

Morgan Stanley

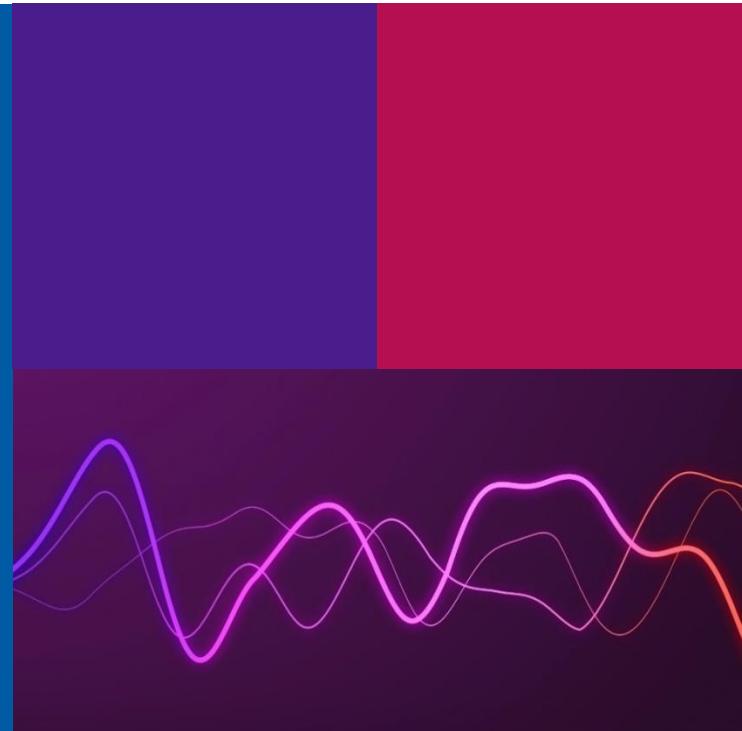
INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

Bonds | Equities | Alternatives | Transition

Guida mensile ai mercati globali e all'asset allocation

Settembre 2025



TEMI PRINCIPALI

3

OBBLIGAZIONI

24

AZIONI

36

INVESTIMENTI
ALTERNATIVI

47

TRANSIZIONE

53

The **BEAT**, in precedenza noto come Monthly Market Monitor, illustra la correlazione tra gli sviluppi del mercato e le relative conseguenze per i portafogli degli investitori.

Questa rassegna mensile, che tratta di **Bonds**, **Equities**, **Alternatives and Transition***, cioè i temi dell'azionario, obbligazionario, investimenti alternativi e transizione, presenta informazioni tempestive su un'ampia gamma di mercati e argomenti riguardanti gli investimenti.

Ogni edizione approfondisce idee d'investimento, individua aree di interesse e fornisce una prospettiva completa sull'asset allocation, basandosi su una rassegna sintetica dei dati economici e delle diverse classi di attivo attraverso grafici chiari e di forte impatto.

Riteniamo che The **BEAT** sia una pubblicazione di consultazione imprescindibile per chi desidera discutere i mercati finanziari e studiarli in modo più informato.



Se si sta visualizzando questa pubblicazione sul computer o sul tablet, **fare clic o toccare la casella della sezione per passare all'inizio di ciascuna sezione.**

Dati forniti a scopo puramente informativo. Per importanti informazioni aggiuntive si rimanda alla fine della relazione.

*La transizione è una tesi di asset allocation che si riferisce alla possibilità di utilizzare liquidità, strumenti equivalenti alla liquidità o attivi liquidi con duration breve, ad esempio i Treasury a breve scadenza, per attuare la transizione verso altre classi di attivo.

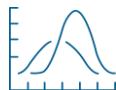
In breve: posizionarsi per una crescita determinata dall'offerta

Un nuovo tema d'investimento che stiamo monitorando è il passaggio da una crescita generata lato domanda dalla pubblica amministrazione (o settore pubblico) a una crescita generata lato offerta dal settore privato, preceduta da iniziative di deregolamentazione e culminata nel One Big Beautiful Bill Act (OBBBA). Questo passaggio sarà in un primo momento non lineare, creerà flessioni nei mercati e causerà un parziale peggioramento dell'occupazione, ma alla fine potrebbe portare a un modello di crescita più produttivo. Tuttavia, la crescita e gli utili non saranno distribuiti in modo uniforme ed è qui che scorgiamo delle opportunità.



Una possibile traiettoria per i tagli dei tassi da parte della Fed

La Fed sta valutando i rischi di un peggioramento del mercato rispetto ad un'inflazione superiore al target. A quanto pare la banca centrale considera più importante affrontare il rischio di un brusco aumento del tasso di disoccupazione anziché i rischi di inflazione. È chiaro che la Fed si basa sulla propria curva di Phillips, secondo la quale un aumento del tasso di disoccupazione dovrebbe contenere l'inflazione.



