

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

THE **BEAT** | Bonds | Equities | Alternatives | Transition

# Prospettive per il 2025



# Indice

---

3

Come investire in un mercato con valutazioni e prezzi equi

---

5

L'ottimismo sostiene i mercati rialzisti

---

7

Nell'obbligazionario l'area più promettente potrebbe essere quella del credito cartolarizzato

---

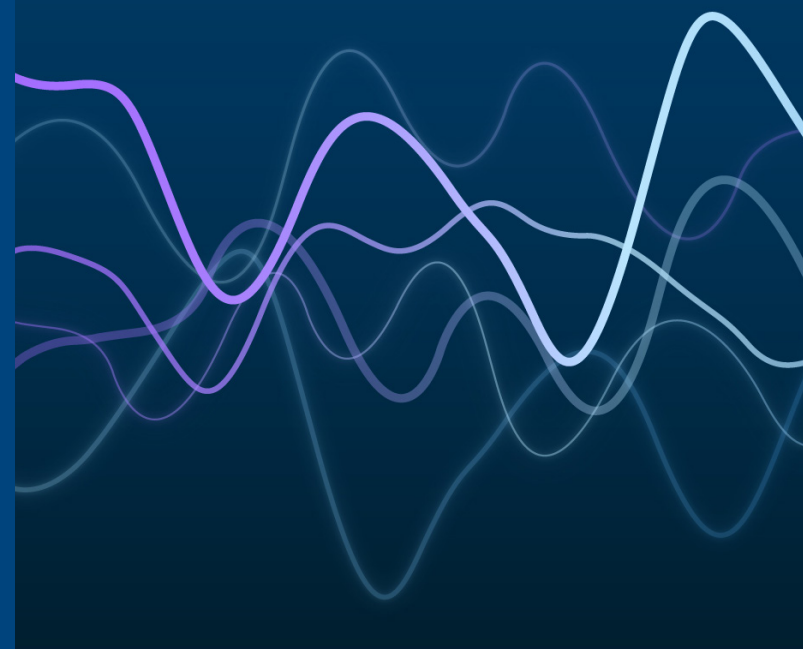
9

Crisi da stimoli: la Cina non può affidarsi a soluzioni temporanee per riprendersi

---

12

Il potenziale impatto dell'IA generativa sui mercati privati



The BEAT è una pubblicazione mensile, precedentemente nota come "Monthly Market Monitor", che illustra la correlazione tra gli eventi del mercato e i portafogli degli investitori che comprendono obbligazioni, azioni, investimenti alternativi e di transizione (come liquidità e strumenti equivalenti detenuti dagli investitori nell'attesa di decidere verso quale classe di attivo allocarli).

# The Portfolio Solution Group

## I nostri cinque temi chiave per il 2025

Il contesto di investimento per le prime battute del 2025 si prospetta piuttosto interessante. I mercati azionari e obbligazionari sembrano presentare valutazioni e prezzi equi e lo “Sweep” dei Repubblicani negli Stati Uniti potrebbe avere ripercussioni globali. La Cina continua a faticare a ritrovare il proprio equilibrio, mentre l'IA potrebbe offrire interessanti opportunità nel segmento degli investimenti alternativi. Portfolio Solutions Group analizza cinque aree chiave in previsione del 2025.

### 1 Come investire in un mercato con valutazioni e prezzi equi

by Jim Caron

CEO, Portfolio Solutions Group

Gli investitori si trovano raramente d'accordo su qualcosa, dopo tutto per ogni prezzo ci sono un acquirente e un venditore. Ma entrando nel 2025, gran parte degli investitori concorda su una cosa: le valutazioni dei mercati sembrano eque e non sono molti a pensare che gli attivi siano convenienti. Ciò vale sia per l'azionario che per l'obbligazionario, le classi di attivi più scambiate. Quindi, la domanda che ci facciamo per il 2025 è la seguente: come investire in un mercato con valutazioni e prezzi equi? La risposta più semplice prevede l'ottimizzazione della selezione degli attivi e degli investimenti nei portafogli, in quanto le loro attribuzioni dei rendimenti potrebbero essere più determinanti rispetto a quanto è successo negli ultimi anni. In altre parole, occorre dare priorità all'alfa rispetto al beta.

### 2 L'ottimismo sostiene i mercati rialzisti

by Andrew Slimmon

Head of Applied Equity Advisors

Il 30 settembre 2022, l'indice S&P 500 ha registrato una correzione del -25% rispetto a quanto osservato nella prima parte dell'anno. Tuttavia, in passato le correzioni del -25% hanno generato ottime opportunità di acquisto. Di fatto, i rendimenti a 12 mesi dell'S&P alla fine di settembre 2023 erano al +20% e il 2024 è stato altrettanto coerente quale secondo anno di questo mercato rialzista. Stiamo per entrare in quella che reputiamo essere la “fase dell'ottimismo” del mercato rialzista, in cui ci aspettiamo che gli investitori siano anche più ottimisti di quanto non lo siano stati negli ultimi due anni. L'ultimo stadio di un mercato rialzista, prima del successivo mercato ribassista, è la “fase dell'euforia”, e questa è la soglia critica. Ma questa verrà dopo. Aspettate di godervi il 2025.

### 3 Nell'obbligazionario l'area più promettente potrebbe essere quella del credito cartolarizzato

by Vishal Khanduja, CFA

Head of Broad Markets Fixed Income

Con l'avvicinarsi del 2025, la nostra tesi principale prevede che la politica monetaria andrà a una velocità maggiore rispetto a quanto si aspetta attualmente il mercato, trainata da una crescita moderata e da un trend di disinflazione con un andamento irregolare, ma persistente. Benché lo scenario di base continui a dipendere dai dati economici, il contesto post-elettorale statunitense lo ha reso anche sempre più dipendente dalle politiche. Se oltre all'aumento dei dazi venisse adottato un approccio accomodante sul fronte fiscale, prevediamo un'ulteriore pressione al rialzo sui rendimenti, un irripidimento delle curve dei rendimenti e un aumento dei premi al rischio, determinando alla fine la risalita dei tassi terminali. Tuttavia, riteniamo che attualmente i mercati scontino la componente più restrittiva del nostro scenario di base. D'altra parte, una politica monetaria moderata, unita a un forte consumo, solidi bilanci societari e una sana domanda degli investitori per gli attivi rischiosi, complessivamente dovrebbe essere di buon auspicio per i settori obbligazionari con spread. Nel complesso, riteniamo che le opportunità più interessanti saranno quelle offerte dal credito cartolarizzato, in particolare dai titoli garantiti da ipoteca statunitensi.

**4**

## Crisi da stimoli: la Cina non può affidarsi a soluzioni temporanee per riprendersi

by **Jitania Kandhari**

Deputy CIO of the Solutions and Multi-Asset Group, Head of Macro and Thematic Research for the Emerging Markets Equity team, Co-Lead Portfolio Manager, Passport Equity

A partire da settembre, le autorità cinesi si sono concentrate sul fornire una serie di pacchetti di stimoli volti a dare nuovo vigore a un'economia nazionale in difficoltà e un impulso ai corsi azionari. Tuttavia, gli elevati livelli di indebitamento, i sovrainvestimenti, una bolla immobiliare irrisolta, i consumi interni scarsi e le pressioni sul commercio internazionale sono tutti fattori che contribuiscono alla debolezza strutturale dell'economia cinese, che non può essere risolta con i soli pacchetti di stimoli. Le lezioni offerte da altre economie sommerse dai debiti indicano che la strada verso la stabilità richiede il risanamento dei crediti inesigibili tramite cancellazioni o ristrutturazione del debito, seguito dalle ricapitalizzazioni bancarie. Questo approccio è indubbiamente doloroso, ma in assenza di misure drastiche di questo tipo i pacchetti di stimolo continueranno a essere solo dei rimedi temporanei. La chiave per la salute duratura dell'economia cinese è una drastica trasformazione.

**5**

## Il potenziale impatto dell'IA generativa sui mercati privati

by **Steve Turner**

Head of Investment Selection for the Portfolio Solutions Group

Il potenziale impatto dell'intelligenza artificiale (IA) generativa sulla performance dei mercati privati dovrebbe essere uno dei temi chiave del 2025. Si prevede che il settore del private equity partecipi attraverso gli investimenti sia nelle società cosiddette "native dell'IA" sia in quelle che cercano di far crescere i ricavi e la redditività mediante le applicazioni dell'IA e riconosciamo che alcune delle prime opportunità possono essere individuate nel settore delle infrastrutture private. Vi sono due temi chiave legati alle infrastrutture che stanno dando un impulso: la digitalizzazione della società e delle economie e la transizione energetica globale. Questi due grandi temi si incontrano quando le necessità dei dati portano a domandare energia, e questo sta generando ampie opportunità d'investimento.



# Come investire in un mercato con valutazioni e prezzi equi

Gli investitori si trovano raramente d'accordo su qualcosa, dopo tutto per ogni prezzo ci sono un acquirente e un venditore. Ma per le prime battute del 2025 gran parte degli investitori concorda su una cosa: le valutazioni dei mercati sembrano eque e non sono molti a pensare che gli attivi siano convenienti. Ciò vale sia per l'azionario che per l'obbligazionario, le classi di attivi più scambiate.

Quindi, la domanda che ci facciamo per il 2025 è la seguente: come investire in un mercato con valutazioni e prezzi equi? La risposta più semplice prevede l'ottimizzazione della selezione degli attivi e degli investimenti nei portafogli, in quanto le loro attribuzioni dei rendimenti potrebbero essere più determinanti rispetto a quanto è successo negli ultimi anni. In altre parole, occorre dare priorità all'alfa rispetto al beta. Approfondiamo il discorso.

