

Morgan Stanley

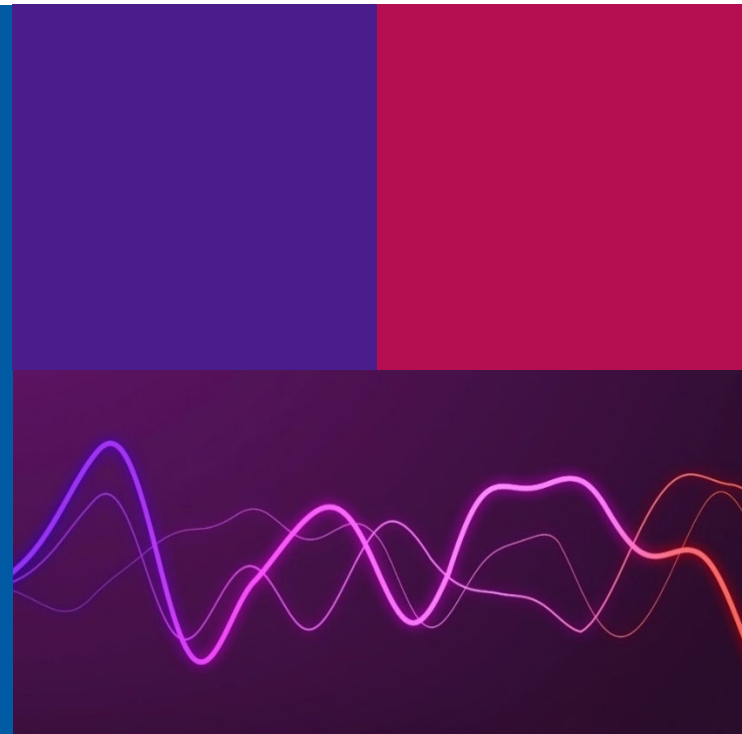
INVESTMENT MANAGEMENT

# The BEAT

**Bonds | Equities | Alternatives | Transition**

Guida mensile ai mercati globali e all'asset allocation

Novembre 2025



## VIEW PRINCIPALI: TIRANDO LE SOMME

## Guardare oltre l'indebolimento

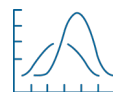
Con l'avvicinarsi della fine dell'anno, è probabile che si manifesti una fase di indebolimento, seguita da un rapido recupero con compensazione nel 1° trimestre 2026. La paralisi delle attività del governo statunitense, le tensioni sui dazi, la volatilità dei mercati creditizi e il peggioramento dei dati potrebbero causare turbolenze nel 4° trimestre. Detto questo, non conviene trarre conclusioni troppo in là nel futuro. Di fatto, il 2026 si prospetta migliore. La crescita è destinata ad accelerare, sulla spinta degli investimenti societari, degli sgravi fiscali per le persone fisiche e dei trend di produttività del lavoro determinati dall'intelligenza artificiale. A nostro avviso, i segmenti di mercato che investono nella tecnologia beneficeranno di una maggiore efficienza, di un aumento della produttività e di valutazioni più elevate.

**Rischio di credito: idiosincratico, non sistemico**

I rischi di credito richiamano alla memoria gli episodi passati che hanno coinvolto le banche regionali e che il mercato continua a ricordare. Questi rischi ci paiono idiosincratici perché i collateral sono ben distribuiti e non presentano una leva uniforme. Un controllo più rigoroso e criteri più stringenti nella valutazione del rischio di credito accrescono la percezione del rischio, ma è improbabile che interrompano il ciclo positivo per il rischio.

**L'indebolimento del 4° trimestre sarà compensato nel 1° trimestre 2026**

Guardare oltre le turbolenze del 4° trimestre è corretto: dobbiamo solo superare questa fase di indebolimento. Lo stimolo fornito ai consumi dai rimborsi fiscali è pari a circa USD 160-190 miliardi. Anche gli investimenti delle imprese riconducibili agli sgravi fiscali favoriscono la crescita, mantenendo integre le forze sul versante dell'offerta. Sebbene permangano alcune incertezze, la direzione favorevole alla crescita sembra chiara.

**Tassi: la Fed sta commettendo un errore sul fronte delle politiche? No!**

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

**Una possibile Trinità: forza lavoro, inflazione e produttività**

La forza lavoro è disponibile a un prezzo ragionevole e questo corrobora le maggiori aspettative di crescita per il 2026. È il lato positivo dell'indebolimento del mercato del lavoro: una minore pressione inflazionistica grazie alla stabilità dei salari. Tutto ciò, unitamente agli investimenti aziendali, dovrebbe favorire una maggiore produttività. Tutti e tre questi sviluppi sono possibili nel 2026 e sosterranno un aumento delle valutazioni degli attivi.

Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Da non intendersi quale raccomandazione o ricerca di investimento.

VIEW PRINCIPALI: POSIZIONAMENTO

## principali giudizi attivi

- 1** O/W azionario statunitense: crescita resiliente, con sviluppi favorevoli in arrivo
- 2** Confermata la preferenza per le large cap statunitensi a scapito delle small e mid cap
- 3** Europa: neutrale, ma O/W nelle banche e nei beneficiari della spesa pubblica tedesca
- 4** Duration: U/W negli Stati Uniti, con un bias verso l'irripidimento della curva dei rendimenti
- 5** Preferenza per il credito high yield rispetto all'investment grade
- 6** Carry su valute: posizionamento nell'high yield UE con copertura in dollari statunitensi
- 7** Gli MBS/RMBS non emessi da agenzia rimangono il nostro principale O/W obbligazionario

Nota: O/W significa sovrappeso e U/W significa sottopeso. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

## VIEW PRINCIPALI: POSIZIONAMENTO

## Quadro di riferimento per gli investimenti nei mercati dei capitali

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

● **Allocazione attuale**  
 ◀ **Variazione**

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

- Sottopeso  
 + Sovrappeso

= Neutrale

## Punti in Focus:

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

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

## VIEW PRINCIPALI: POSIZIONAMENTO

## Obbligazionario globale

## LA NOSTRA VIEW

## OBBLIGAZIONARIO

## Obbligazioni

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

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

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

## Punti in Focus:

- 1 Gli MBS\*/ABS sono il nostro O/W obbligazionario a più alta convinzione.
- 2 Mantenere un U/W nell'IG a causa della insoddisfacente asimmetria del rischio rispetto agli spread.
- 3 Mantenere un O/W nei Treasury indicizzati all'inflazione (TIPS) poiché non è da escludere un aumento dell'inflazione nel 2026.
- 4 Per quanto riguarda i titoli di Stato europei, siamo O/W nei titoli periferici e U/W in quelli core.
- 5 O/W nei prestiti bancari, considerato il carry elevato e il solido contesto di crescita.

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

## VIEW PRINCIPALI: POSIZIONAMENTO

## Azionario globale

## LA NOSTRA VIEW

## AZIONARIO

## Regione

USA

Eurozona

Giappone

Mercati Emergenti (ME)

## Stile

Growth vs. Value

Quality

Large cap vs. small cap

Titoli ciclici vs. difensivi a confronto:

--

-

=

+

++



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

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

- Sottopeso  
 + Sovrappeso

= Neutrale

## Punti in Focus:

1

Mantenere un O/W negli Stati Uniti alla luce dei trend di crescita positivi. Mantenere un O/W nei beneficiari delle politiche industriali statunitensi

2

Esposizione mirata in Europa; neutrale nel complesso ma O/W nelle banche e O/W nei beneficiari della spesa pubblica tedesca.

3

Preferenza per le large cap statunitensi rispetto alle small/mid cap; esposizione mirata alle mid cap in Germania.

4

Sovrappeso nei titoli ciclici statunitensi ed europei, strutturalmente esposti a fattori favorevoli alla crescita per via della spinta fornita dalle politiche monetarie.

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

## VIEW PRINCIPALI: PRINCIPALI TEMI DI PORTAFOGLIO

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

Fonte: MSIM. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

## VIEW PRINCIPALI: MACRO

# La crescita si dimostra resiliente nonostante le aspettative di forti venti contrari dovuti ai dazi

Smentendo le aspettative di un rallentamento della crescita dovuto ai dazi, le stime riguardanti il PIL del 2° semestre 2025 continuano a essere riviste al rialzo e sia la spesa al consumo che quella per gli investimenti tendono a essere più vigorose del previsto.

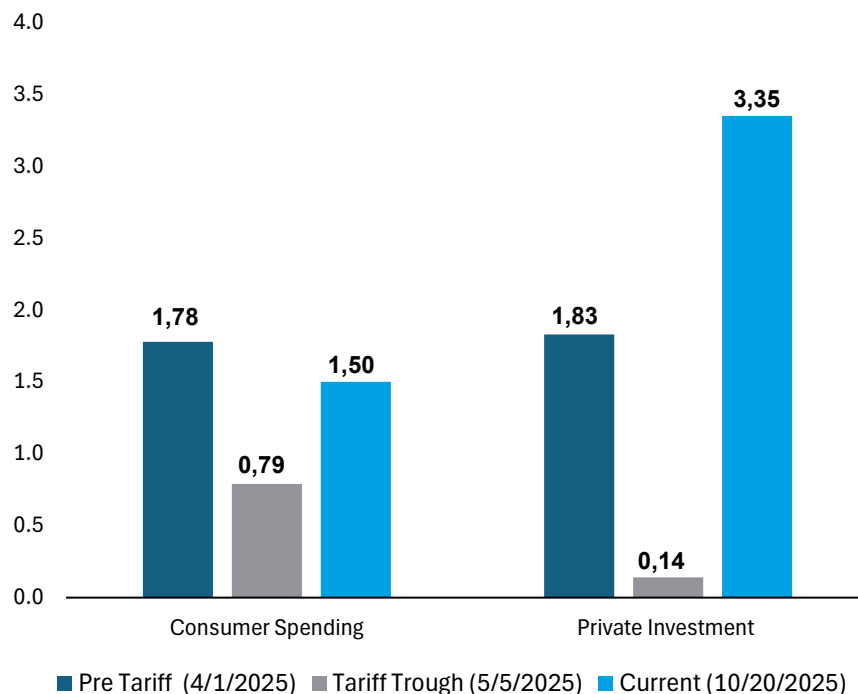
**Nel 3° trimestre 2025 il temuto rallentamento non si è concretizzato...**

Previsioni sul PIL del 3T25 negli Stati Uniti, tasso annuo destagionalizzato (SAAR), % su base trimestrale



**... e sia i consumi che gli investimenti sono stati superiori alle attese**

Spesa al consumo e investimenti per il 3T25, SAAR, % su base trimestrale



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 20 ottobre 2025. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**