Irridimento della curva e stimoli fiscali

La riduzione dei tassi di riferimento e una politica fiscale più accomodante, tramite programmi di incentivi e d'investimento, creano l'opportunità di finanziare le passività con liquidità a breve termine a un costo inferiore per conseguire rendimenti d'investimento futuri più elevati. Entrambi questi aspetti sono positivi sul piano dell'offerta per l'azionario statunitense e per le obbligazioni high yield.



Manodopera ad un prezzo ragionevole

La rapida crescita dell'occupazione nel settore pubblico negli ultimi anni ha fatto aumentare il costo del lavoro e ostacolato la crescita dei posti di lavoro nel ben più produttivo settore privato. Il mix di politiche adottato dalla nuova amministrazione potrebbe spostare l'ago della bilancia occupazionale verso il settore privato attraverso incentivi fiscali.



Sollievo sui margini in arrivo

Sebbene i dazi comportino un aumento dei costi, la deregolamentazione, gli sgravi fiscali basati sugli incentivi, e la forza lavoro resa disponibile al settore privato dal ridimensionamento di quello pubblico potrebbero tenere a freno l'inflazione salariale e consentire alle aziende di aumentare la capacità senza sacrificare i margini. Ecco un altro aspetto positivo sul versante dell'offerta da monitorare nei prossimi trimestri.

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.

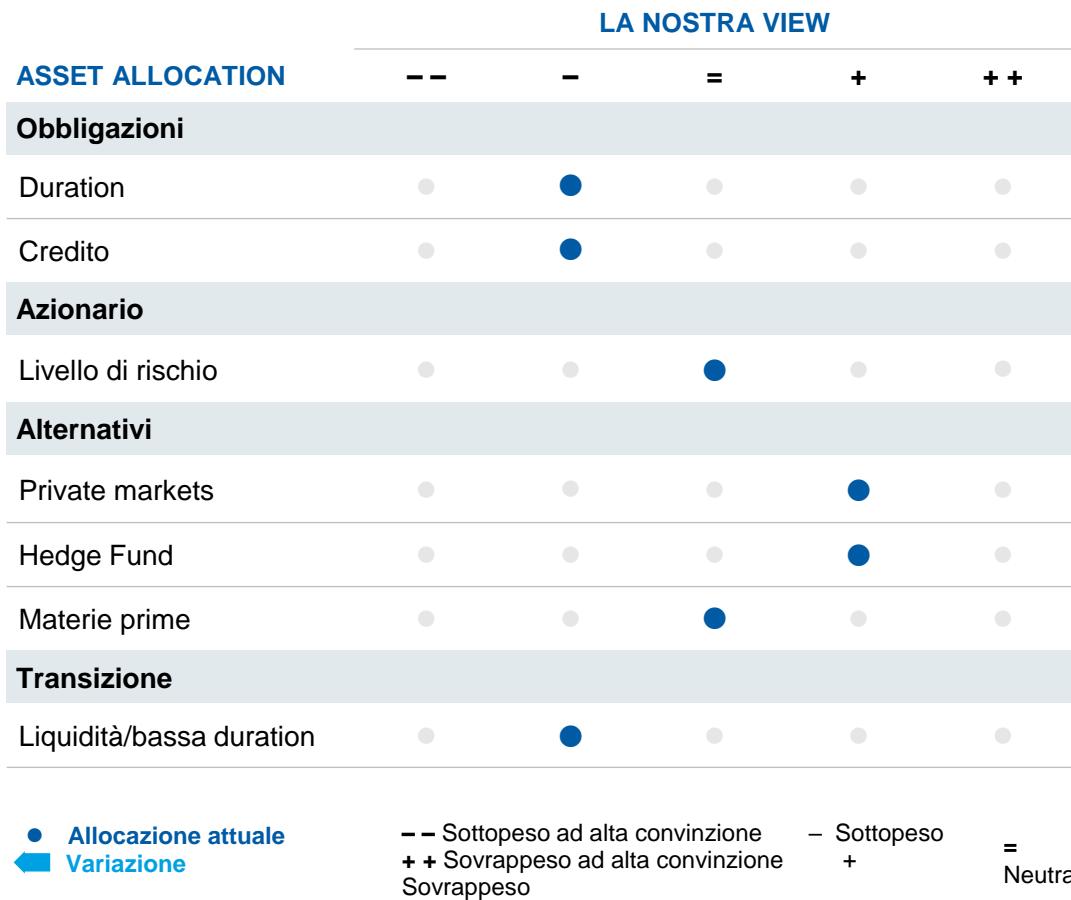
Posizionamento del portafoglio: principali giudizi attivi

- 1 O/W nell'azionario statunitense: possibilità di ulteriori sorprese al rialzo sugli utili
 - 2 Confermata la preferenza per le large cap statunitensi a scapito delle small e mid cap
 - 3 Posizionamento selettivo in Europa: neutrale nel complesso, con un O/W nelle banche e mid cap
 - 4 Duration: Modesto U/W negli Stati Uniti, con un bias verso l'irridimento della curva
 - 5 Preferenza per il credito high yield rispetto all'investment grade (IG), in quanto i rischi di recessione sono bassi
 - 6 Aggiunta di carry su valute: esposizione al credito UE con copertura in dollari USA (USD)
 - 7 Gli MBS/RMBS non emessi da agenzia rimangono il principale O/W obbligazionario
-

Nota: O/W significa sovrappeso e U/W significa sottopeso. 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.