## **OBBLIGAZIONARIO: RAPPRESENTA LA SFIDA PIÙ GRANDE, MA FORSE OFFRE LE MIGLIORI OPPORTUNITÀ**

Le obbligazioni rappresentano la sfida più importante perché il loro rendimento atteso e le loro valutazioni sono legati al percorso ben preannunciato dei tassi di riferimento. La maggioranza dei rendimenti obbligazionari deriva dalla duration, vale a dire dalla loro sensibilità alle oscillazioni dei tassi di interesse. Di fatto, oltre l'80% dei rendimenti obbligazionari dell'indice Bloomberg Aggregate Bond storicamente può essere riconducibile alla duration nel corso degli ultimi 40 anni. Gran parte della quota restante dei rendimenti deriva dalle

cedole, con una piccola parte attribuibile alla convexity.

Considerato che la Fed dovrebbe tagliare i tassi di interesse, gran parte dei rendimenti delle obbligazioni è già stata prezzata. Inoltre, gli spread creditizi sono prossimi a livelli storicamente bassi, pertanto l'extra-rendimento che gli investitori passivi possono ricavare dall'obbligazionario è esiguo.

Ma ecco dove entrano in gioco le opportunità.

Se è vero che gli investitori obbligazionari passivi che si affidano prevalentemente al beta per generare rendimenti si confrontano con grosse difficoltà, vale l'esatto opposto per quelli che investono in strategie obbligazionarie a gestione attiva. Per questi investitori attivi i rendimenti dipendono meno dal ciclo dei tassi di interesse o dal beta, mentre dipendono maggiormente dalla selezione degli attivi e degli investimenti.

Poiché gran parte degli investitori obbligazionari tende a utilizzare strategie passive, a nostro avviso quelli che fanno ricorso a strategie di gestione attiva hanno maggiori opportunità di aggiungere alfa ai loro rendimenti e di differenziarsi.

## **AZIONARIO: È PIÙ UNA QUESTIONE DI FATTORI E DI ALFA CHE DI BETA**

Coerentemente con il nostro tema per il 2025, le valutazioni rappresentano il punto cruciale del dibattito relativo all'azionario. Questo è spesso misurato

attraverso i multipli prezzo/utili (P/E), che attualmente sono elevati e sembrano riflettere il valore equo dei titoli. Alla luce di questo, nei mercati azionari è difficile che le attribuzioni dei rendimenti possano derivare principalmente da un aumento

“

Di conseguenza, ci aspettiamo che la maggiore fonte di attribuzione dei rendimenti diventi l'alfa, non il beta. Forse questo è alimentato dai “vecchi” settori value dell'economia, che generano guadagni dai “nuovi” settori tecnologici a fronte dell'aumento della produttività nei settori ciclici grazie alla spesa in conto capitale, all'IA e all'elettrificazione.”



**Jim Caron**  
CIO, Portfolio Solutions Group

diffuso dei multipli o dal beta. Naturalmente, l'espansione dei multipli è possibile, ma per realizzarsi potrebbe essere necessaria una certa dose di "esuberanza irrazionale". Molti ritengono che nelle attuali circostanze gli utili a 22x rappresentino un grosso ostacolo da superare in modo sostenibile, e concordiamo con questa tesi.

Le valutazioni nei mercati azionari in genere dipendono da tre variabili: il livello dei tassi di interesse, il costo del credito e dei rischi di insolvenza e la composizione dell'indice stesso, ossia se l'indice è maggiormente esposto a titoli con un elevato o un basso P/E. Dal momento che l'impulso dovuto alla discesa dei tassi è passato e che la curva dei rendimenti sta registrando un irripidimento, i guadagni nell'azionario basati sulla crescita dei multipli potrebbero perdere un fattore favorevole. L'aumento dei prezzi azionari potrebbe dipendere in misura maggiore dagli utili del mercato in generale.

Di conseguenza, ci aspettiamo che la maggiore fonte di attribuzione dei rendimenti diventi l'alfa, non il beta. Forse questo è alimentato dai "vecchi" settori value dell'economia, che generano guadagni dai "nuovi" settori tecnologici a fronte dell'aumento della produttività nei settori ciclici grazie alla spesa in conto capitale, all'IA e all'elettrificazione.

Nella Figura 1 si nota che è presente un ampio divario tra il mercato in generale, rappresentato dall'S&P 500 equiponderato, e la versione dell'indice ponderato per la capitalizzazione di mercato. Con l'approssimarsi del 2025, riteniamo che colmare questo divario tramite il

posizionamento dei portafogli, la selezione degli attivi e degli stili di investimento attivi sarà determinante per la performance. Di conseguenza, i confini tra i titoli growth, value, small, mid e large cap potrebbero essere poco chiari.

### Conclusioni

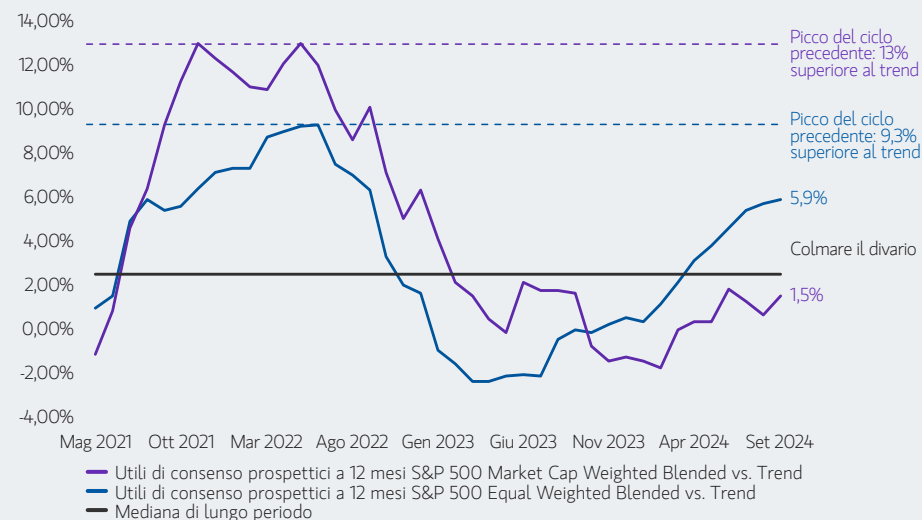
Riteniamo sia arrivato il momento di cambiare il modo in cui pensiamo alla performance del mercato, dall'essere confinata ai settori e con una portata limitata a un passaggio ai fattori e a un ampliamento della portata. Preferiamo concentrarci sul rendimento dei free cash flow, sulla crescita degli utili, sul potere di determinazione dei prezzi, sulla redditività e su bilanci solidi. La selezione degli investimenti e dei gestori in grado di sfruttare questo valore all'interno di un settore può diventare più importante rispetto alla mera selezione di un settore. Per quanto riguarda l'obbligazionario, riteniamo che la gestione attiva sia essenziale per generare alfa rispetto al beta offerto dal ciclo dei tassi di interesse. Riteniamo inoltre che gli investimenti alternativi e nei mercati privati assumeranno un ruolo sempre più significativo in un portafoglio equilibrato e ben diversificato, soprattutto perché le sue valutazioni sono più rappresentative delle dinamiche di inizio ciclo rispetto ai mercati pubblici, che sembrano essere in uno stadio più avanzato del ciclo.

FIGURA 1

### Colmare il divario

*Gli EPS dell'indice S&P 500 Equal-Weighted mostrano spazio di crescita verso livelli che hanno segnalato storicamente dei picchi del ciclo – Attualmente inferiori alla mediana*

S&P 500 ponderato per la capitalizzazione di mercato e S&P 500 equiponderato – EPS prospettici blended a 12 mesi vs. trend esponenziale di lungo termine (misura degli EPS corretti per il ciclo)



Fonte: Portfolio Solutions Group. Al 30 settembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

Temi d'investimento

# L'ottimismo sostiene i mercati rialzisti

A posteriori si può dire che questo mercato rialzista e le azioni commisurate degli investitori hanno seguito un modello coerente con ciò che è stato osservato in passato. Per quanto mi riguarda, questo manda **un segnale piuttosto chiaro di quello che ci aspetta nel 2025.**

Il 25 ottobre 2022 Applied Equity Advisors ha organizzato il nostro webcast per gli investitori per il terzo trimestre 2022.

Quello è stato un periodo difficile. Il 30 settembre di quell'anno l'indice S&P 500 aveva registrato una correzione del -25% rispetto a quanto osservato nella prima parte dell'anno.<sup>1</sup> Gli investitori erano chiaramente spaventati.

Uno dei grafici che abbiamo usato durante il webcast mostrava che in passato le correzioni del -25% avevano generato *ottime opportunità di acquisto*. Nei 12 mesi successivi ai ribassi del -25%, i rendimenti dell'indice S&P 500 avevano raggiunto in media il **+22% - il doppio** del rendimento annuo medio per l'azionario.<sup>2</sup>

Un anno dopo, quel minimo del 2022 ha generato un risultato analogo. I rendimenti a 12 mesi dell'S&P alla fine di settembre 2023 erano del **+20%**, quindi molto vicino alla media storica.

Ma gli investitori sono diventati più aggressivi nei confronti dell'azionario tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023, sapendo che forti correzioni creano ottime opportunità?

Assolutamente no.

*All'inizio del 2023 gli investitori erano estremamente pessimisti.*

**"I MERCATI RIALZISTI NASCONO DAL PESSIMISMO."**<sup>3</sup>

Questo è ciò che succedeva nel 2023. L'S&P 500 ha guadagnato terreno, ma il livello di vendite da parte dei retail e di chi era pessimista è stato elevato.<sup>4,5</sup> Questa volta non è cambiato niente.

A mio parere, il 2024 è stato altrettanto coerente con il secondo anno di un mercato rialzista.

