunità anche per l'azionario del settore immobiliare commerciale, in particolare nei settori in crescita strutturale come l'immobiliare industriale, l'immobiliare residenziale e il net lease.</p> <p>Le infrastrutture private continuano a far parte delle opportunità di investimenti legate a mega trend quali digitalizzazione e produzione di energia. Questi temi convergono nel momento in cui i data services richiedono energia, e l'intelligenza artificiale generativa sta dimostrando che l'attuale mix energetico è insufficiente in termini di volumi, densità e affidabilità. Gli investitori privati stanno svolgendo un ruolo fondamentale nel rendere disponibili tali infrastrutture di supporto con prospettive di crescita interessanti. L'evidente cambio di direzione nelle politiche degli Stati Uniti, tra cui l'imposizione di dazi elevati, prevedibilmente destabilizzerà le filiere produttive. BESS (Battery Energy Storage Systems) è una società che sotto questo aspetto corre un rischio più elevato, poiché fa affidamento su materiali e capacità produttiva cinesi. È probabile che anche il settore fotovoltaico si trovi ad affrontare alcune difficoltà, anche se non così marcate, grazie alla maggiore capacità di produzione onshore. Ci si aspetta che il contesto metta sotto pressione gli sviluppatori con una capitalizzazione inadeguata. Riteniamo che il segmento delle infrastrutture europee sia un beneficiario netto di una minor dipendenza dagli Stati Uniti. Verrà posta ancora più enfasi sulla sicurezza energetica e sulla localizzazione dei dati di importanza critica che sono attualmente conservati negli Stati Uniti. Il recente annuncio della creazione di un fondo tedesco per le infrastrutture da EUR 500 miliardi è, a nostro avviso, la prima di una serie di iniziative volte a stimolare gli investimenti nelle sofferenti infrastrutture del continente.</p>
Private credit	<p>Nel segmento dei prestiti alle imprese, i casi di esonero da vincoli contrattuali e i pagamenti PIK (cioè in natura) sono aumentati perché la restituzione del debito è diventata più onerosa. Questo offre delle occasioni ai finanziatori opportunistici e orientati alle "special situations" che operano specificamente su opportunità che non rientrano nell'ambito dei mandati di prestito diretto.</p>
Investimenti alternativi liquidi	
Hedge fund	<p>L'attività di mercato da inizio anno ha visto lo stravolgimento di molti temi alfa fondamentali degli hedge fund, in particolare nei portafogli azionari long/short. Continuiamo a preferire i gestori di portafoglio di hedge fund specializzati che sono nella posizione migliore per analizzare e rispondere ai potenziali impatti di una miriade di fattori, 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>
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 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 composta 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.

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 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 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 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 i valori 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, D02 NY19, Irlanda.

Nelle giurisdizioni esterne all'UE, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, 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'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 Limited 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 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 4435861 Exp 5/31/2026

43274 | 4/3/2025