POSIZIONAMENTO

Quadro di riferimento per gli investimenti nei mercati dei capitali



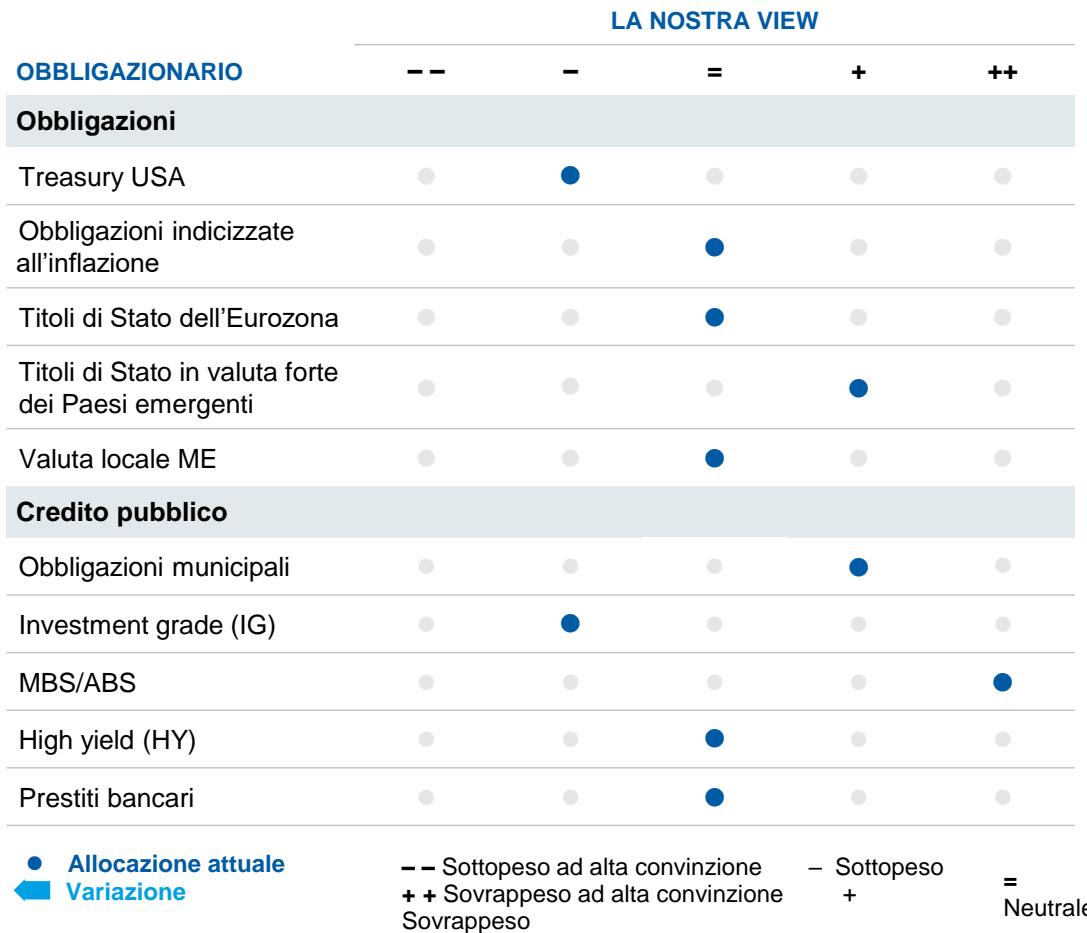
Punti in Focus:

- 1 Mantenere un leggero U/W di duration.
- 2 Il credito societario rimane poco conveniente; in termini relativi, continuare a preferire il debito dei mercati emergenti in valuta forte e i titoli garantiti da collaterale (ABS).
- 3 Mantenere un posizionamento neutrale nell'azionario 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.