Dopo un anno di vendite nell'azionario, come osservato nel 2023, i deflussi hanno iniziato a calare a fronte della progressiva affermazione della fase rialzista. Gli investitori si sono resi conto di aver commesso un errore con la vendita delle azioni e hanno messo in pausa il proprio pessimismo.<sup>6</sup> e a loro si è unito anche chi aveva una visione pessimista.

“

A mio parere, stiamo entrando nella fase dell'ottimismo del ciclo emotivo del mercato rialzista. È probabile che i flussi diventino ancora più positivi e che Wall Street cambi rotta, con prospettive molto più rialziste.”

**Andrew Slimmon**  
Head of Applied  
Equity Advisors



<sup>1</sup>Bloomberg.

<sup>2</sup>Bloomberg.

<sup>3</sup>Sir John Templeton, 1966.

<sup>4</sup>Dati relativi ai flussi del comparto. Strategas.

<sup>5</sup>I rendimenti dell'S&P 500 previsti dagli 11 esperti statunitensi di strategia azionaria per il 2023 erano solo del +4,6%.

<sup>6</sup>Nel terzo trimestre 2024, i flussi azionari netti degli ultimi 12 mesi sono passati da fortemente negativi a neutrali, non necessariamente positivi, ma almeno non negativi quanto per il 2023. Strategas.

**“I MERCATI RIALZISTI CRESCONO NELLO SCETTICISMO.”**

Se il 2023 e il 2024 si sono comportati praticamente da manuale per essere i primi due anni di un mercato rialzista, non credo vi sia motivo di credere che il terzo anno (il 2025) non possa essere anch'esso coerente con la teoria.

**“I MERCATI RIALZISTI MATURANO NELL'OTTIMISMO.”**

A mio parere, stiamo entrando nella fase dell'ottimismo del ciclo emotivo del mercato rialzista. Credo che gli investitori e Wall Street si mostreranno molto più ottimisti di quanto non lo siano stati negli ultimi due anni. È probabile che i flussi

diventino ancora più positivi e che Wall Street cambi rotta, con prospettive molto più rialziste.

Questo sarebbe un elemento positivo per l'azionario e per gli investitori che investono in azioni nel 2025.

Naturalmente, l'ultimo stadio di un mercato rialzista, prima del successivo mercato ribassista, è la **“fase dell'euforia”**,

e questa è la soglia critica.

Non è ancora però arrivato il suo momento. Prima dobbiamo superare la fase dell'ottimismo.

Godetevi il 2025!





# Nell'obbligazionario l'area più promettente potrebbe essere quella del credito cartolarizzato

Con l'approssimarsi del 2025, la nostra analisi principale prevede che la politica monetaria superi le attuali aspettative del mercato, trainata da una crescita moderata e da un trend di disinflazione irregolare, ma persistente. Benché lo scenario di base continui a dipendere dai dati economici, il contesto post-elettorale statunitense lo ha reso anche sempre più dipendente dalle politiche.

Se oltre all'aumento dei dazi si materializzassero anche politiche fiscali accomodanti, prevediamo un'ulteriore pressione al rialzo sui rendimenti, un irripidimento delle curve dei rendimenti a causa delle pressioni inflazionistiche e un aumento dei premi al rischio, determinando alla fine la risalita dei tassi terminali. Tuttavia, riteniamo che attualmente i mercati scontino la componente più restrittiva del nostro scenario di base.

D'altra parte, una politica monetaria moderata, unita a un forte consumo, solidi bilanci societari e una sana domanda degli investitori per gli attivi rischiosi complessivamente dovrebbe essere di buon auspicio per i settori obbligazionari con spread. Per l'inizio del 2025 il problema è che le valutazioni a livello degli indici hanno già scontato un sostanziale incremento dei fondamentali. Alla luce del contesto macro favorevole, dei fondamentali di bilancio stabili e della persistente forte domanda per l'obbligazionario, non sorprende che gli spread stiano scontando un notevole ottimismo. Di fatto, gli spread creditizi globali nei segmenti

investment grade e high yield sono vicini ai loro decili di lungo periodo più elevati. In questo contesto, le opportunità si presentano nella selezione attiva dei settori e dei titoli, in quanto gli esiti economici e politici incrementeranno la dispersione nei risultati fondamentali e, a loro volta, i tassi di interesse e la volatilità degli spread resteranno elevati. Nel complesso, riteniamo che gli attuali rendimenti di partenza elevati rappresentino una scelta molto interessante per le allocazioni nell'obbligazionario, in particolare per il conseguimento del doppio obiettivo di generare reddito e rendimento totale insieme alla correlazione negativa con gli attivi rischiosi nei portafogli dei clienti.

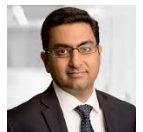
I nostri portafogli sono posizionati in modo da sovrappesare il rischio di credito, ma siamo consapevoli delle valutazioni elevate e dei potenziali picchi di volatilità a breve termine legati alla politica monetaria e per questo motivo restiamo nella fascia inferiore dell'intervallo di sovraesposizione al rischio rispetto agli ultimi tre anni. Il nostro sovrappeso è principalmente nel settore dei titoli cartolarizzati (titoli

garantiti da ipoteche (MBS), titoli garantiti da ipoteche commerciali (CMBS) e titoli garantiti da collaterale (ABS)), titoli finanziari investment grade, prestiti bancari a tasso variabile con rating inferiore a

investment grade e specifici emittenti high yield. Tra le nostre posizioni preferite figurano anche quelle orientate a un irripidimento della curva e lunghe sull'USD (dollaro statunitense).

“ Le migliori opportunità rimangono quelle offerte dal credito cartolarizzato, in particolare dai titoli garantiti da ipoteca statunitensi. Le famiglie statunitensi con rating creditizi di prima fascia presentano bilanci solidi e questo dovrebbe continuare a favorire il credito al consumo e gli aspetti a esso legati, in particolare a fronte della stabilità dei prezzi delle abitazioni.”

**Vishal Khanduja, CFA**  
Head of Broad Markets  
Fixed Income



## MACRO

Sottopesiamo la duration negli Stati Uniti e manteniamo le posizioni orientate a un irripidimento della curva statunitense poiché ci aspettiamo che questa continui a normalizzarsi sulla scia delle ulteriori pressioni al rialzo sui rendimenti e dell'aumento dei primi al rischio. Le politiche fiscali più accomodanti, la politica monetaria più restrittiva (rispetto alle attese), le guerre commerciali e il rafforzamento della crescita statunitense sono tutti fattori che dovrebbero favorire il dollaro statunitense. L'eventuale sostanziale peggioramento del mercato del lavoro statunitense contrasterebbe questo quadro ottimista.

## INVESTMENT GRADE

Poiché le valutazioni appaiono piuttosto congrue, sottopesiamo il rischio di credito Investment Grade (IG), ma sovrappesiamo le obbligazioni a breve scadenza con rendimenti più elevati. In particolare, preferiamo i titoli IG EUR rispetto a quelli IG USA alla luce delle valutazioni più convenienti e abbiamo un sovrappeso nei titoli finanziari in quanto hanno valutazioni più interessanti rispetto a quelli non finanziari.

## PRODOTTI CARTOLARIZZATI

Le migliori opportunità rimangono quelle offerte dal credito cartolarizzato, in particolare dai titoli garantiti da ipoteca statunitensi (sia MBS non di agenzia che di agenzia). Le famiglie statunitensi con rating creditizi di prima fascia presentano bilanci solidi e questo dovrebbe continuare a favorire il credito al consumo e gli aspetti a esso legati, in particolare a fronte della stabilità dei prezzi delle abitazioni. Siamo selettivi relativamente ai titoli ABS e CMBS. Per quanto riguarda gli ABS, ci concentriamo sugli ABS orientati alle imprese, quali cartolarizzazioni dell'intera attività e

ABS per finanziamenti di aeromobili in quanto offrono spread notevolmente più ampi e sembrano interessanti. Nel segmento CMBS, ci concentriamo prevalentemente sui rami abitazioni plurifamiliari, locazioni di abitazioni monofamiliari, logistica e hotel, centri commerciali e uffici di alta qualità. In generale abbiamo aumentato la qualità del credito.

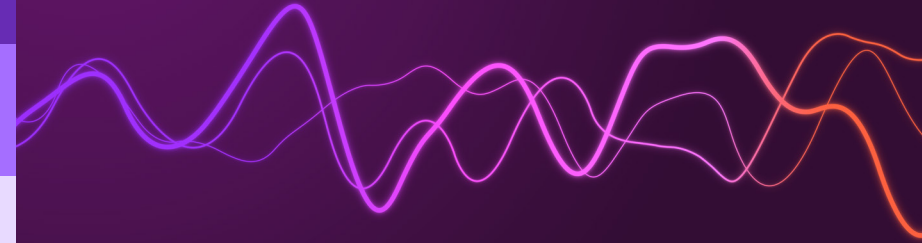
## HIGH YIELD E PRESTITI BANCARI

Manteniamo una posizione moderatamente lunga nelle emissioni societarie con rating inferiore a IG alla luce dei rendimenti assoluti/reali storicamente elevati, che dovrebbero essere favorevoli per i rendimenti, e che in ultima analisi dovrebbero tutelare gli investitori dall'allargamento degli spread creditizi. Attualmente preferiamo i prestiti bancari alle obbligazioni viste le cedole a tasso variabile, le emissioni con priorità di rimborso nella struttura del capitale, il carry più elevato e un profilo corretto per il rischio interessante.