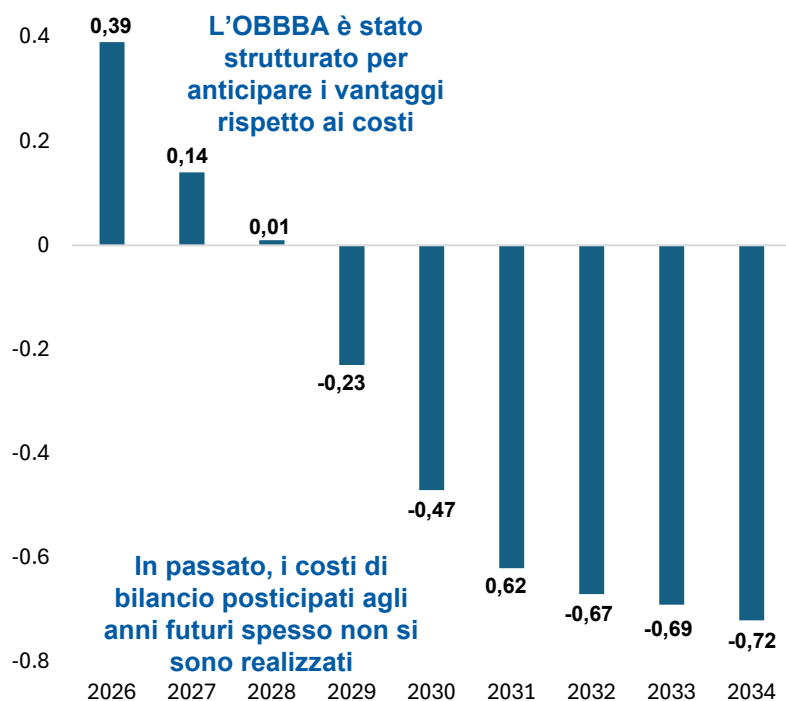
## VIEW PRINCIPALI: MACRO

# Il 2026 si apre all'insegna di politiche monetarie e fiscali favorevoli

Il 2026 si apre all'insegna di un mix favorevole di politiche, frutto di un allentamento monetario e fiscale che crea un quadro positivo alla crescita del PIL.

**Gli effetti negativi del One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) sono stati anticipati, generando un impatto positivo netto sul bilancio per il 2026**

*OBBBA. Effetto stimato delle politiche di bilancio (% PIL)*



**Con il taglio dei tassi da parte della Fed, le condizioni finanziarie costituiscono un'ulteriore dinamica favorevole per l'inizio del 2026**  
*Condizioni finanziarie definite dalla Fed statunitense, retrospettiva mensile a un anno*



Fonte: MS Research, Congressional Budget Office (CBO), Bloomberg, MSIM. Al 15 luglio 2025. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

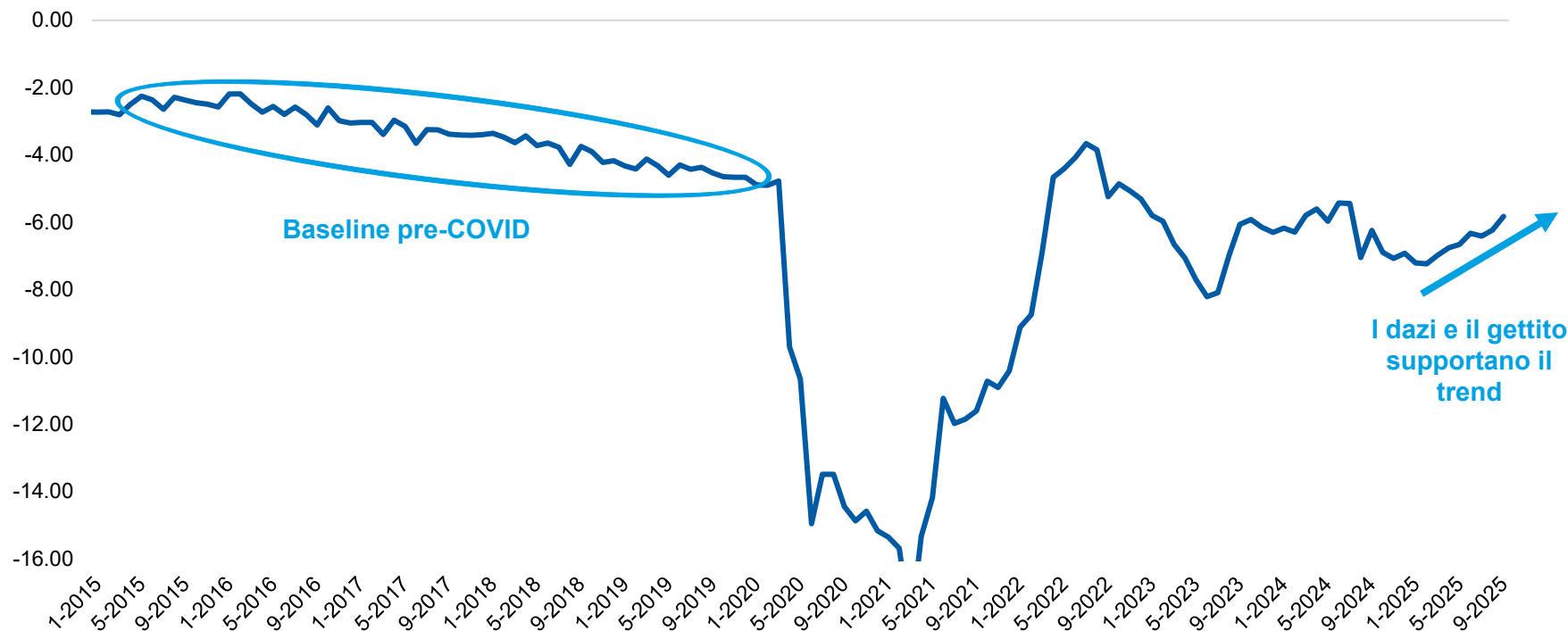
## VIEW PRINCIPALI: MACRO

# I tagli alla spesa federale e l'aumento del gettito contribuiscono a ridurre il deficit

A gennaio, il Congressional Budget Office si aspettava che il disavanzo federale per il 2025 toccasse 1.900 miliardi di dollari. Al contrario, è stato leggermente migliore del previsto a 1.770 miliardi di dollari, pari al 5,9% del PIL, grazie anche al gettito generato dai dazi.

## Disavanzo di bilancio federale: determinato prevalentemente dal gettito

Disavanzo di bilancio federale secondo il Tesoro statunitense come % del PIL nominale



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 23 ottobre 2025. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

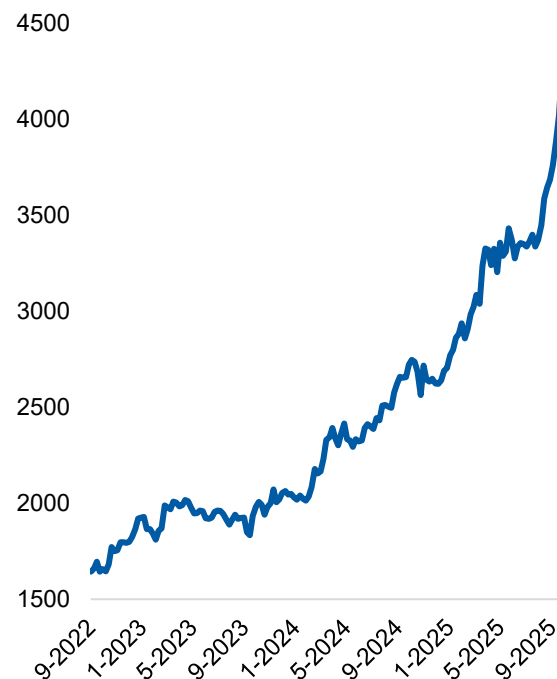
## VIEW PRINCIPALI: MACRO

# Azionario, oro e criptovalute possono tutti beneficiare dei timori che aleggiano attorno all'USD

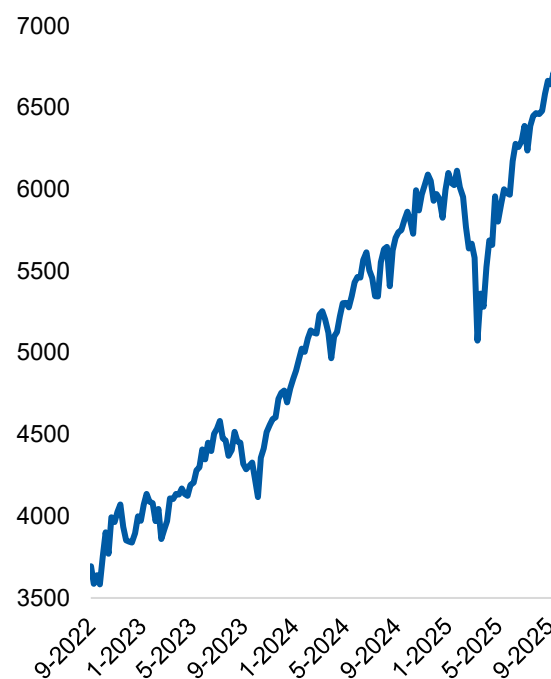
L'insostenibilità della traiettoria del debito statunitense non è una novità, ma di recente ha attirato sempre più attenzione perchè è cresciuta la consapevolezza che la svalutazione sarà una probabile componente della soluzione definitiva. Ciò sostiene la domanda di attivi che offrono protezione.

**Oro, azioni e criptovalute hanno tutti registrato solide performance: il comun denominatore è il desiderio di protezione dall'inflazione a lungo termine**

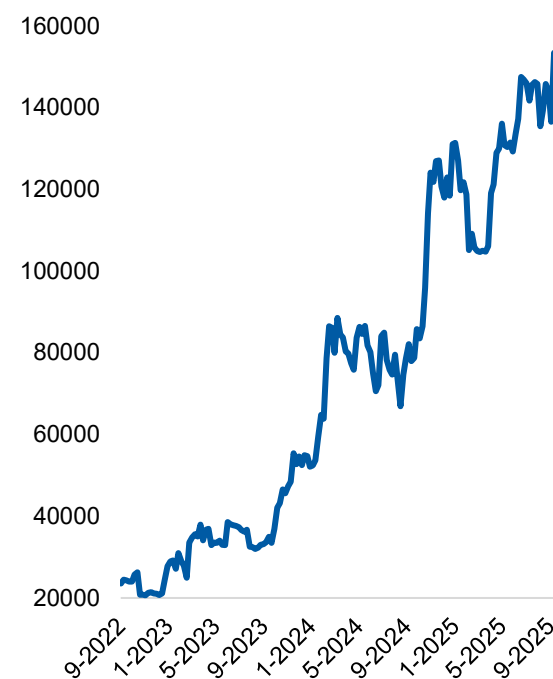
Tasso di cambio spot dell'oro: XAUUSD



S&P 500



Indice Bloomberg Bitcoin



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 23 ottobre 2025. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