## MERCATI EMERGENTI

Considerata l'incertezza sul fronte della politica monetaria a seguito dello "Sweep" dei Repubblicani negli Stati Uniti, nei nostri portafogli non facciamo asset allocation sui mercati emergenti, ma selezioniamo i titoli. La scelta dei titoli e la selezione del Paese rimangono fondamentali. Una crescita più forte, ma con tassi più elevati e legami commerciali globali più deboli, di solito non porta a performance vigorose nei mercati emergenti. Detto questo, riteniamo che i Paesi con solide prospettive economiche, una crescita discreta, un'inflazione in calo e una banca centrale in grado di tagliare i tassi di interesse e disposta a farlo nonostante i cambiamenti di politica economica degli Stati Uniti probabilmente otterranno buoni risultati.

# Crisi da stimoli: la Cina non può affidarsi a soluzioni temporanee per riprendersi



Da settembre, le autorità cinesi si sono concentrate su una serie di pacchetti di stimoli volti a dare nuovo vigore a un'economia nazionale in difficoltà e impulso ai corsi azionari. Tuttavia, gli elevati livelli di indebitamento, i sovrainvestimenti, una bolla immobiliare irrisolta, i consumi interni deludenti e le pressioni commerciali internazionali sono tutti fattori che contribuiscono alla debolezza strutturale dell'economia cinese che non può essere risolta con i soli pacchetti di stimoli.

## **TIMORI STRUTTURALI: L'INDEBITAMENTO E I SOVRAINVESTIMENTI HANNO PROVOCATO IL CALO DELLA PRODUTTIVITÀ E LA DEFLAZIONE**

Al centro delle difficoltà della Cina vi è il suo elevato livello di indebitamento, con un rapporto debito/PIL totale salito intorno al 350%. La dipendenza dello Stato da una crescita finanziata con il debito ha eroso la produttività poiché ogni yuan immesso nell'economia porta a un calo dei rendimenti. Un'altra delle grandi difficoltà è rappresentata dai sovrainvestimenti, con quasi il 45% del PIL della Cina incanalato in progetti che ora si confrontano con un calo della domanda interna. Questa capacità produttiva in eccesso ha determinato tassi di utilizzo inferiori e spinte deflazionistiche sia sul fronte dei prezzi alla produzione che di quelli al consumo. La recente discesa del PIL nominale al di sotto del PIL reale è preoccupante in quanto si ripercuote direttamente sugli utili societari e, di conseguenza, sulla fiducia degli investitori e sulla stabilità del mercato azionario.

## **BOLLA IMMOBILIARE: UNA FONTE DI RICCHEZZA DIVENTATA UNA ZAVORRA**

Il mercato immobiliare, un pilastro della ricchezza e dell'attività economica cinese, si trova in serie difficoltà. Con circa 90 milioni di unità vuote e prezzi delle proprietà in calo, l'effetto ricchezza positivo una volta offerto dall'immobiliare ora risulta penalizzante per l'economia. Le proprietà immobiliari rappresentano circa il 60% del patrimonio netto della Cina, in netto contrasto con gli Stati Uniti, dove si avvicinano al 27%. Questa fiducia nelle proprietà immobiliari in quanto deposito di ricchezza rende il Paese vulnerabile ai ribassi del settore immobiliare. Qualunque soluzione economica efficace deve tener conto delle difficoltà del settore immobiliare e del relativo effetto a cascata su ricchezza, consumi e stabilità finanziaria.

## **CONSUMI ED ESPORTAZIONI: LA GRANDE DIVERGENZA**

Gli sforzi messi in campo per dare impulso ai consumi interni sono stati in gran parte insufficienti. L'efficacia di una politica monetaria accomodante per stimolare la

fiducia dei consumatori è in netto contrasto con la situazione degli Stati Uniti. In Cina, come già indicato, una parte importante del patrimonio netto delle famiglie è legata all'immobiliare, contrariamente agli Stati Uniti, dove tassi di interesse più bassi incoraggiano la spesa dei consumatori. Questi ultimi in Cina sono riluttanti a incrementare i propri consumi a causa dei timori sull'instabilità del mercato immobiliare e dell'assenza di una rete di sicurezza sociale.

Finora i consumi sono stati messi in ombra dai costanti investimenti nel manifatturiero, nel commercio e nelle infrastrutture. L'iniziativa "Made in China 2025" spinge Pechino a scalare la catena del valore producendo beni di fascia alta, dai veicoli elettrici alla tecnologia aerospaziale. Nonostante ciò, dal momento che la domanda interna continua ad essere insufficiente per assorbire questa produzione, la Cina fa sempre più affidamento sulle esportazioni per sostenere la crescita.



Le lezioni offerte da altre economie sommerse dai debiti mostrano che la strada verso la stabilità per la Cina richiede il risanamento dei crediti inesigibili tramite cancellazioni o ristrutturazione del debito, seguito dalle ricapitalizzazioni bancarie.”

### **Jitania Kandhari**

*Deputy CIO of the Solutions and Multi-Asset Group, Head of Macro and Thematic Research for the Emerging Markets Equity team, Co-Lead Portfolio Manager, Passport Equity*



Sebbene i consumi delle famiglie rappresentino il 72% del PIL globale, costituiscono solo il 53% di quello della Cina. Una tendenza nota dell'economia dello sviluppo consente di chiarire questo contesto: con l'aumento della ricchezza nazionale, la quota di consumi si sposta dai beni ai servizi. Man mano che segue le orme dei giganti della produzione manifatturiera, come la Germania e il Giappone, la Cina si confronta con gli stessi limiti: una grande base manifatturiera trainata dalle esportazioni senza un mercato interno adeguato ad assorbire la produzione.

A partire dagli anni '90, la produzione manifatturiera tedesca come percentuale del PIL si è stabilizzata, tuttavia il volume limitato dei suoi consumi interni di beni ha determinato un massiccio aumento delle sue esportazioni nette. La traiettoria economica della Cina dipende in modo analogo dalle esportazioni, il che accelera il surplus della bilancia commerciale e accresce le tensioni con Paesi come gli Stati Uniti e gli Stati europei.

### PRESSIONI COMMERCIALI: RESILIENZA O RILUTTANZA?

Nonostante le crescenti tensioni commerciali, in particolare con gli Stati Uniti, la Cina ha in gran parte mantenuto la propria quota di mercato globale, reincanalando le proprie esportazioni verso l'UE e i mercati emergenti. Gli Stati Uniti staranno anche importando meno dalla Cina, ma il vuoto è stato colmato dalle altre regioni del mondo. Malgrado questi sforzi non sono tuttavia mancate le criticità. Le politiche commerciali aggressive hanno provocato reazioni negative a livello internazionale, con gli investimenti diretti esteri (IDE) che mostrano un trend in calo e chi investe nei mercati dei capitali si è dimostrato sempre più riluttante a farlo. Se la Cina vuole mantenere la propria

posizione nel commercio globale, deve trovare un equilibrio tra i propri obiettivi di crescita, la diplomazia e l'apertura agli investimenti esteri.

### LA NATURA CICLICA DEGLI STIMOLI: UN'ECO DEL "DECENNIO PERDUTO" NIPPONICO

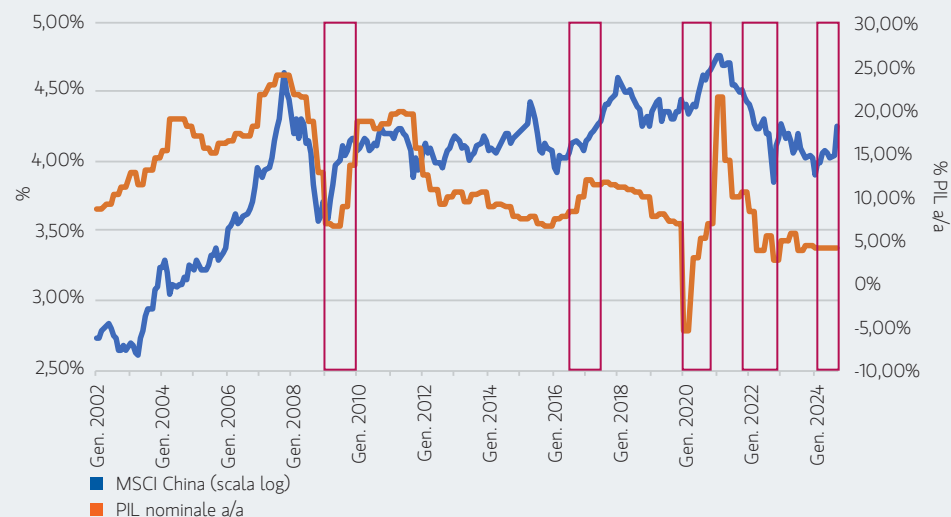
Sin dalla crisi finanziaria globale, la Cina ha adottato cinque grandi pacchetti di stimoli, che hanno soltanto rinviato l'inevitabile resa dei conti. L'ultima serie di stimoli messi in atto dalla Cina, la quinta in 15 anni, mostra uno schema ricorrente degli interventi monetari e fiscali che danno momentaneamente un impulso alla crescita (Figura 1). Storicamente, ciascuno stimolo ha determinato un rialzo a breve termine del mercato, ma, come evidenziato dall'ultimo ciclo del 2022, questi effetti cominciano a svanire. L'esempio del "Decennio perduto" del Giappone degli anni '90 traccia un parallelo che fa riflettere.

In gran parte dei Paesi, l'espansione monetaria provoca pressioni inflazionistiche in quanto fa aumentare la domanda rispetto alla produzione. L'attuale situazione della Cina presenta delle analogie con quella del Giappone negli anni '90, dove è avvenuto il contrario di quanto descritto sopra, prevalentemente nel modo in cui la crescita del credito ha spinto l'economia dal lato dell'offerta (produzione) anziché dare impulso al lato della domanda (consumi). La produzione è aumentata più della domanda provocando la deflazione invece dell'inflazione. In Giappone, le politiche sul versante dell'offerta non sono riuscite a trainare né il ribilanciamento né l'accelerazione della crescita. La consumption share del PIL giapponese raggiunse il punto di svolta del 63,3% nel 1991 (compared al 53,4% per la Cina nel 2023), e ci sono voluti 17 anni perché la quota dei consumi salisse di 10 punti

FIGURA 1

## I cinque round di stimoli della Cina hanno determinato cinque rally azionari, ma nessuna svolta

L'impatto dei pacchetti di stimolo della Cina sul PIL nominale e sui mercati azionari



Fonte: ricerca MSIM ed EME. Al 30 settembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team Emerging Markets Equity alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**



percentuali. Nel 2008 ha raggiunto il 73,8%, ancora indietro rispetto alla media globale. In quel periodo, la quota del Japan in termini di PIL globale scesa dal 15% al 7,9%

Dopo il picco economico raggiunto negli anni '80, il Giappone ha attraversato un lungo periodo di stagnazione, intervallato da brevi recuperi del mercato, in media del 45%. Il mercato cinese, sotto l'effetto dei pacchetti di stimoli, ha reagito in modo analogo, riuscendo a mettere a segno cinque rally di circa il 35% nei cicli recenti (Figura 2), realizzando massimi e minimi inferiori.

#### GLI SVILUPPI FUTURI: UN RESET DOLOROSO, MA NECESSARIO

Fino a quando la Cina non affronterà i suoi problemi strutturali – cioè eccessivo indebitamento e investimenti inefficaci – queste misure di stimolo non saranno che dei palliativi. Si tratta di misure che possono far aumentare provvisoriamente la crescita nominale e innescare rally di mercato ciclici di breve termine, ma non saranno in grado di garantire una ripresa economica sostenibile o una svolta per il mercato azionario.

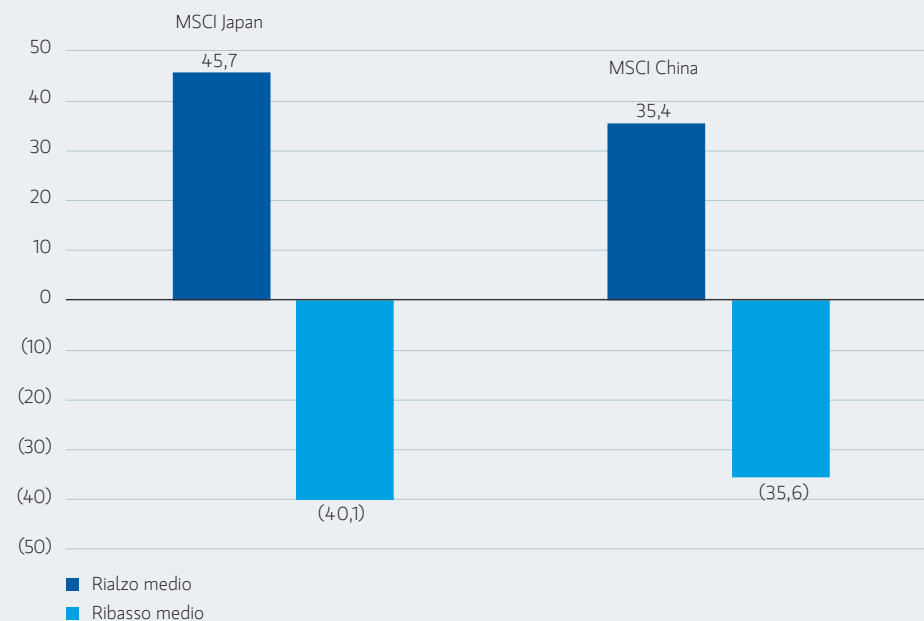
Non esistono soluzioni rapide per il modello di crescita economica cinese. Nel corso degli anni, gli squilibri dell'economia cinese si sono ampliati e solo una ristrutturazione totale del debito e una redistribuzione del reddito supportata dal governo potrà determinare un cambiamento positivo.

Le lezioni offerte da altre economie sommerse dai debiti indicano che la strada verso la stabilità richiede il risanamento dei crediti inesigibili tramite cancellazioni o ristrutturazione del debito, seguito dalle ricapitalizzazioni bancarie. Questo è un approccio innegabilmente doloroso, in quanto conferma le perdite finanziarie, ma in assenza di misure drastiche di questo tipo i pacchetti di stimolo continueranno a essere solo dei palliativi. La chiave per un'economia in continua salute è una profonda trasformazione.

FIGURA 2

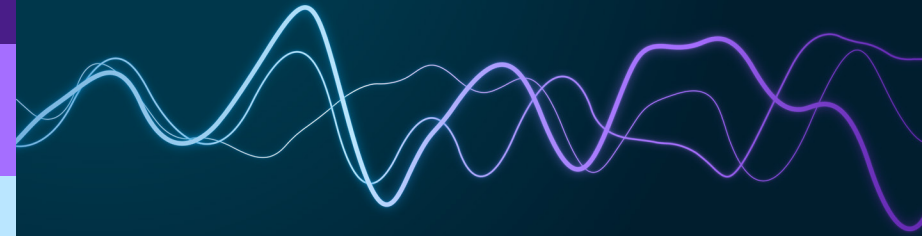
### Il mercato cinese segue le orme di quello giapponese negli anni '90

Rialzi e ribassi medi durante i principali periodi di calo, MSCI China e MSCI Japan



Fonte: MSIM, ricerca EME, Bloomberg. Al 16 ottobre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team Emerging Markets Equity alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

# Il potenziale impatto dell'IA generativa sui mercati privati



I mercati privati hanno registrato problemi significativi sul fronte delle valutazioni. Questo aspetto viene forse meglio illustrato dai sette trimestri consecutivi in negativo per i rendimenti totali nell'immobiliare privato core tra il 30 settembre 2022 e il 30 giugno 2024 (NCREIF Property Index). Si è trattato di un adeguamento prolungato avviato nel 2022, quando la solida performance dei mercati privati e le minori opportunità in media nelle allocazioni degli investitori si sono confrontate con l'aumento dei tassi di interesse. L'impatto è ancora evidente sulla raccolta di fondi nei mercati privati, laddove la raccolta di capitale continua a essere sostanzialmente inferiore e più lenta rispetto all'attività storica. L'impatto a valle è che il numero di transazioni rimane su livelli bassi, ma ha iniziato a mostrare i primi segnali di ripresa.

Mentre i volumi di attività nei mercati privati si stanno riprendendo, gli hedge fund continuano a offrire una soluzione immediata e concreta per ottenere rendimenti corretti per il rischio interessanti. Dopo un periodo difficile per la generazione di alfa tra il 2012 e il 2022, nell'ultimo anno l'alfa medio prodotto dai Multi-Manager Platforms (Multi-PM) hedge fund, ad esempio, ha significativamente sovraperformato la media delle strategie long-only sulle azioni pubbliche. Questo è imputabile a due fattori che dovrebbero persistere nel 2025. Innanzitutto, gli hedge fund long-short beneficiano di un contesto di tassi di interesse elevati attraverso il cosiddetto "short rebate". In secondo luogo, e cosa ancor più importante, l'aumento della volatilità e la dispersione delle performance tra gli attivi in cui si può investire offre maggiori opportunità di alfa agli hedge fund dotati di una strategia flessibile.

Il private credit è stato uno dei primi beneficiari del cambiamento delle condizioni di mercato. Nel 2025, i tassi sui prestiti societari senior dovrebbero essere prossimi alle medie di lungo termine, con rendimenti complessivi interessanti e caratteristiche difensive migliorate grazie a progressi nella struttura del capitale, dati da allineamento, leva finanziaria e contributi di capitale proprio. Una parte del private credit che dovrebbe registrare una performance particolarmente brillante nel 2025 è quella dei finanziamenti del segmento special situations. Queste strategie godono della flessibilità di avere come target opportunità di prestiti performanti, ma non conformi, e stanno riscontrando un maggiore flusso di operazioni e condizioni di prezzo vantaggiose, mentre le imprese continuano ad adattarsi a spese per interessi più elevate e ad altri cambiamenti nell'ambiente aziendale.

Il 2025 dovrebbe offrire migliori opportunità sul fronte azionario nei mercati privati. Stiamo assistendo al primo riprezzamento degli attivi nel segmento degli investimenti

azionari dei mercati privati dalla crisi finanziaria globale, innescato gradualmente dalla scadenza di finanziamenti relativamente convenienti, insieme alla crescente fiducia di un "atterraggio

“

Il potenziale impatto dell'intelligenza artificiale (IA) generativa sui mercati privati dovrebbe essere uno dei temi chiave del 2025. Si prevede che le società cercheranno di far crescere i ricavi e la redditività mediante le applicazioni dell'IA e riconosciamo che una delle prime opportunità può emergere nel settore delle infrastrutture private.”

**Steve Turner**  
Head of Investment Selection für die  
Portfolio Solutions Group



**FIGURA 1**  
**I multipli di valutazione di buyout dovrebbero convergere**



Fonte: Portfolio Solutions Group. Al 30 settembre 2024. Le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di Portfolio Solutions Group alla data di redazione di questa presentazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura e potrebbero non realizzarsi. Le previsioni e le stime si basano sulle attuali condizioni di mercato, sono soggette a modifiche e potrebbero non realizzarsi. **I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.** Per EBITDA si intendono gli utili al lordo di interessi, imposte e ammortamenti e questo valore indica l'efficienza operativa di un'azienda nel breve termine. Se il rapporto debito/EBITDA è basso, in genere la società è più solida dal punto di vista finanziario, in quanto dispone di maggiori disponibilità liquide generate dagli utili per coprire il rimborso del debito, e pertanto il rischio per l'investitore risulta inferiore.