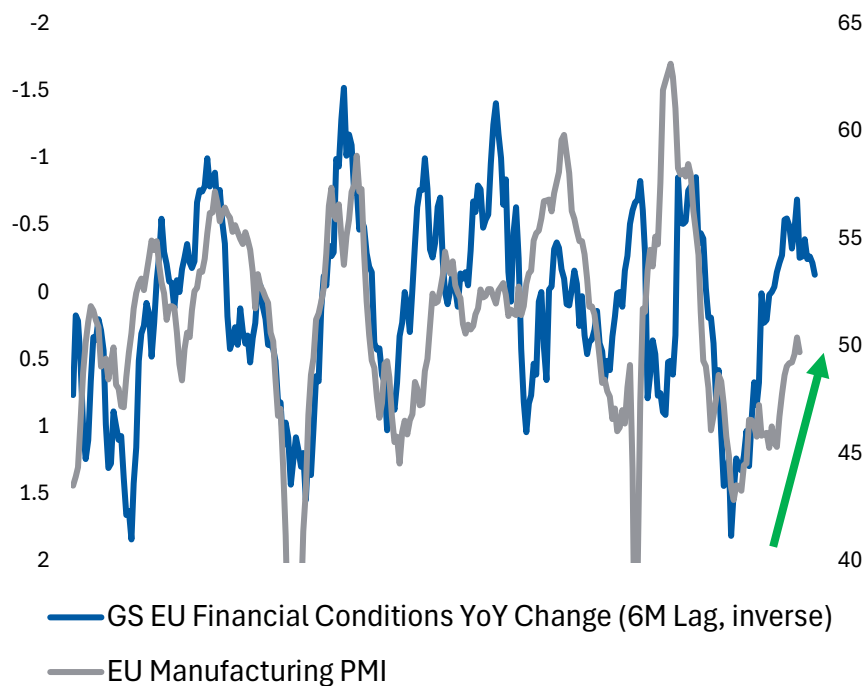
## VIEW PRINCIPALI: MACRO

# Il settore manifatturiero europeo si conferma sulla buona strada per una ripresa nel 2026

I deludenti dati del settore manifatturiero, diffusi di recente, evidenziano la debolezza subentrata dopo l'anticipo degli ordini dovuto all'incertezza generata dai dazi. Consideriamo questo come un effetto temporaneo che non dovrebbe compromettere una ripresa sostenuta dall'allentamento monetario e dall'impulso fiscale in accelerazione nel 2026.

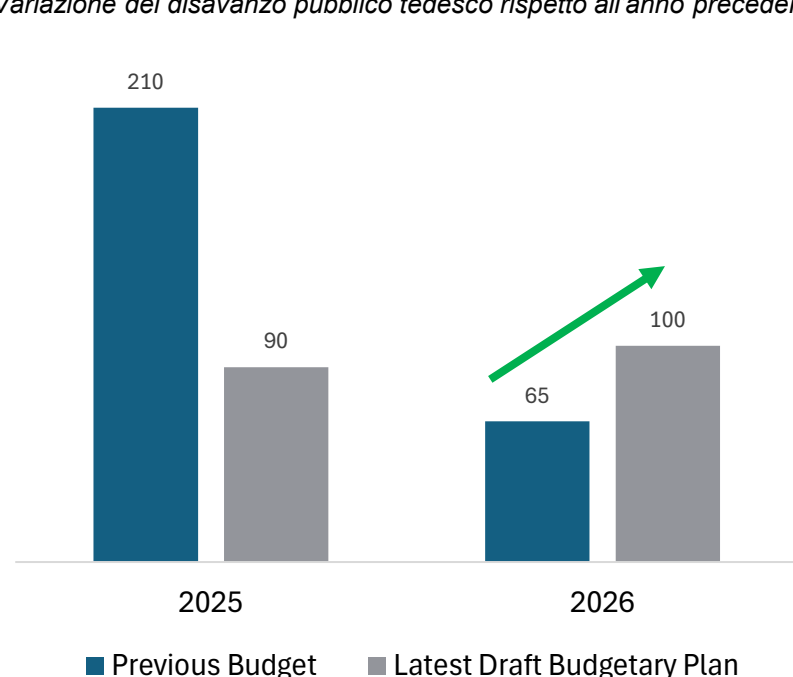
## I tagli dei tassi continuano a sostenere una ripresa ciclica

Indice PMI dell'Eurozona vs. variazione delle condizioni finanziarie



## L'ultima legge di bilancio tedesca posticipa le misure di stimolo al 2026

Variazione del disavanzo pubblico tedesco rispetto all'anno precedente



Fonte: Bloomberg, Goldman Sachs, Ministero delle Finanze tedesco, MSIM. Al 23 ottobre 2025. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

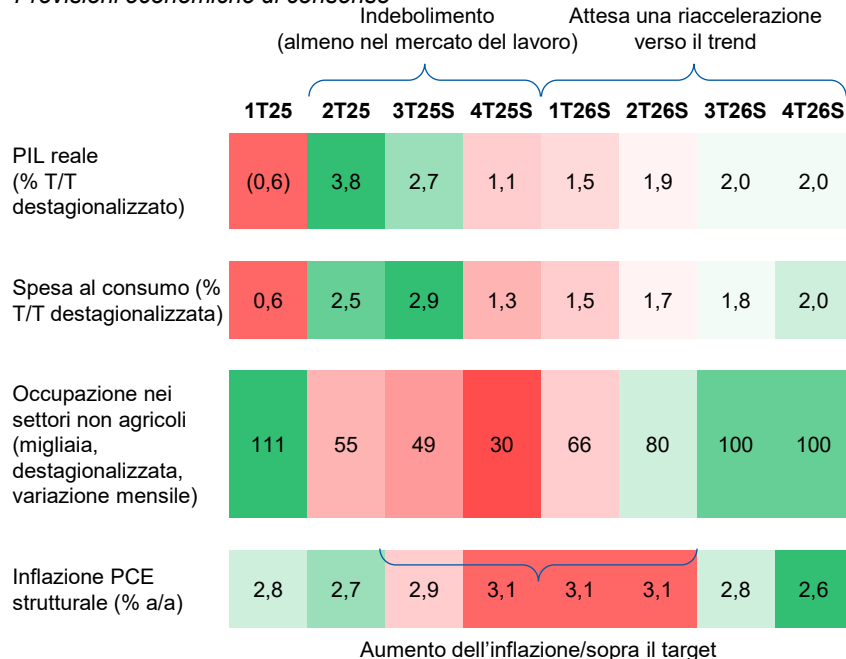
## VIEW PRINCIPALI: OBBLIGAZIONI

# U/W di duration poiché i tagli dei tassi nel 2026 sono improbabili e la crescita accelera

La Fed ha definito i tagli del 2025 come “precauzionali” contro l’indebolimento del mercato del lavoro. Tuttavia, ulteriori tagli nel 2026 sembrano meno probabili, poiché la crescita torna a riallinearsi al trend e il mercato del lavoro si rafforza.

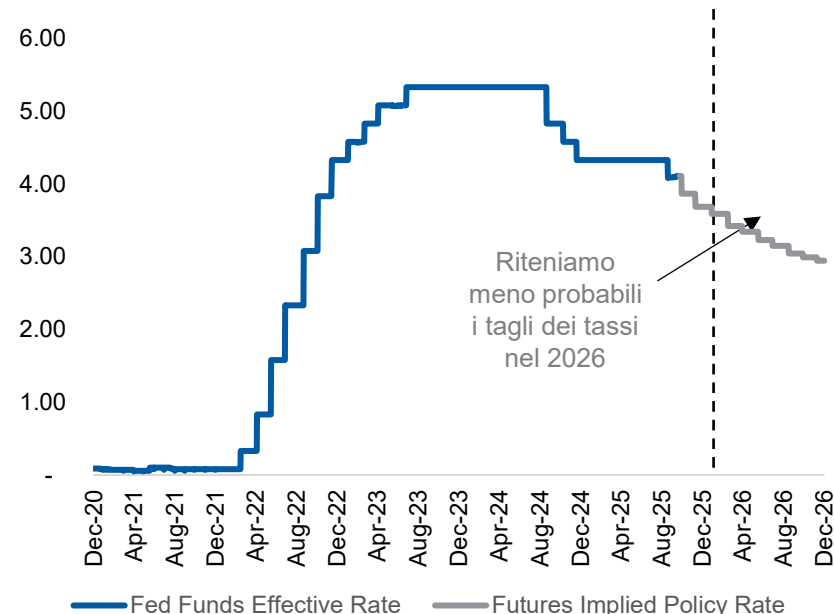
**Powell, il presidente della Fed, ha definito i tagli dei tassi precauzionali per via dell’indebolimento del mercato del lavoro, ma secondo il consenso riaccelererà**

*Previsioni economiche di consenso*



**I tagli dei tassi scontati dal mercato per il 2026 potrebbero rivelarsi eccessivi se la crescita dovesse accelerare, allentando i rischi percepiti per il mercato del lavoro**

*Tasso di riferimento statunitense, tasso di riferimento scontato dal mercato*



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 24 ottobre 2025. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

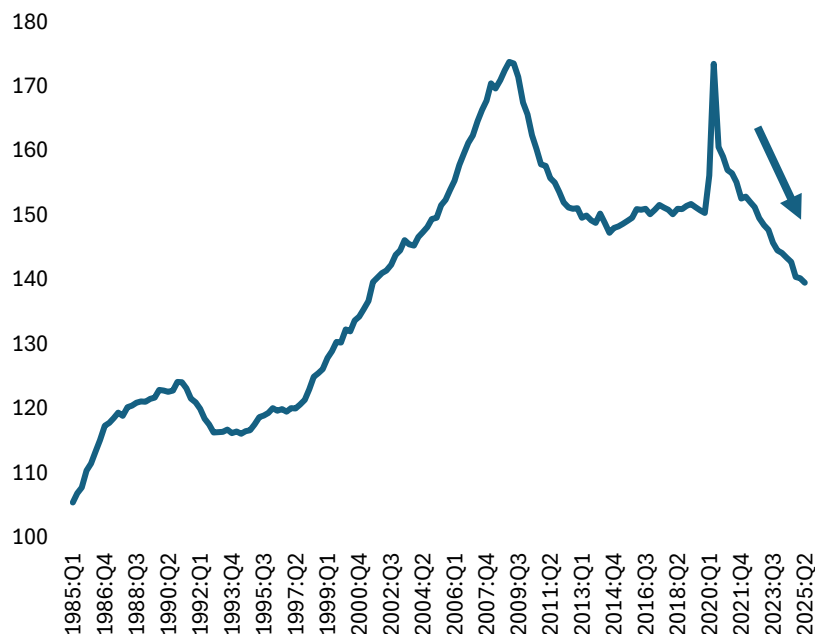
## VIEW PRINCIPALI: OBBLIGAZIONI

# Mercati del credito statunitensi: Fondamenti creditizi ancora solidi

La riduzione e la gestibilità dell'indebitamento delle famiglie sono alla base della stabilità, mentre la morosità resta inferiore alle medie di lungo termine.