“morbido” dell'economia. I multipli all'ingresso più bassi dell'enterprise value sono positivi per attrarre nuovi investimenti; tuttavia, li riteniamo necessari, ma insufficienti, per ottenere rendimenti prospettici interessanti. I gestori che desiderano perseguire una crescita dei ricavi, un'espansione dei margini e una struttura di capitale adeguata hanno inoltre bisogno di un kit di strumenti molto competitivi, possibilmente accompagnati da una crescita organica che, in un contesto di un maggior servizio del debito e multipli di leva più bassi, svolge un ruolo più importante rispetto a quella inorganica. Riteniamo opportuno evidenziare che il segmento middle market del private equity offre agli investitori il contesto migliore per questa attività. I nostri dati indicano che gli investimenti nel segmento middle-market possono offrire una crescita degli utili superiore e fare meno affidamento sulla leva finanziaria, rendendoci favorevoli agli investimenti in questo settore dato il contesto operativo previsto per il 2025.

Uno degli adeguamenti di prezzo più chiari in risposta al regime dei tassi di interesse prevalente è stato quello osservato nel settore dell'immobiliare privato. Ci aspettiamo una crescita del volume di attività man mano che si presenteranno le scadenze dei finanziamenti esistenti e gli investitori dovranno ricapitalizzare a costi di finanziamento maggiori. Lo spread tra i valori immobiliari e i costi di finanziamento rimane ristretto in alcuni segmenti, perciò è importante essere più selettivi nell'attesa che questo spread si ripristini. Questa classe di attivo deve anche tener conto di alcune componenti della domanda positive, ma in calo, che si incontrano con un aumento dell'offerta, il che esercita pressione sui canoni di locazione e sulle abitazioni libere. Tuttavia, le prospettive operative nel lungo termine sono solide. L'offerta dovrebbe ridursi in modo significativo nel 2025 e i mercati del debito dovrebbero restare relativamente positivi. Di conseguenza, riteniamo di aver colto un'opportunità interessante nel settore dell'immobiliare privato per i fornitori di credito, i contratti di locazione netta e gli investitori azionari.

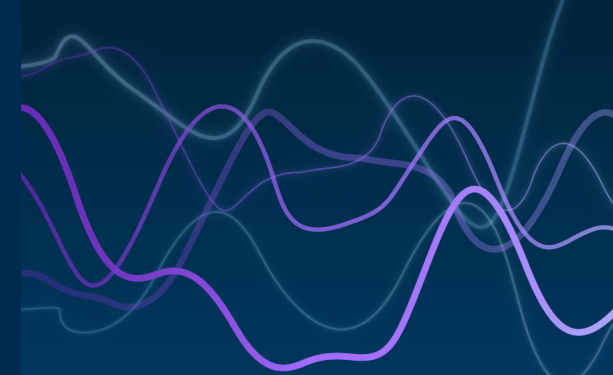
Il potenziale impatto dell'intelligenza artificiale (IA) generativa sulla performance dei mercati privati dovrebbe essere uno dei temi chiave del 2025. Si prevede che il settore del private equity partecipi attraverso gli investimenti sia nelle società cosiddette "native dell'IA", sia in quelle che cercano di far crescere i ricavi e la redditività mediante le applicazioni dell'IA, e riconosciamo che una delle prime opportunità può emergere nel settore delle infrastrutture private. Vi sono due temi chiave legati alle infrastrutture che stanno dando un impulso: la digitalizzazione della società e delle economie e la transizione energetica globale. Questi due mega temi si incontrano nel momento in cui il fabbisogno dei centri dati determina la domanda di elettricità, e questo sta generando ampie opportunità d'investimento.

L'IA generativa sta accelerando lo sfruttamento di questa opportunità nel settore delle infrastrutture, in quanto il mercato dell'energia è considerato inadeguato a soddisfare il fabbisogno dell'IA generativa in termini di volumi, densità e scarsa tolleranza all'intermittenza. Gli investitori privati possono puntare a investire nelle soluzioni ai colli di bottiglia, ad esempio in terreni dotati di infrastrutture energetiche come siti industriali esistenti o centrali elettriche in disuso, nonché in opportunità quali stoccaggio dell'energia, raffreddamento dell'acqua e fornitori di servizi per l'efficienza energetica. Naturalmente, gli investimenti su larga scala nei centri dati e la generazione di energia primaria saranno ugualmente essenziali, e la partecipazione all'installazione di questa infrastruttura per l'IA generativa probabilmente sarà uno dei temi chiave del 2025.





# Framework per gli investimenti nei mercati dei capitali



## Allocazioni rappresentative del Portfolio Solutions Group

■ ■ ■ ■ ■ POSIZIONAMENTO ATTUALE  
■ ■ ■ ■ ■ N VARIAZIONE RISPETTO A NOV. 2024

-- SOTTOPESO AD ALTA CONVINZIONE  
- SOTTOPESO  
= NEUTRALE  
+ SOVRAPPESO  
++ SOVRAPPESO AD ALTA CONVINZIONE

ASSET ALLOCATION	LA NOSTRA ANALISI					COMMENTO
	--	-	=	+	++	
<b>OBBLIGAZIONI</b> Duration			→	■		Per la prima volta negli ultimi anni, siamo passati a una posizione di sovrappeso di duration nei nostri portafogli. Dopo la recente salita, i rendimenti dei Treasury statunitensi a 10 anni si sono avvicinati a livelli oltre i quali, a nostro avviso, il potenziale di rialzo è limitato. Questo rende le obbligazioni un valido strumento per coprire la nostra aumentata esposizione azionaria e ciclica negli Stati Uniti.
<b>OBBLIGAZIONI</b> Credito			■	←		
<b>AZIONI</b> Livello di rischio			■			Il nostro scenario di base di un atterraggio morbido, favorevole ai fondamentali azionari, rimane invariato. Nel breve termine, l'esito delle elezioni americane probabilmente riporterà sul mercato gli investitori che avevano ridotto il rischio prima del voto e "anticiperà" parte del rialzo azionario del prossimo anno. Siamo consapevoli del fatto che nel medio termine non disponiamo ancora di informazioni sufficienti per avere un quadro più completo degli effetti di questo secondo mandato di Trump sui titoli azionari.
<b>INVESTIMENTI ALTERNATIVI</b> Mercati privati				■		L'esito delle elezioni statunitensi dovrebbe far crescere l'attività di negoziazione, anche se probabilmente avrà un impatto disomogeneo sulle opportunità di crescita e sui rischi all'interno dei singoli settori.
<b>INVESTIMENTI ALTERNATIVI</b> Hedge Fund				■		Gli hedge fund stanno beneficiando di un contesto di mercato favorevole ai gestori esperti. Continuiamo a prediligere strategie azionarie relative value, macro e market neutral.
<b>INVESTIMENTI ALTERNATIVI</b> Materie prime				■		Manteniamo un posizionamento neutrale nei principali mercati delle materie prime poiché la possibilità di un aumento dei rischi geopolitici è bilanciata da un'elevata capacità inutilizzata in alcuni mercati, come quello del greggio, che ne limita l'aumento in assenza di interruzioni fisiche delle forniture.
<b>TRANSIZIONE</b> Liquidità / Bassa duration		■	←			Ritornando a un posizionamento neutrale nell'azionario e reintroducendo duration nei portafogli, riduciamo l'esposizione alla liquidità e agli strumenti con 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 informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio di Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

# Allocazioni rappresentative nell'azionario globale del Portfolio Solutions Group



■ POSIZIONAMENTO ATTUALE  
■ VARIAZIONE RISPETTO A NOV. 2024

-- SOTTOPESO AD ALTA CONVINZIONE  
- SOTTOPESO  
= NEUTRALE  
+ SOVRAPPESO  
++ SOVRAPPESO AD ALTA CONVINZIONE

AZIONARIO	IL NOSTRO GIUDIZIO					COMMENTO
	--	-	=	+	++	
<b>REGIONE</b> Mercati sviluppati			■			Siamo passati a sovrappesare leggermente l'azionario statunitense e il nostro scenario di base di un atterraggio morbido rimane invariato. Abbiamo rafforzato l'esposizione azionaria statunitense attraverso segmenti del mercato diversi dalle mega cap che riteniamo meglio posizionati per un aumento degli utili e delle valutazioni.
<b>REGIONE</b> Stati Uniti			■	→		Siamo passati a una posizione di sottopeso nell'azionario europeo: L'incertezza relativa ai dazi doganali rappresenta un fattore negativo per la crescita e si aggiunge ad altri fattori sfavorevoli di natura strutturale che colpiscono l'azionario europeo. In Europa continuiamo a privilegiare le banche, in quanto i rendimenti sul capitale restano interessanti, alla luce delle attuali aspettative sui tassi terminali e delle valutazioni poco costose.
<b>REGIONE</b> Eurozona		■	←			Il rischio di un forte apprezzamento del JPY e i conseguenti effetti negativi sull'azionario giapponese sono stati isolati dalla rinnovata forza del dollaro USA, favorita dalla notevole crescita degli Stati Uniti e dai differenziali dei tassi d'interesse rispetto al resto del mondo. I miglioramenti strutturali interni del Giappone rimangono inalterati, mentre le valutazioni restano relativamente poco costose.
<b>REGIONE</b> Giappone				■		Il secondo mandato di Trump lascia presagire politiche protezionistiche e dazi ed è dunque una fonte di incertezza per le economie dei mercati emergenti che dipendono dalle esportazioni. La Cina sta affrontando difficoltà esogene, mentre l'assenza di politiche fiscali decisive a livello nazionale frena le prospettive di reflazione e di ripresa interna.
<b>REGIONE</b> Mercati emergenti			■			
<b>STILE</b> Growth vs. Value			■			Gli indici Growth continuano a essere eccessivamente esposti ai trend delle Big Tech, dove cerchiamo di mantenere la nostra esposizione al rischio vicina a livelli neutrali.
<b>STILE</b> Large vs. Small Cap				■		Le small cap hanno ancora un problema di eccesso di titoli "spazzatura" nell'indice che le rappresenta, ma dopo la recessione degli utili e l'elezione di Trump intravediamo la presenza di fattori catalizzatori per le società non mega cap, che potranno finalmente registrare performance migliori.
<b>STILE</b> Quality			■	←		Con un basso premio al rischio aggiuntivo sull'azionario ed una limitata accelerazione della crescita economica dovuta ai timori inflazionistici, continuiamo a preferire un orientamento Quality. Bilanciamo questo orientamento con un'esposizione ciclica selettiva.
<b>STILE</b> Dividendi			■			Riteniamo che il rischio di esposizione allo stile Dividend yield sia bilanciato. Un dividend yield elevato come fattore di stile indipendente non implica qualità, anche se molti fondi orientati alla distribuzione di dividendi ricercano anche fattori di qualità.