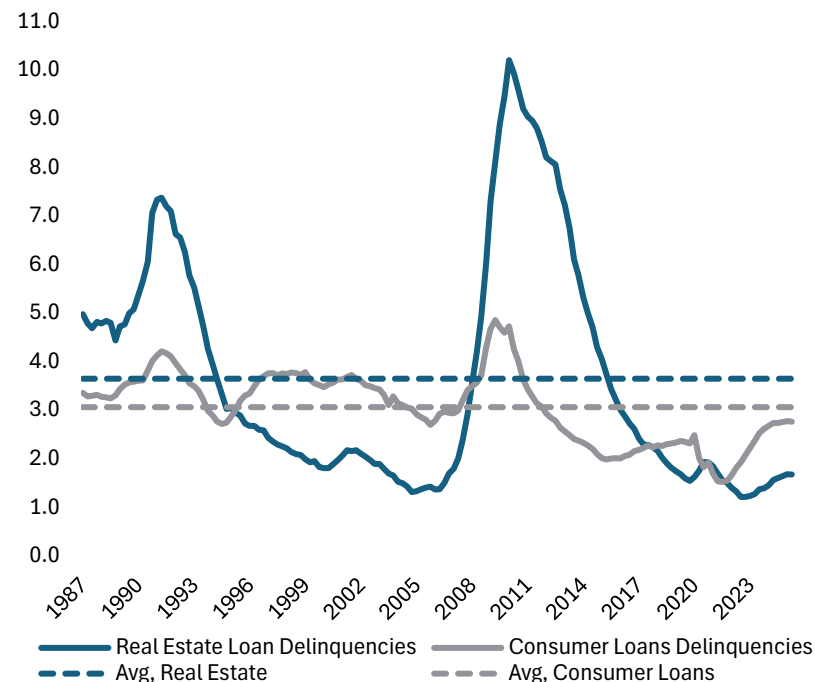
## Le famiglie hanno continuato una riduzione strutturale dell'indebitamento

*Indebitamento delle famiglie e delle imprese non finanziarie statunitensi come % del PIL nominale*



## La morosità resta contenuta rispetto al passato

*Morosità sui prestiti immobiliari e al consumo*



Fonte: Eaton Vance, al 31 agosto 2025. Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

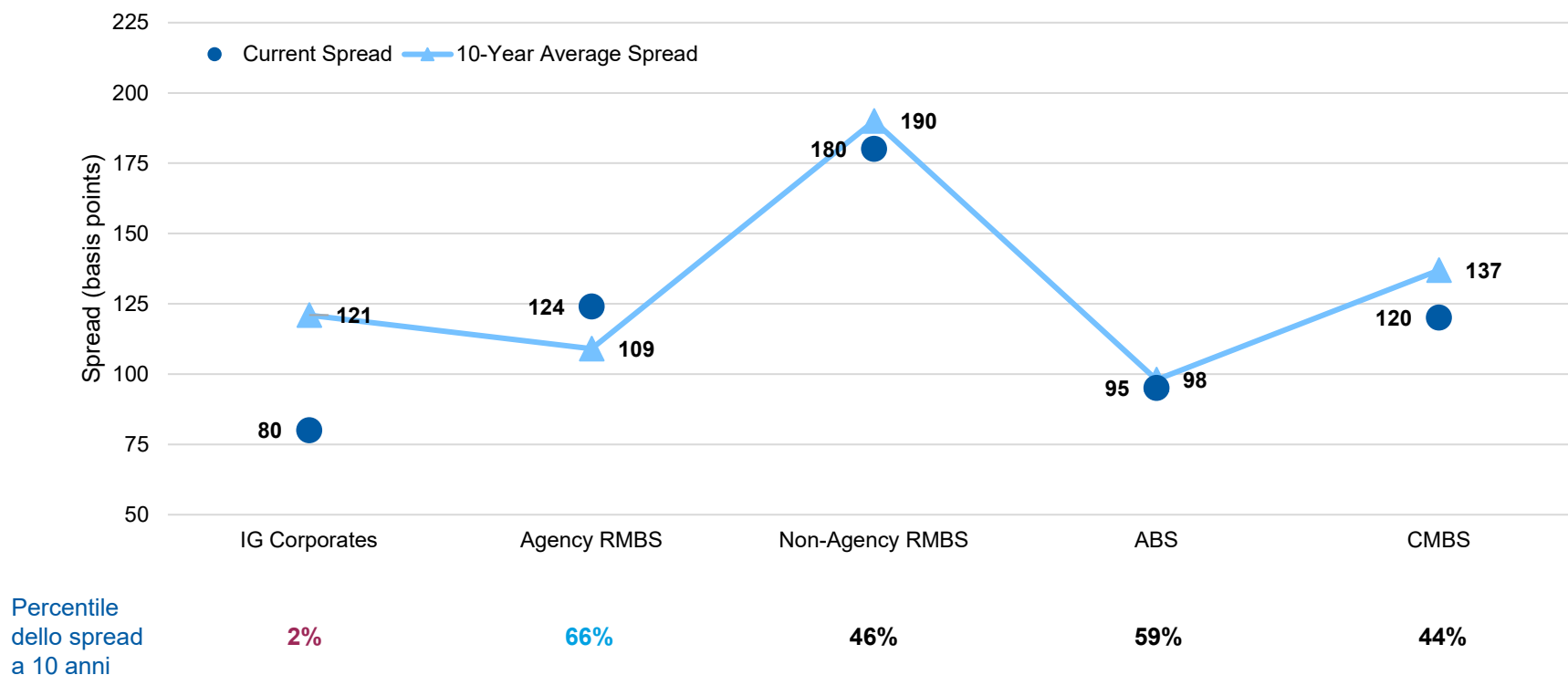
## VIEW PRINCIPALI: OBBLIGAZIONI

## Una tesi in favore dei titoli garantiti da ipoteche e degli attivi cartolarizzati

I mercati dei titoli cartolarizzati scambiano a spread più ampi rispetto ad altri settori IG, come le obbligazioni societarie IG.

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

*Al 31 ottobre 2025*



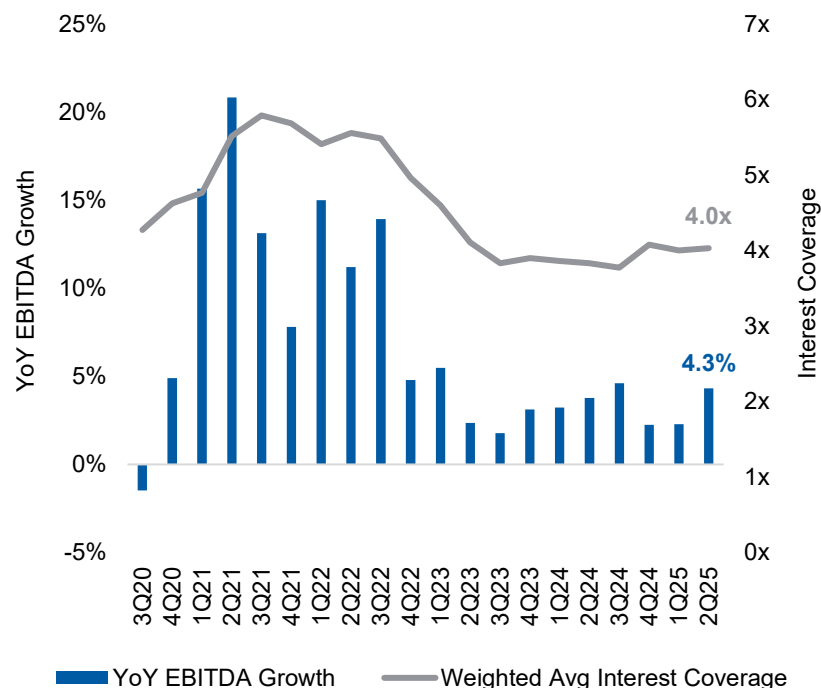
Fonte: Eaton Vance, al 31 ottobre 2025. Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

## VIEW PRINCIPALI: OBBLIGAZIONI

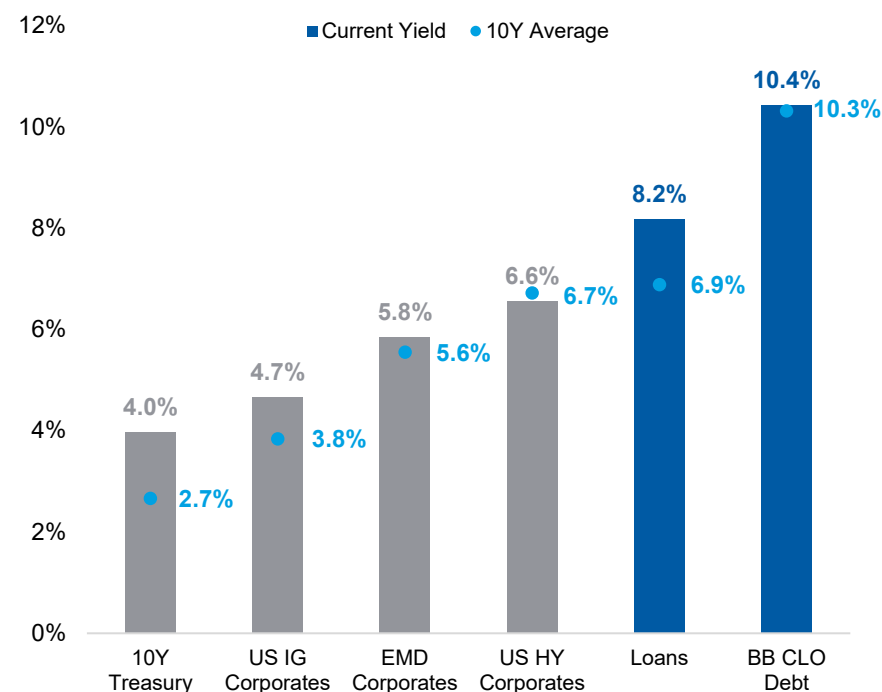
# I prestiti a tasso variabile continuano a mostrarsi resilienti

Con la Fed che taglia i tassi d'interesse, i fondamentali continuano a migliorare mentre l'asset class offre rendimenti dell'8% circa

## Crescita degli utili e migliore copertura degli interessi



## Rendimenti attuali rispetto alla media a 10 anni



Fonte: MSIM, PitchBook LCD, ICE Data Indices LLC, J.P. Morgan. Al 28 ottobre 2025. "EBITDA" sta per Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (utili prima di interessi, imposte e ammortamenti). 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. Obbligazioni societarie dei mercati emergenti rappresentate dall'indice J.P. Morgan Corp. EM Bond Index (CEMBI) Broad Diversified. 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.

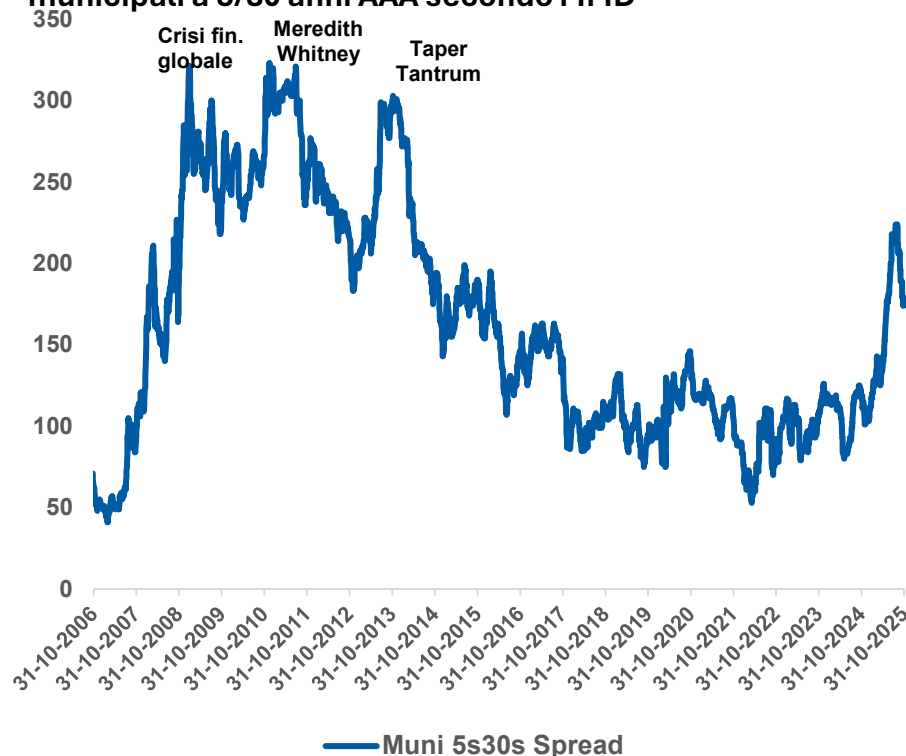


## VIEW PRINCIPALI: OBBLIGAZIONI

# Obbligazioni municipali: ripidità e convenienza

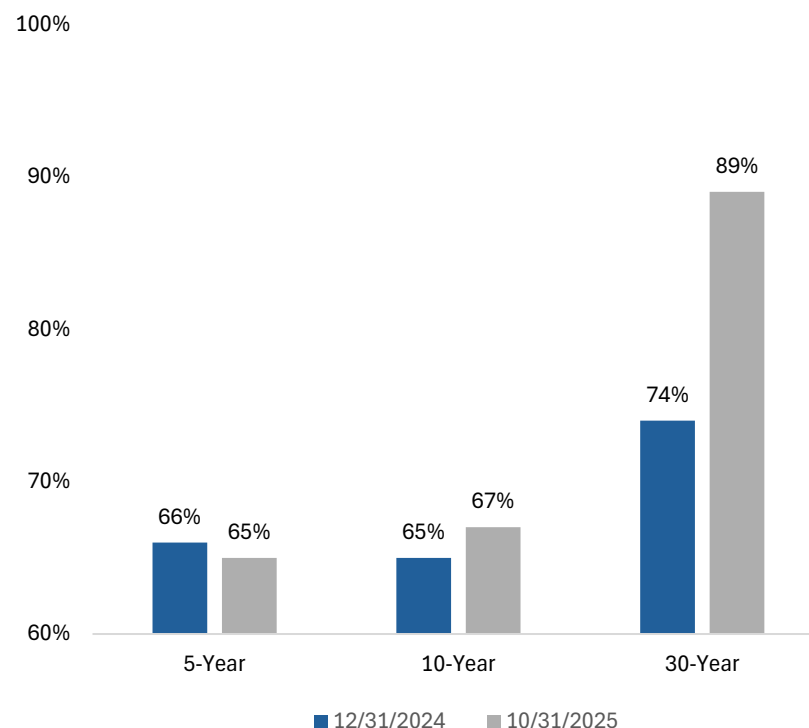
Nonostante il recente vigore esibito dal mercato, la curva rimane ripida e, a nostro avviso, le emissioni municipali a maggiore duration sono convenienti in queste prime battute del mese di novembre

## Curva dei rendimenti delle emissioni municipali a 5/30 anni AAA secondo MMD



## Spread emissioni municipali/Treasury

Spread emissioni municipali/Treasury al 31/12/24 e 31/10/2025



Fonte: Bloomberg. Al 31 ottobre 2025. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

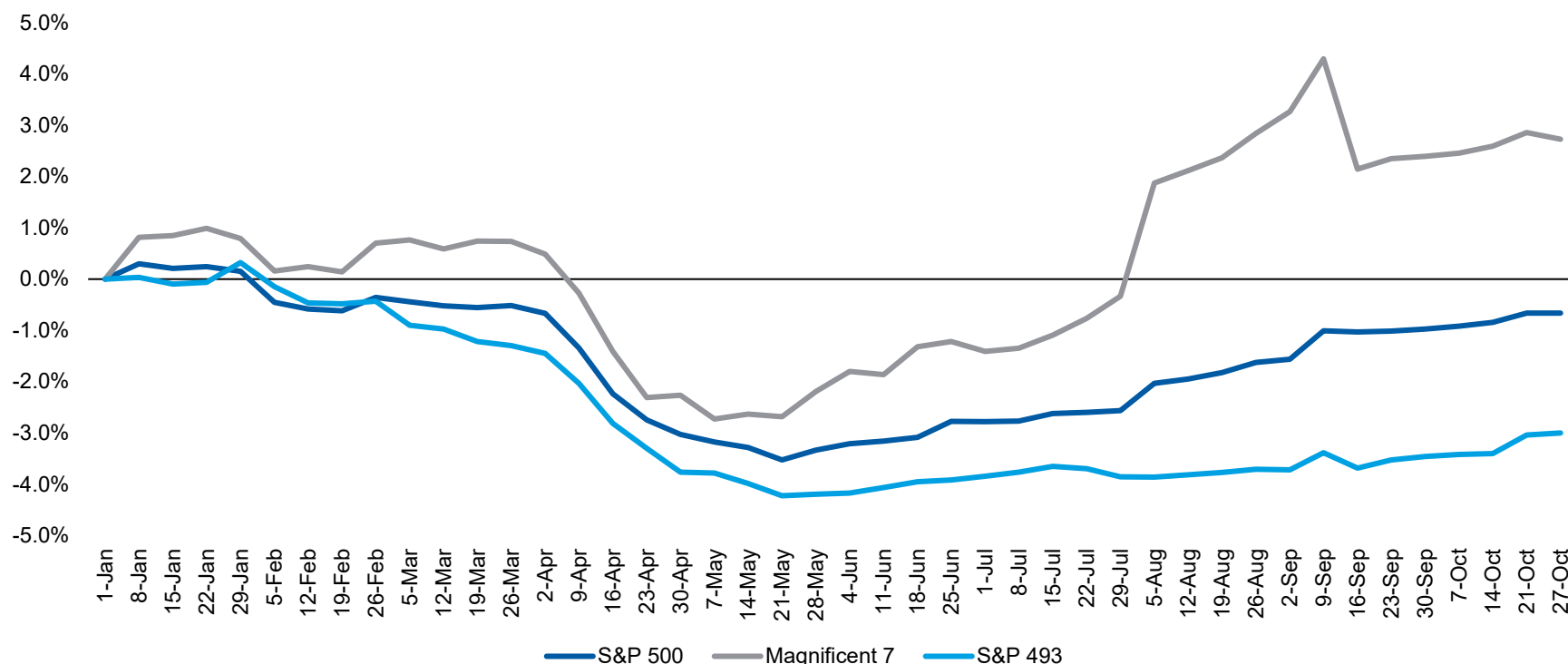
## VIEW PRINCIPALI: AZIONARIO

# Le Magnifiche 7 continuano a determinare revisioni al rialzo degli utili negli Stati Uniti.

Le Magnifiche 7\* sono la fonte principale delle revisioni al rialzo degli utili negli Stati Uniti. Le aspettative per l'S&P 493 (cioè Mag-7 escluse) non hanno ancora manifestato alcuna ripresa dopo i declassamenti di aprile.

**Da maggio 2025, le Mag-7 hanno determinato revisioni positive degli utili negli Stati Uniti, mentre l'S&P 493 è ancora in fase di stallo**

*Evoluzione da inizio anno delle revisioni degli utili per azione per il 2026 secondo il consenso*



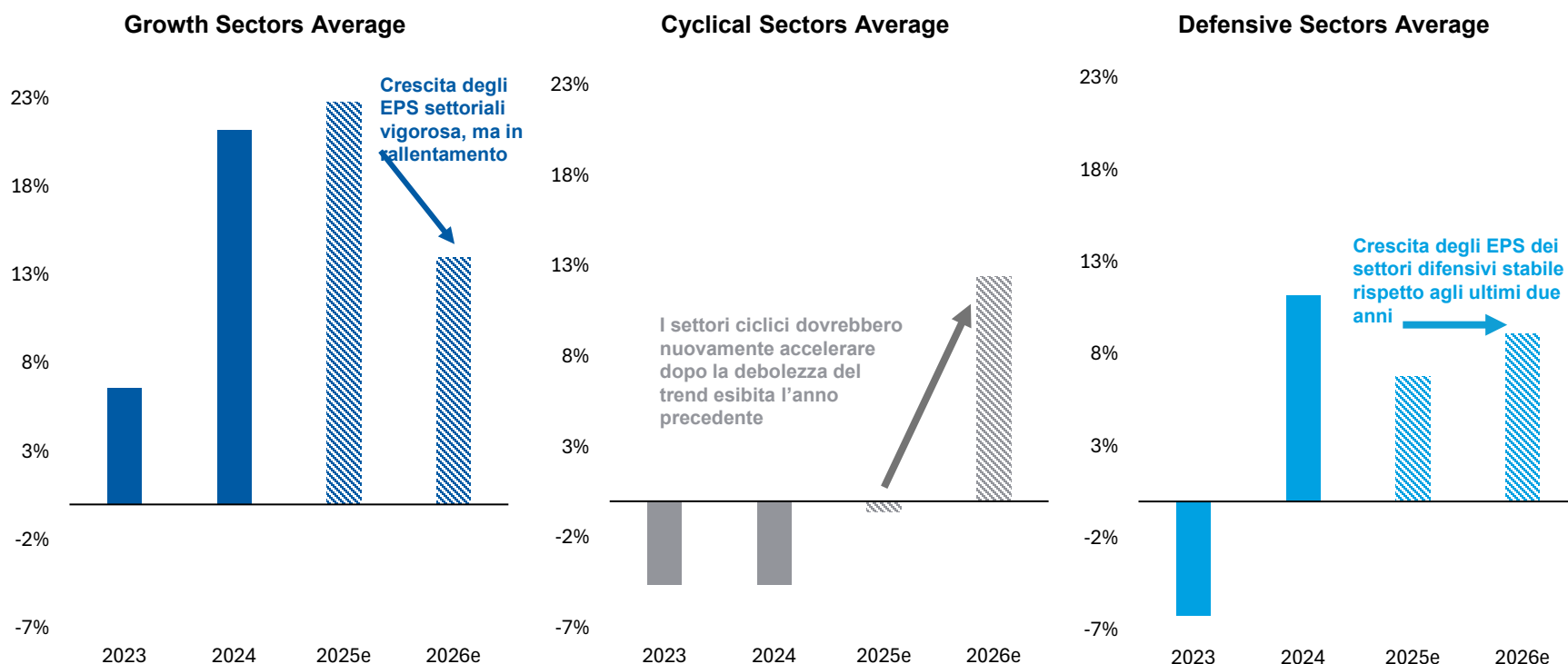
Fonte: Bloomberg. Al 27 ottobre 2025. \*Le Magnifiche 7 (Mag-7) sono Amazon, Apple, Google, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla. Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

## VIEW PRINCIPALI: AZIONARIO

# Gli utili per azione dovranno essere il principale fattore di crescita al rialzo: inquadrare le aspettative per il 2026

I settori tecnologici e quelli correlati registrano una crescita robusta che tuttavia sta rallentando; i settori ciclici invece dovrebbero accelerare rispetto a un trend debole.