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

# Allocazioni rappresentative nell'obbligazionario globale del Portfolio Solutions Group



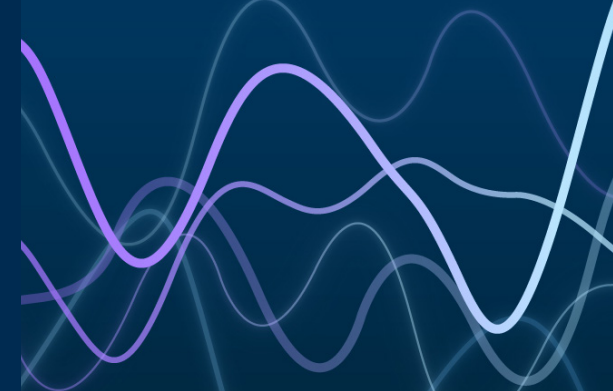
■ POSIZIONAMENTO ATTUALE  
■ VARIAZIONE RISPETTO A NOV. 2024

-- SOTTOPESO AD ALTA CONVINZIONE  
- SOTTOPESO  
= NEUTRALE  
+ SOVRAPPESO  
++ SOVRAPPESO AD ALTA CONVINZIONE

OBBLIGAZIONARIO	IL NOSTRO GIUDIZIO					COMMENTO
	--	-	=	+	++	
<b>OBBLIGAZIONI</b> Treasury statunitensi			➔	■		Siamo passati a un leggero sovrappeso di duration nei portafogli: dopo il recente rialzo, i rendimenti si trovano su livelli che dovrebbero consentire loro di agire da copertura più efficace rispetto alla nostra esposizione agli asset rischiosi.
<b>OBBLIGAZIONI</b> Obbligazioni indicizzate all'inflazione			■			I breakeven sono aumentati di recente e, sebbene possano ancora aumentare, oggi sono più vicini al "fair value" di quanto non lo fossero un mese fa.
<b>OBBLIGAZIONI</b> Obbligazioni governative dell'Eurozona			➔	■		Come nel caso dei Treasury USA, siamo passati a un leggero sovrappeso di duration: i rendimenti sono infatti su livelli che dovrebbero consentire loro di agire da copertura più efficace contro l'esposizione agli asset rischiosi.
<b>OBBLIGAZIONI</b> Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti			■			Gli spread dei mercati emergenti si sono significativamente ridotti dopo la correzione estiva. Anche se alquanto costosa, continuiamo a riconoscere il valore relativo di questa classe di attivo rispetto ad altre aree molto costose del reddito fisso.
<b>OBBLIGAZIONI</b> Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti			■			Il debito dei mercati emergenti in valuta locale sembra offrire un certo valore su base relativa, con valutazioni più vicine al "fair value" e non elevate rispetto a quanto accaduto storicamente. Tuttavia, è probabile che l'esito delle elezioni statunitensi confermi la forza del dollaro statunitense nel breve termine, frenando i rendimenti di questa classe di attivo.
<b>CREDITO PUBBLICO</b> Obbligazioni municipali			■			Gli spread tra obbligazioni municipali e Treasury si sono ridotti e oggi sembrano meno convenienti e più vicini al "fair value". Continuiamo a consigliare questa classe di attivo agli investitori soggetti a imposizione fiscale, ma rispetto a un mese fa è leggermente meno interessante.
<b>CREDITO PUBBLICO</b> Investment Grade		■				Gli spread attualmente si trovano ai minimi storici, l'extra rendimento rispetto ai Treasury USA dovrebbe essere minimo e i titoli IG restano sensibili a rischi estremi negativi. Le nostre prospettive economiche evitano un sottopeso ad alta convinzione.
<b>CREDITO PUBBLICO</b> MBS/ABS					■	Confermiamo l'alto livello di convinzione sugli ABS e il rendimento per unità di qualità del credito rimane interessante. I tassi fissi sui mutui a 30 anni USA sono più alti dei rendimenti delle obbligazioni societarie con rating BB, un evento raro in 25 anni.
<b>CREDITO PUBBLICO</b> High yield		■	➔			Poiché gli spread sono sui minimi storici per tutti i rating creditizi, vediamo margini di rialzo ridotti per questa classe di attivo e preferiamo allocare le nostre risorse in aree dell'obbligazionario con valutazioni meno eccessive.
<b>CREDITO PUBBLICO</b> Prestiti bancari			➔	■		I prestiti bancari non hanno registrato un rialzo comparabile a quello di altre classi obbligazionarie rischiose e gli extra rendimenti sono attualmente interessanti, soprattutto su base relativa.

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

# Commento rappresentativo degli strumenti alternativi del Portfolio Solutions Group



## INVESTIMENTI ALTERNATIVI

## COMMENTO

<p><b>MERCATI PRIVATI</b> Private equity</p>	<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 interessanti. Sebbene una delle regole fondamentali dell'investimento nel private equity sia quella di limitare l'esposizione ai rischi esogeni, l'esito delle elezioni statunitensi dovrebbe far crescere l'attività di negoziazione, anche se probabilmente avrà un impatto disomogeneo sulle opportunità di crescita e sui rischi all'interno dei singoli settori. La prospettiva di una deregolamentazione potrebbe portare a un aumento delle opportunità nei settori della finanza e della salute, mentre il calo degli interventi antitrust potrebbe dare il via a un aumento e a una maggiore diffusione delle operazioni di fusione e acquisizione. Tuttavia, poiché le politiche di crescita verosimilmente causeranno un aumento dell'inflazione, continuiamo a concentrarci sulle strategie di middle market che fanno meno affidamento sulla leva finanziaria e sono ben posizionate per implementare iniziative di asset management in grado di ampliare i margini e rilanciare la crescita reale degli utili.</p>
<p><b>MERCATI PRIVATI</b> Private Real Estate</p>	<p>L'immobiliare commerciale core ha interrotto una serie negativa di sette trimestri consecutivi, generando un rendimento positivo nel terzo trimestre. La prolungata correzione è attribuibile all'aumento dei costi del debito e ai segmenti con un'offerta elevata. Quest'anno e nel 2025 giungerà a scadenza una quantità significativa di debito immobiliare commerciale che, secondo le attese, porterà a un aumento dei volumi delle transazioni con valutazioni di ingresso interessanti. Proseguono le dinamiche favorevoli di lungo termine nei settori chiave, mentre i problemi sul versante dell'offerta iniziano a ridimensionarsi. Ci aspettiamo che tali dinamiche possano determinare un ulteriore miglioramento dei prezzi e offrire opportunità interessanti.</p> <p>Le infrastrutture private continuano a partecipare alle opportunità di investimento legate ai mega trend della digitalizzazione e della produzione di energia. Questi temi convergono nel momento in cui i servizi di elaborazione dati richiedono energia e l'intelligenza artificiale generativa (AI) 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 interessanti prospettive di crescita. Il volume delle negoziazioni nell'ambito delle infrastrutture, inoltre, è in crescita in tutti i settori, soprattutto in quello dei trasporti, che sta evidenziando un recupero grazie alla ripresa dell'utilizzo degli aeroporti e delle strade a pedaggio dopo lo shock alla mobilità provocato dalla recente pandemia. Negli Stati Uniti, dobbiamo adottare un approccio selettivo per garantire che l'attività di investimento sia allineata alle future modifiche sul versante delle politiche. Se da un lato riteniamo che gli investimenti nell'eolico e nel fotovoltaico onshore, competitivi sul piano dei costi, abbiano raggiunto un momentum irreversibile, dall'altro crediamo che il sostegno a iniziative ancora in fase iniziale e dipendenti dai sussidi, come l'eolico offshore e l'idrogeno, sia a rischio, in favore dell'espansione della produzione convenzionale di petrolio e gas. Ad oggi abbiamo riscontrato un sostegno bipartisan alla produzione di energia nucleare e all'espansione dell'accessibilità alla banda larga, ma le relative politiche dovranno essere valutate attentamente man mano che ne diverranno noti i dettagli.</p>
<p><b>MERCATI PRIVATI</b> Private credit</p>	<p>I prezzi e le condizioni dei prestiti privati sono nuovamente in linea con la media di lungo periodo, ma i tassi elevati e le insolvenze contenute mantengono alte le aspettative in termini di rendimento totale. Poiché le aziende sono alla continua ricerca di modi con cui gestire i flussi di cassa, le strategie "special situation" possono sfruttare prezzi e condizioni favorevoli per cogliere le opportunità a cavallo tra i mandati più rigidi.</p>
<p><b>INVESTIMENTI ALTERNATIVI LIQUIDI</b> Hedge Fund</p>	<p>Gli hedge fund stanno beneficiando di un contesto di mercato favorevole ai gestori esperti. Continuiamo a prediligere strategie azionarie relative value, macro e market neutral. Nell'ambito delle strategie macro, privilegiamo le strategie discrezionali con un orientamento tattico, visti i livelli favorevoli di dispersione economica a livello di mercato e di fondamentali. Nell'ambito delle strategie azionarie, manteniamo la nostra convinzione nell'azionario long/short fondamentale, ma nutriamo anche una crescente fiducia nelle strategie azionarie quantitative che stanno beneficiando del calo della correlazione tra i prezzi degli attivi a livello di azionario dovuto alle incertezze macroeconomiche e geopolitiche.</p>
<p><b>INVESTIMENTI ALTERNATIVI LIQUIDI</b> Materie prime</p>	<p>Abbiamo chiuso la nostra posizione nei futures sul petrolio: nell'attuale congiuntura i rischi geopolitici si presentano in modo più binario e il potenziale di rialzo, salvo gravi turbative dell'offerta, appare limitato, rendendo meno interessante la posizione come copertura del nostro portafoglio.</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 informazioni riportate nel presente documento non tengono conto degli obiettivi finanziari, della situazione e delle esigenze specifiche dei singoli investitori. I segnali rappresentano il giudizio di Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.