Tassi di crescita degli utili per azione settoriali statunitensi, stime di consenso per il 2025/2026



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 24 ottobre 2025. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

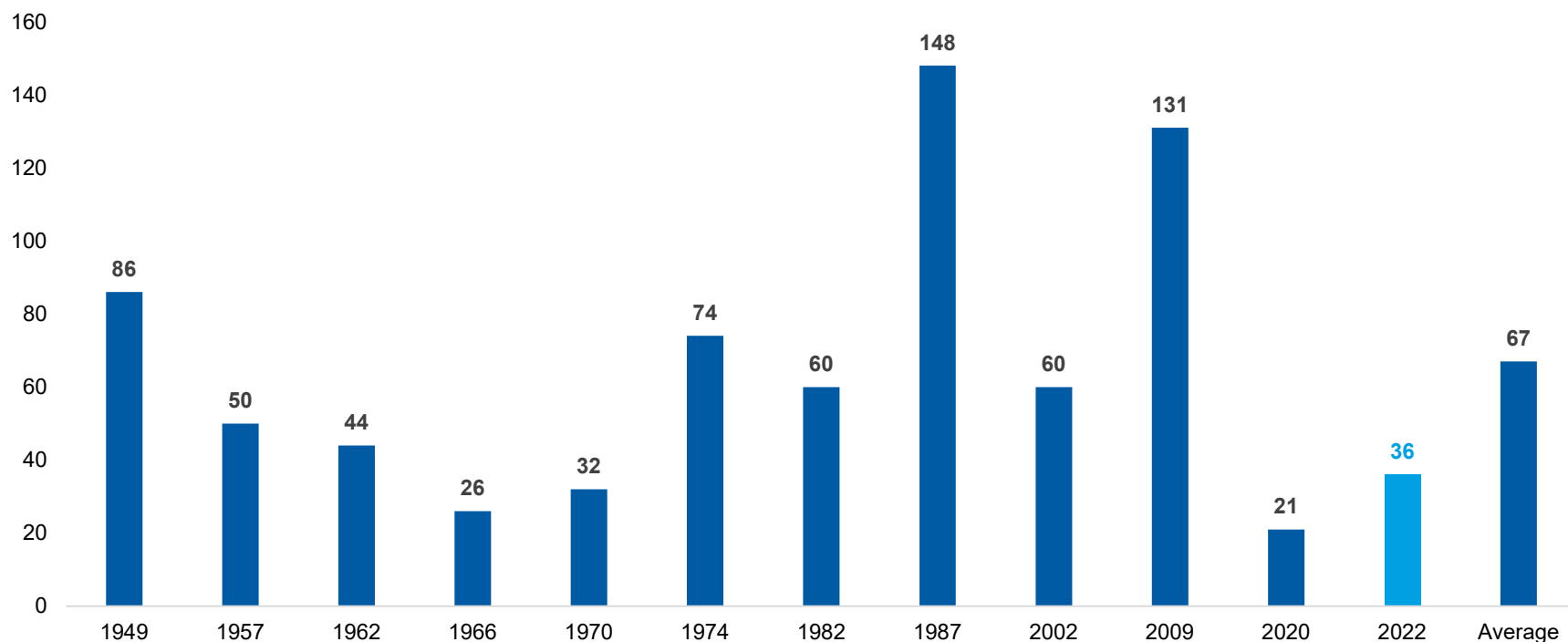
## VIEW PRINCIPALI: AZIONARIO

# L'attuale fase rialzista è ancora alle battute iniziali rispetto ai cicli precedenti

L'attuale fase rialzista è durata finora 36 mesi, ben al di sotto della media di 67 mesi delle fasi rialziste del passato.

**Il bull market attuale è ancora relativamente giovane se confrontato con i precedenti**

*Durata della fase rialzista attuale e di quelle precedenti (in mesi)*



Fonte: Carson, MSIM. Al 27 ottobre 2025. Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

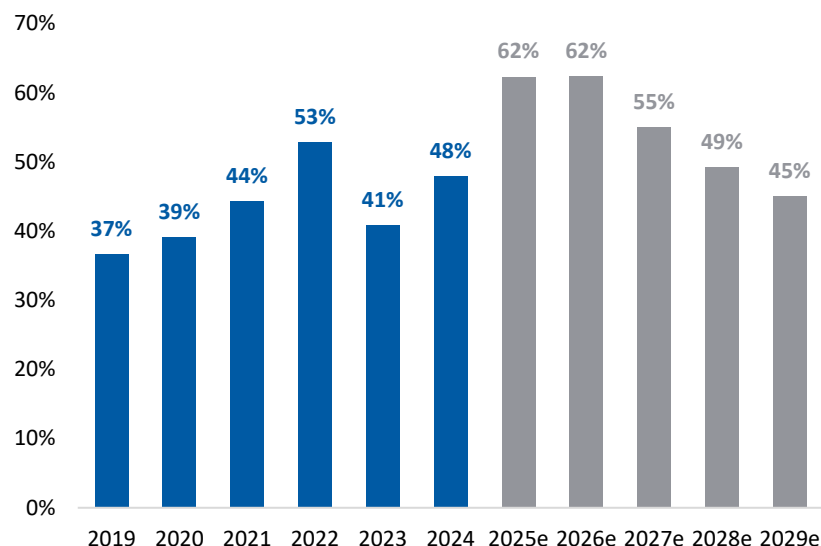
## VIEW PRINCIPALI: AZIONARIO

# Il modo in cui vengono finanziati gli investimenti in IA costituisce un elemento distintivo rispetto alla bolla delle dot-com

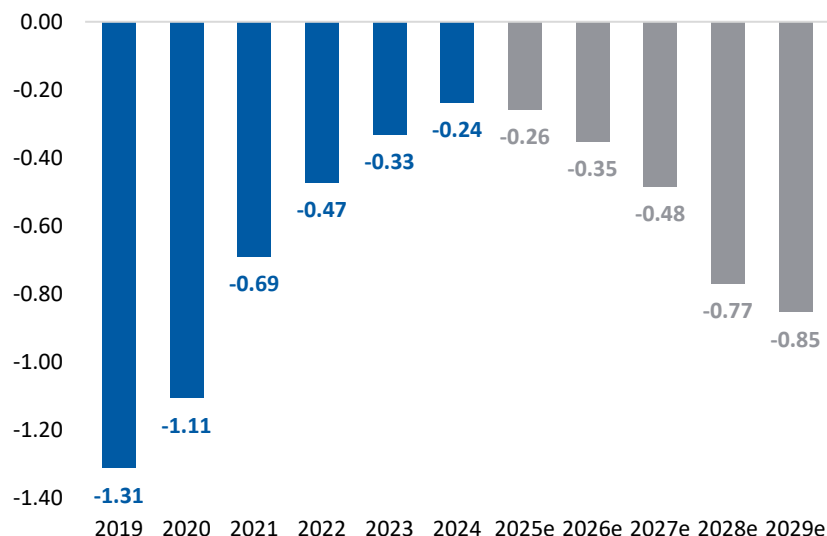
Gli investimenti nell'IA sono stati autofinanziati... cosa spinge queste società a riconsiderare la portata degli investimenti?

“Quattro grandi spendaccioni”: Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft

Capex\* come % del flusso di cassa operativo



Indebitamento netto/EBITDA (x)



**Le massicce dimensioni di capex alla base dello sviluppo dell'IA sono state finanziate mediante free cash flow (non tramite debito o emissioni azionarie) e non dipendono da investimenti esterni.**

Fonte: FactSet. Al 31 agosto 2025. \*Spesa in conto capitale. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

## VIEW PRINCIPALI: INVESTIMENTI ALTERNATIVI

## Recenti timori sul private credit: Asset Lending

Le vicende di First Brands, Tricolor e Flex Shopper sono segnali di un rischio sistemico?

- Definiamo il private credit in due categorie generali: Cashflow Lending e Asset Lending.
- In quanto asset allocator, riteniamo che i rischi siano legati al credito e ai processi d'investimento.
- Le vicende che hanno interessato First Brands, Tricolor e/o Flex non sono indicative, a nostro avviso, di problemi sistemici in tutto il private credit:
  - In un'ottica di private credit, le perdite accusate da questi titoli non sono riconducibili al rischio di credito.
  - I processi d'investimento sono stati influenzati principalmente dalle frodi e non riteniamo che le frodi siano sistemiche.
  - I processi d'investimento per l'Asset Lending non si riversano sul Cashflow Lending/Direct Lending.
- Tuttavia, le discipline di prestito che si sono indebolite quando vigevano condizioni più favorevoli potrebbero essere a rischio in presenza di condizioni più restrittive.

**Sotto quali aspetti gli investitori di private credit in First Brands, Tricolor e Flex sono stati colpiti**

		Cashflow Lending	Asset Lending
Processo d'investimento Rischi	Rischi o di credito	Performance	Performance
		Seniority	Validità del collaterale
		Documentazione per il prestito	Proprietà del collaterale
		Monitoraggio	Strutturazione
			Servizio
			Monitoraggio

■ First Brands   ■ Tricolor   ■ Flex Shopper

Fonte: Pitchbook. Al 30 giugno 2025. Solo a fini illustrativi. Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

## VIEW PRINCIPALI: INVESTIMENTI ALTERNATIVI

## Recenti timori sul private credit: Cashflow Lending

In che modo gli asset allocator dovrebbero reagire ai crescenti segnali di stress del credito nel Direct Lending?

- Gli interessi pagati in natura (PIK) sono una caratteristica del prestito in cui gli interessi non vengono pagati in liquidità, ma vengono aggiunti al saldo del capitale.
- Le condizioni di sottoscrizione dei prestiti possono consentire ai debitori di passare dal pagamento degli interessi in liquidità a quello PIK, se si trovano in difficoltà.
- I livelli degli interessi PIK nei portafogli di Direct Lending sono andati aumentando e attualmente si aggirano intorno a livelli record.
- Riteniamo che i dati di mercato mostrino agli asset allocator un modo chiaro di muoversi in questa situazione:
  - 1) Tra i finanziatori di maggiori dimensioni la percentuale del portafoglio costituita da PIK è tendenzialmente superiore
  - 2) Tra i finanziatori che privilegiano prestiti first lien garantiti senior la percentuale del portafoglio costituita da PIK è tendenzialmente inferiore

## Interessi PIK per le 15 maggiori BDC quotate\*

BDC	Prestiti PIK (%)	AUM (USD mld)	% first lien
Prospect	34%	6,90	70%
Barings BDC	21%	1,08	71%
Blackstone	20%	12,83	98%
FS KKR	19%	14,12	59%
Goldman Sachs	18%	3,39	96%
Golub	15%	8,62	92%
Ares	13%	27,13	59%
Oaktree	13%	2,89	81%
Bain	12%	2,47	84%
Capital Southwest	11%	1,79	90%
Morgan Stanley	9%	3,79	96%
Midcap Financial	9%	3,19	99%
New Mountain	9%	3,03	65%
Sixth Street	8%	3,41	92%
Blue Owl	7%	29,46	89%
<b>Media</b>	<b>15%</b>	<b>8,27</b>	<b>83%</b>

Fonte: Pitchbook. Al 30 giugno 2025. La percentuale di prestiti PIK è data dal valore in dollari dei prestiti in PIK diviso per il valore totale in dollari del portafoglio. \*Business Development Company Solo a fini illustrativi Non è una raccomandazione ad acquistare o vendere alcun titolo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio alla data di redazione/di questa presentazione e possono variare in qualsiasi momento, a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura, e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

VIEW PRINCIPALI: COMMENTO SUL POSIZIONAMENTO

Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

ASSET ALLOCATION	COMMENTO
Obbligazioni	
Duration	<b>DURATION (U/W):</b> Con il calo dei rendimenti dei Treasury decennali sotto il 4%, manteniamo un U/W di duration. Continuiamo a ritenere che i tagli dei tassi da parte della Fed scontati dal mercato per il 2026 siano eccessivamente ottimistici visti gli sviluppi favorevoli alla crescita in arrivo nel 2026. Ci aspettiamo altri 2-3 tagli da parte della Fed (rispetto ai 5 attesi dal mercato), in quanto a nostro avviso la crescita più vigorosa e la persistenza dell'inflazione alla fine limiteranno ulteriori riduzioni dei tassi e manterranno quelli a lunga scadenza elevati.
Credito	<b>CREDITO (U/W):</b> Con gli spread vicini ai minimi storici, continuiamo a ritenere sfavorevole l'asimmetria rischio/rendimento del credito societario. Manteniamo un'esposizione selettiva al credito a maggior rendimento (MBS, prestiti bancari).
Azionario	
Livello di rischio	<b>AZIONARIO (posizionamento neutro):</b> Continuiamo a ritenere bilanciato il rischio azionario globale e nutriamo un crescente ottimismo con l'avvicinarsi del 2026 poiché i dati sulla crescita continuano a mostrare resilienza in un contesto caratterizzato dall'aspettativa diffusa di un peggioramento indotto dai dazi. A livello geografico, manteniamo il sovrappeso negli Stati Uniti, dove osserviamo un sostegno strutturale all'azionario sotto forma di politiche di bilancio, politiche monetarie e aumento della produttività riconducibile all'adozione dell'IA.
Alternativi	
Materie prime	<b>MATERIE PRIME (posizionamento neutro):</b> Manteniamo un posizionamento neutrale nei mercati delle materie prime energetiche poiché la possibilità di un aumento dei rischi geopolitici è bilanciata da un'elevata capacità inutilizzata in alcuni mercati, come quello del greggio, che in assenza di interruzioni fisiche delle forniture limita tale aumento. Nel contesto attuale, continuiamo a considerare i metalli preziosi come un segmento che potrebbe beneficiare di dinamiche strutturali favorevoli.

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



VIEW PRINCIPALI: COMMENTO SUL POSIZIONAMENTO

Obbligazionario globale: Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

OBLIGAZIONARIO	COMMENTO
Obbligazioni	
Treasury USA (UST)	<b>UST (U/W):</b> la discesa dei rendimenti dei Treasury decennali sotto il 4% implica che i tassi sono probabilmente troppo bassi rispetto alle prospettive economiche degli Stati Uniti, dove il rafforzamento delle dinamiche positive corrobora la tesi di una riaccelerazione nel 2026. La combinazione tra una crescita più forte e un'inflazione persistente spingerà probabilmente la Fed a operare un minor numero di tagli rispetto a quelli attualmente scontati per i prossimi 12-18 mesi.
Obbligazioni indicizzate all'inflazione	<b>Obbligazioni indicizzate all'inflazione (O/W):</b> continuiamo a ravvisare valore in questo segmento, in particolare nelle sezioni più lunghe della curva, specialmente se l'inflazione dovesse rimanere persistente o riaccelerare nel 2026.
Titoli di Stato dell'Eurozona	<b>Titoli di Stato dell'Eurozona (U/W):</b> sebbene l'inflazione stia calando, avvicinandosi al livello target, riteniamo che i rendimenti a lungo termine dell'Eurozona possano continuare a salire, in quanto la spesa pubblica tedesca spinge l'irridimento delle curve dei rendimenti. All'interno dell'Eurozona, manteniamo la posizione O/W in Spagna e Portogallo sulla base di dinamiche di crescita e debito favorevoli.
Titoli di Stato in valuta forte dei mercati emergenti	<b>Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti (O/W):</b> malgrado gli spread siano vicini ai minimi storici, manteniamo un sovrappeso nel debito emergente. Le prospettive di insolvenza appaiono inferiori a quelle del credito societario, mentre gli spread corretti per la qualità rimangono più elevati.
Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti	<b>Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti (posizionamento neutrale):</b> i Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti continuano a registrare performance positive in USD, ma non sono stati eccezionali in altre valute, come l'euro. Ciò conferma la nostra tesi secondo cui i tassi e le valute dei mercati emergenti sono correttamente valutati, ma un giudizio sulla valuta di base potrebbe avere un impatto maggiore sui rendimenti a breve termine.
Credito pubblico	
Emissioni municipali	<b>Emissioni municipali (neutrale):</b> dopo la compressione di settembre, i rapporti tra emissioni municipali e Treasury sono rimasti stabili. Continuiamo ad apprezzare questa classe di attivo per gli investitori soggetti a imposizione fiscale, ma ai livelli attuali manteniamo un orientamento neutrale.
Investment grade (IG)	<b>Investment Grade (U/W):</b> Con gli spread vicini ai minimi storici, l'IG presenta una convessità insoddisfacente nel contesto attuale.
MBS/ABS	<b>Titoli garantiti da ipoteca/Titoli garantiti da collaterale (O/W):</b> i titoli garantiti da collaterale restano il nostro sovrappeso obbligazionario a maggiore convinzione. Il rendimento per le diverse classi di qualità del credito rimane interessante e l'asset class continua a beneficiare di fattori strutturali favorevoli.
High yield (HY)	<b>High Yield (posizionamento neutrale):</b> nell'HY rimaniamo U/W negli Stati Uniti e O/W in Europa. Sia in termini assoluti che al netto delle rettifiche per tenere conto dei differenziali di rating, l'HY europeo continua a offrire spread più interessanti rispetto a quello statunitense. Ci aspettiamo che l'aumento dei rendimenti (dovuto al carry valutario) e la riduzione delle insolvenze determineranno una sovraperformance dell'high yield europeo.
Prestiti bancari	<b>Prestiti bancari (O/W):</b> poiché le prospettive di crescita economica per il 2026 si presentano solide, riteniamo che sia conveniente detenere prestiti bancari visto l'elevato carry associato alla classe di attivo. Inoltre, riteniamo che i prestiti siano destinati a beneficiare di una correzione nella porzione breve della curva, che a nostro avviso sta scontando un taglio dei tassi troppo aggressivo in base a queste prospettive.

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

VIEW PRINCIPALI: COMMENTO SUL POSIZIONAMENTO

Azionario globale: Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

AZIONARIO	COMMENTO
Regione	
USA	<b>Stati Uniti (O/W):</b> Confermiamo l'O/W nell'azionario statunitense poiché la crescita economica continua a sorprendere al rialzo nonostante le diffuse aspettative di un indebolimento causato dai dazi. Oltre alla nostra esposizione core agli Stati Uniti, rimaniamo O/W in alcune società industriali ed edili selezionate, visti gli sforzi coordinati in tutte le politiche commerciali, di bilancio e di deregolamentazione volte a sostenere la produzione industriale statunitense.
Eurozona	<b>Europa (posizionamento neutrale):</b> Confermiamo il giudizio positivo sui trend strutturali europei, ma le revisioni degli utili a livello di indice continuano a sottoperformare rispetto ad altre regioni. Pertanto, optiamo per un approccio più mirato per definire la nostra esposizione e manteniamo l'O/W nelle mid cap tedesche.
Giappone	<b>Giappone (posizionamento neutrale):</b> le prospettive a breve termine del Giappone sono migliorate grazie al calo dei timori generati dai dazi statunitensi, mentre l'incertezza dello scenario politico si è risolta con la nascita della nuova coalizione LDP-JIP guidata da Takaichi. Manteniamo un posizionamento neutrale, in quanto l'ottimismo generato dal previsto aumento della spesa pubblica appare già ampiamente scontato. Preferiamo un approccio selettivo per evitare settori strutturalmente problematici.
Mercati emergenti	<b>Mercati emergenti (posizionamento neutrale):</b> i mercati emergenti sono sostenuti dalla resilienza della crescita globale, dalla debolezza del dollaro, da un'inflazione moderata e dalla svolta della Fed verso un ciclo di tagli. In Cina, i premi al rischio azionario rimangono stabili e l'attenzione si sta spostando verso i negoziati commerciali tra Washington e Pechino, nonostante la recente volatilità indotta dalle divergenze sulle terre rare. La filiera tecnologica asiatica continua a beneficiare del tema globale dell'IA. L'India, invece, ha affrontato una battuta d'arresto della crescita interna, problemi correlati all'intelligenza artificiale e tensioni con gli Stati Uniti.
Stile	
Growth vs. Value	<b>Growth vs. Value (posizionamento neutrale):</b> 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 view generalmente neutrale sull'azionario consiglia un comportamento neutrale sullo stile Growth rispetto a quello Value.
Quality	<b>Quality (O/W):</b> manteniamo la nostra preferenza per lo stile Quality considerato che quello Growth ha rallentato nel 2025 rispetto agli ultimi tre anni.
Large cap vs. small cap	<b>Large Cap (O/W):</b> confermiamo il sovrappeso nel segmento delle large cap statunitensi che continua a registrare revisioni degli utili più consistenti rispetto al segmento delle small e mid cap (SMID). In Europa, confermiamo l'esposizione alle società mid cap tedesche sulla base di fattori strutturali favorevoli legati ai pacchetti di stimoli varati dal governo.
Settori ciclici vs. settori difensivi	<b>Ciclici (O/W):</b> Attualmente la nostra esposizione ciclica negli Stati Uniti e in Europa si basa soprattutto su fattori di crescita strutturali, derivanti da iniziative politiche.