# Portfolio Solutions Group

Il Portfolio Solutions Group fornisce un'analisi macroeconomica top-down del mercato azionario, obbligazionario e degli strumenti alternativi, volta ad aiutare i clienti a trarre vantaggio dall'evoluzione delle dinamiche economiche e dalle anomalie del mercato a livello globale.

Il team elabora soluzioni di investimento personalizzate multi-asset su una gamma di portafogli sia ampiamente diversificati che estremamente concentrati.



**JIM CARON**  
*Chief  
Investment Officer,  
Managing Director*



**EWA TUREK  
SEMMELOTH**  
*Executive Director*



**ERIC ZHANG**  
*Executive Director*



**SCHUYLER HOOPER**  
*Executive Director*



**GREG WATERMAN**  
*Vice President*



**UMAR MALIK**  
*Vice President*



**CHRIS CHIA**  
*Vice President*



**SACHIN RAGHAVAN**  
*Associate*

# Asset Allocation Committee

L'Asset Allocation Committee è un gruppo indipendente di professionisti dell'investimento senior 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**

*Portfolio Manager, Head of Investment Strategy for the High Yield Team*

## **CRAIG BRANDON**

*Portfolio Manager, Co-Head of the Municipals Team*

## **JIM CARON**

*Chief Investment Officer, Portfolio Solutions Group*

## **AARON DUNN**

*Portfolio Manager, Co-Head of the Value Equity Team*

## **GREG FINCK**

*Portfolio Manager, Co-Head of the Mortgage and Securitized Team*

## **BRAD GODFREY**

*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, Co-Lead Portfolio Manager, Passport Equity*

## **VISHAL KHANDUJA**

*Portfolio Manager, Co-Head of the Broad Markets Fixed Income Team*

## **KYLE LEE**

*Portfolio Manager, Co-Head of the Emerging Markets Team*

## **SCOTT R. NORBY**

*Private Credit and Equity*

## **ANDREW SLIMMON**

*Senior Portfolio Manager, Head of Applied Equity Advisors*

## **ANDREW SZCZUROWSKI**

*Portfolio Manager, Co-Head of the Mortgage and Securitized Team*

## **STEVEN TURNER**

*Head of Investment Selection, Portfolio Solutions Group*

## **MARK VAN DER ZWAN**

*Chief Investment Officer and Head of the AIP Hedge Fund Team*

## CONSIDERAZIONI SUI RISCHI

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal portafoglio diminuisca e che il valore delle azioni del portafoglio sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarle. I valori di mercato possono cambiare quotidianamente a causa di eventi economici e di altro tipo (ad es. catastrofi naturali, crisi sanitarie, terrorismo, conflitti e disordini sociali) che interessano mercati, paesi, aziende o governi. È difficile prevedere le tempistiche, la durata e i potenziali effetti negativi (ad esempio la liquidità del portafoglio) degli eventi. Di conseguenza, l'investimento in questo portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi. La **asset allocation/diversificazione** non protegge dalle perdite in un particolare mercato, tuttavia permette di distribuire il rischio tra le varie classi di attivo. Le valutazioni dei **titoli azionari** tendono in genere a oscillare 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 dei paesi emergenti** sono maggiori di quelli generalmente associati agli investimenti in paesi 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 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. I **titoli garantiti da ipoteche e da collaterale** (MBS e ABS) sono esposti al rischio di rimborso anticipato e a un più elevato rischio d'insolvenza e possono essere difficili da valutare e vendere (rischio di liquidità). Essi sono altresì soggetti ai rischi di credito, di mercato e di tasso d'interesse. Determinati **titoli di Stato americani**, come quelli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac, non sono garantiti dal "full faith and credit" (piena fiducia e credito) degli Stati Uniti. È possibile che in futuro questi emittenti non dispongano

dei fondi per onorare i propri obblighi di pagamento. L'emittente o l'autorità governativa che controlla il rimborso del debito sovrano potrebbe non essere disposta o in grado di rimborsare il capitale e/o pagare gli interessi alla data di scadenza, conformemente ai termini e alle condizioni di tali obblighi. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei mercati dei paesi emergenti sono maggiori di quelli generalmente associati agli investimenti in paesi sviluppati. I Real Estate Investment Trust sono soggetti a rischi simili a quelli legati alla proprietà diretta di immobili e dipendono da fattori quali le capacità di gestione del management e modifiche delle normative fiscali. I **titoli vincolati e illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità). Gli **strumenti derivati** possono essere illiquidi, amplificare le perdite in misura più che proporzionale e avere un impatto negativo potenzialmente consistente sulla performance. La negoziazione e l'esposizione a **investimenti nelle materie prime** possono comportare rischi considerevoli e sottoporre il Portafoglio a una maggiore volatilità. I **portafogli non diversificati** spesso investono in un numero più limitato di emittenti. Pertanto, le variazioni della situazione finanziaria o del valore di mercato di un singolo emittente possono causare una maggiore volatilità. Investendo in **titoli di società di investimento**, il portafoglio è soggetto ai rischi sottostanti dei titoli detenuti in portafoglio da quella società di investimento. In aggiunta alle commissioni e alle spese di portafoglio, un portafoglio sostiene in generale le commissioni e le spese della società di investimento. Gli **investimenti alternativi** sono destinati esclusivamente a investitori qualificati. Gli investimenti alternativi, compresi gli **hedge fund**, offrono una liquidità limitata e comportano inoltre i rischi inerenti agli investimenti in titoli e derivati, al ricorso alla leva finanziaria e alle vendite allo scoperto. L'investimento in un fondo di investimento alternativo può essere speculativo e non deve costituire la totalità di un programma di investimento. Questa sintesi ha finalità puramente informative e non costituisce un'offerta di vendita né la sollecitazione di un'offerta di acquisto di partecipazioni in alcun fondo.

## DEFINIZIONI DEGLI INDICI

L'indice **Bloomberg Aggregate Bond** è un indice composto da circa 6.000 obbligazioni quotate in borsa, tra cui obbligazioni governative, garantite da ipoteca, societarie e Yankee degli Stati Uniti con una scadenza media di circa 10 anni.

L'indice **S&P 500®** misura la performance del segmento delle large cap nel mercato azionario statunitense e copre all'incirca il 75% dello stesso. L'indice comprende le prime 500 società che operano nei settori di punta dell'economia statunitense.

L'**S&P 500® Equal Weight Index (EWI)** è la versione equiponderata dell'S&P 500. L'indice comprende le stesse società dell'S&P 500 ponderato per la capitalizzazione, ma a ciascuna società dell'S&P 500 EWI viene allocata una ponderazione fissa dello 0,2% del totale dell'indice a ciascun ribilanciamento trimestrale.

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 l'insieme di opportunità offerto agli investitori internazionali dalla Cina continentale e da Hong Kong.

L'indice **MSCI Japan** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante, che replica la performance dei titoli azionari giapponesi quotati sui listini del Tokyo Stock Exchange, dell'Osaka Stock Exchange, del JASDAQ e del Nagoya Stock Exchange. L'indice MSCI Japan è costruito in base alla MSCI Global Investable Market Indices Methodology, con l'obiettivo di raggiungere una copertura di capitalizzazione di mercato corretta per il flottante dell'85%.

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 prevede il reinvestimento dei dividendi netti.

L'indice **NCREIF Property** riflette l'andamento trimestrale del tasso di rendimento totale composito basato su serie temporali di un pool molto ampio di singole proprietà immobiliari commerciali acquisite sul mercato privato a fini esclusivi d'investimento.

## INFORMAZIONI IMPORTANTI

**I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.** I rendimenti di cui si parla nella presente pubblicazione sono quelli degli indici di riferimento e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico.

**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. Nei conti separati gestiti in base a una determinata strategia possono essere inseriti valori mobiliari che non replicano la performance di un particolare 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.

## 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, DO2 NY19, Irlanda.

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

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.

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, 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.

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 ("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 (Filiale di Amsterdam), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. **Francia** – MSIM FMIL (Filiale di Parigi), 61 rue de Monceau 75008 Parigi, Francia.

**Spagna** – MSIM FMIL (Filiale di Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Spagna. **Germania** – MSIM FMIL, Filiale di Francoforte, Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Francoforte sul Meno, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Danimarca** – MSIM FMIL (Filiale di Copenhagen), Gorrissen 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.

**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)

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

## ASIA PACIFICO

**Hong Kong** – Il presente materiale è distribuito da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente agli "investitori professionali", ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo materiale non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente materiale è distribuito da Morgan Stanley Investment Management Company e non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional

investor", ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato), ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che, anche in questi casi, la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. 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 qualificano come "clienti wholesale" secondo le definizioni indicate nel Corporations Act. Il presente materiale non verrà depositato presso la Australian Securities and Investments Commission.

**Giappone** – Il presente materiale è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente materiale viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni 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 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 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 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.