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

## Portfolio Solutions Group

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

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



**JIM CARON**

*Chief Investment Officer  
Managing Director*



**GREG  
WATERMAN**

*Executive Director*



**EDWARD  
RIGUARDI**

*Executive Director*



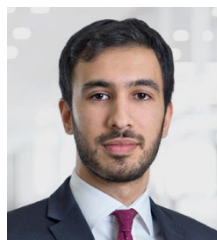
**ERIC ZHANG**

*Executive Director*



**SCHUYLER  
HOOPER**

*Executive Director*



**UMAR MALIK**

*Vice President*



**CHRIS CHIA**

*Vice President*



**SACHIN  
RAGHAVAN**

*Associate*



**SILVIA MARE**

*Analista*

# Asset Allocation Committee

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

**MARK BAVOSO**

*Senior Portfolio Manager, Global Multi-Asset Team*

**JUSTIN BOURGETTE, CFA**

*Portfolio Manager*

*Head of Investment Strategy for the High Yield Team*

**CRAIG BRANDON, CFA**

*Portfolio Manager*

*Co-Head of the Municipals Team*

**JIM CARON**

*Chief Investment Officer, Portfolio Solutions Group*

**AARON DUNN, CFA**

*Portfolio Manager*

*Co-Head of the Value Equity Team*

**GREG FINCK**

*Portfolio Manager*

*Co-Head of the Mortgage and Securitized Team*

**BRAD GODFREY, CFA**

*Co-Head of the Emerging Markets Team*

**KATIE HERR**

*Head of Fixed Income Product Strategy*

**LAUREN HOCHFELDER**

*Co-Chief Executive Officer of MSREI*

*Head of MSREI Americas*

**JITANIA KANDHARI**

*Deputy CIO, Solutions & Multi Asset Group;*

*Head of Macro & Thematic Research,*

*Emerging Markets; Portfolio Manager*

**VISHAL KHANDUJA, CFA**

*Portfolio Manager*

*Co-Head of the Broad Markets Fixed Income Team*

**KYLE LEE, CFA**

*Portfolio Manager*

*Co-Head of the Emerging Markets Team*

**SCOTT R. NORBY**

*Private Credit and Equity*

**NISHA PATEL, CFA**

*Senior Portfolio Manager*

*Head of Fixed Income SMA Management, Parametric*

**CHRISTOPHER REMINGTON**

*Institutional Portfolio Manager*

*Head of Fixed Income Product & Portfolio Strategy*

**ANDREW SLIMMON**

*Senior Portfolio Manager*

*Head of Applied Equity Advisors*

**ANDREW SZCZUROWSKI, CFA**

*Portfolio Manager*

*Co-Head of the Mortgage and Securitized Team*

**STEVEN TURNER, CFA**

*Head of Investment Selection,*

*Portfolio Solutions Group*

**MARK VAN DER ZWAN, CFA**

*Chief Investment Officer and Head of the AIP Hedge*

*Fund Team*

# Definizioni degli indici

L'indice **Bloomberg Bitcoin** misura la performance in USD di un singolo bitcoin, utilizzando il prezzo controllato del DAR, calcolato come media ponderata nel tempo, e viene scontato in USD.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'indice **ICE BofA European Union Government Bond** replica la performance del debito sovrano emesso sul mercato pubblico da paesi membri dell'Unione europea.

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

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

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

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

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

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

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

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

L'indice **MDAX** è costituito da società tedesche quotate alla Borsa di Francoforte. Comprende le 50 azioni Prime Standard che si collocano appena al di sotto delle società incluse nell'indice DAX.

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

L'indice **MSCI EMU Index (European Economic and Monetary Union)** raggruppa titoli rappresentativi di società mid e large cap di 10 paesi sviluppati dell'Unione economica e monetaria europea. L'indice è composto da 229 società e copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante dell'EMU.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## INFORMAZIONI AGGIUNTIVE

## Definizioni degli indici, glossario e informazioni sui rischi

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

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

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

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

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

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

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

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

L'**Indice Russell 2500** è un indice non gestito costituito da circa 2.500 titoli azionari statunitensi small e mid cap.

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

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

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

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

L'**Indice STOXX Europe 600** è un indice a componente fissa che fornisce una rappresentazione ampia ma liquida delle società large, mid e small cap in Europa.

**Indici ICE BofA:** gli indici ICE® BofA® non sono destinati alla ridistribuzione o ad altre finalità, vengono forniti "così come sono", senza garanzie e senza alcuna assunzione di responsabilità. Eaton Vance ha preparato il presente rapporto e CE Data Indices, LLC non lo avalla né garantisce, né è in grado di garantire, valutare o avallare i prodotti Eaton Vance. BofA® è un marchio commerciale usato su licenza di Bank of America Corporation negli Stati Uniti e in altri paesi.

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

**Indici J.P. Morgan:** le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma J.P. Morgan non ne garantisce la completezza né l'accuratezza. L'indice viene utilizzato con l'autorizzazione. L'indice non può essere copiato, utilizzato o distribuito senza la previa autorizzazione scritta di J.P. Morgan. Copyright 2019, J.P. Morgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

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

Salvo diversa indicazione, i rendimenti dell'indice non tengono conto, secondo il caso, di eventuali oneri di vendita, commissioni, spese, o imposte né della leva finanziaria. Non è possibile investire direttamente in un indice. Dati forniti ai scopi puramente informativi. La performance passata non è garanzia di risultati futuri. Per importanti informazioni aggiuntive si rimanda alla fine della relazione.

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

## Glossario

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

## Informazioni sui rischi

**Prestiti bancari** – Non vi è alcuna garanzia che la liquidazione della garanzia collaterale di un investimento sia in grado di soddisfare gli obblighi dell'emittente in caso di mancato pagamento né che tale garanzia collaterale possa essere prontamente liquidata. La capacità di ottenere i benefici di qualsiasi garanzia collaterale potrebbe essere ritardata o limitata. **Materie prime** – Il valore degli investimenti in materie prime è generalmente influenzato dall'andamento generale del mercato e da fattori specifici relativi a un particolare settore o materia prima, come ad esempio condizioni meteorologiche, embarghi, dazi o sviluppi sanitari, politici, internazionali e normativi. **Credito** – Gli investimenti in titoli obbligazionari possono essere influenzati dalle variazioni del merito di credito dell'emittente e sono esposti al rischio di mancato pagamento del capitale e degli interessi. Il valore dei titoli obbligazionari può inoltre diminuire a causa di timori reali o percepiti in merito alla capacità dell'emittente di onorare i pagamenti del capitale e degli interessi. **Duration** – I titoli con duration maggiore tendono a essere più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse rispetto a titoli con duration più breve. Azionario – Il valore degli investimenti azionari è sensibile alla volatilità del mercato azionario. **Esterio** – Gli investimenti in strumenti o valute estere possono comportare livelli superiori di rischio e volatilità maggiori rispetto agli investimenti statunitensi a causa di condizioni avverse di mercato, economiche, politiche, normative, geopolitiche o di altro tipo. Nei paesi emergenti, tali rischi possono essere più significativi. **Agenzie governative** – Anche se alcune agenzie del Governo degli Stati Uniti possono essere costituite o sponsorizzate da leggi del Congresso, i loro titoli non sono né emessi né garantiti dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti. **Mercato obbligazionario** – Uno squilibrio tra domanda e offerta sul mercato obbligazionario può comportare incertezze nelle valutazioni e un aumento della volatilità, un calo della liquidità, un ampliamento degli spread creditizi e una mancanza di trasparenza dei prezzi sul mercato. Di norma le informazioni di pubblico dominio sugli emittenti municipali sono limitate. **Indicizzati all'inflazione** – Il pagamento degli interessi sui titoli indicizzati all'inflazione possono variare in maniera sostanziale e oscillare in quanto il capitale e gli interessi vengono corretti per l'inflazione. Gli investimenti in titoli indicizzati all'inflazione possono perdere valore qualora il tasso d'inflazione effettivo sia diverso dal tasso d'inflazione dell'indice. **Tassi d'interesse** – Con l'aumento dei tassi di interesse, è probabile che il valore di alcuni investimenti obbligazionari subisca una flessione. **Rating inferiore** – Gli investimenti in titoli con rating inferiore a investment grade (di norma indicati con il termine "junk bond") sono generalmente soggetti a maggiore volatilità dei prezzi e a illiquidità rispetto agli investimenti in titoli con rating superiore. **Scadenza** – In genere le obbligazioni a più lungo termine sono più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse rispetto alle obbligazioni a più breve termine. **Azioni privilegiate** – Quando i tassi d'interesse aumentano, il valore dei titoli privilegiati tende a diminuire. **Rimborso anticipato - MBS** – I titoli garantiti da ipoteche sono soggetti al rischio di rimborso anticipato. **Rimborso anticipato - Prestiti bancari** – I prestiti bancari sono soggetti al rischio di rimborso anticipato. **Immobiliare** – Le variazioni dei valori immobiliari o i periodi di recessione economica possono avere ricadute negative rilevanti sugli emittenti del settore immobiliare, ivi compresi i REIT.



## INFORMAZIONI AGGIUNTIVE

## Considerazioni sui rischi

La diversificazione non elimina il rischio di perdite.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo. **La performance passata non è garanzia di risultati futuri.**

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

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

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

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

## INFORMAZIONI AGGIUNTIVE

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

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

### DISTRIBUZIONE

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

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

Questo materiale è pubblicato da una o più delle entità riportate di seguito.

### **EMEA**

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

Nelle giurisdizioni dell'UE, i materiali di MSIM ed Eaton Vance vengono pubblicati da MSIM Fund Management (Ireland) Limited ("FMIL"). FMIL è regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda ed è una private company limited by shares di diritto irlandese, registrata con il numero 616661 e con sede legale in 24-26 City Quay, Dublin 2, D02 NY19, Irlanda.

Nelle giurisdizioni esterne all'UE, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA.

In Svizzera, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch (Sede Secondaria di Zurigo), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera.

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

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

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

### **MEDIO ORIENTE**

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

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

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

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

### **Stati Uniti**

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

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

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



## INFORMAZIONI AGGIUNTIVE

## ASIA-PACIFICO

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

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

RO 4940267 Scad. 30/11/2026

43274 | 05/11/2025