POSIZIONAMENTO

Obbligazionario globale



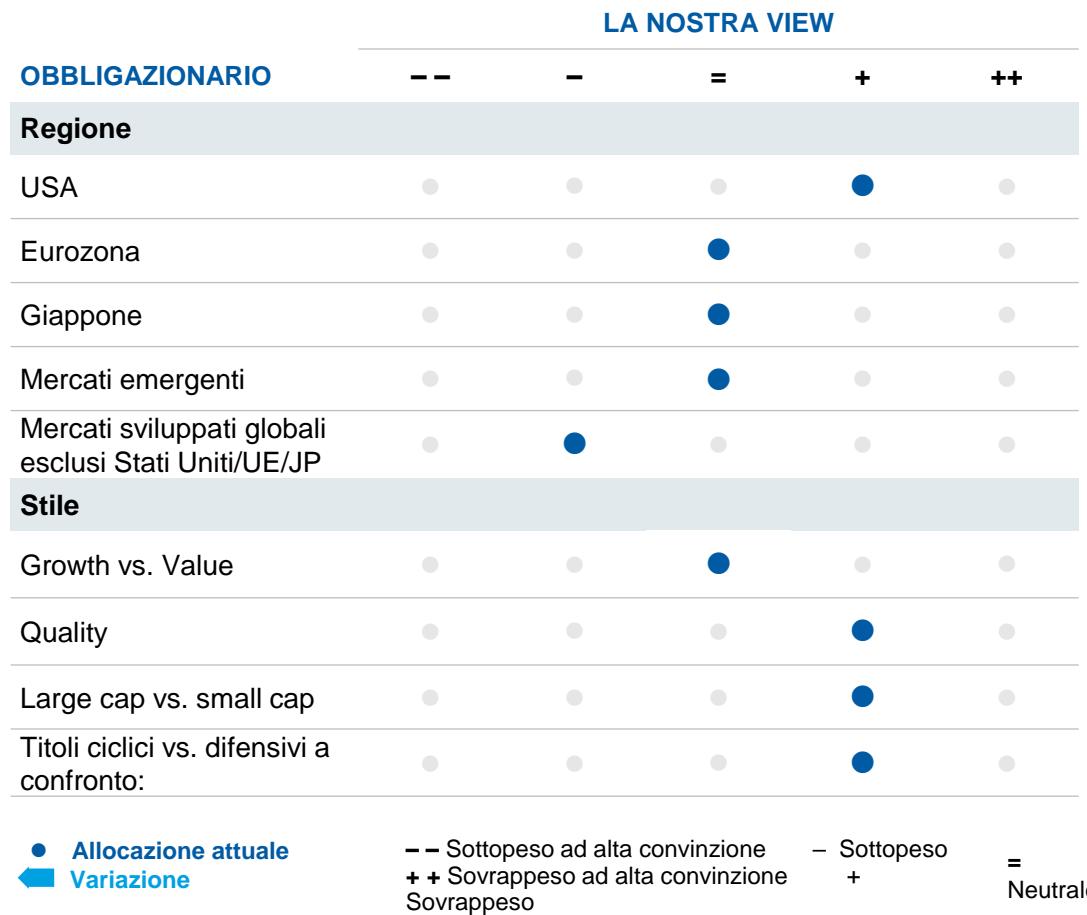
Punti in Focus:

- 1** Confermare gli MBS/ABS come nostro O/W obbligazionario a più alta convinzione.
- 2** Continuare a esprimere una preferenza per l'obbligazionario europeo rispetto a quello statunitense tramite titoli HY e governativi (con copertura in USD).
- 3** Mantenere un U/W nei titoli investment grade perché gli spread sono tornati sui minimi storici.

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.

POSIZIONAMENTO

Azionario globale



Punti in Focus:

- 1** Confermare l'O/W negli Stati Uniti sulla base delle revisioni al rialzo degli utili che mostrano un trend positivo.
- 2** Esposizione mirata in Europa, nel complesso neutrale, ma composta da O/W nelle banche, O/W nelle mid cap (MDAX) e U/W nel segmento core.
- 3** Preferenza per le large cap statunitensi rispetto alle small/mid cap; esposizione mirata alle mid cap in Germania.

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.

Principali temi di portafoglio

TEMA DI INVESTIMENTO	DESCRIZIONE	IMPLEMENTAZIONE
Rinascimento degli investimenti in UE	Dopo decenni di sottoinvestimento, l'UE, trainata dalla Germania, sta espandendo i bilanci pubblici.	<ul style="list-style-type: none"> • O/W nelle banche dell'UE • O/W nel MDAX (mid cap) • O/W nel credito
Esplosione della produttività statunitense	L'adozione dell'IA, gli sgravi fiscali, la deregolamentazione e la contrazione dell'occupazione nel settore pubblico porteranno a un boom alimentato dall'aumento della produttività.	<ul style="list-style-type: none"> • O/W nell'azionario USA • O/W nel credito
Il credito societario non è conveniente	Gli spread societari offrono un rapporto rischio/rendimento inadeguato in un contesto economico caratterizzato da un'alta volatilità, con tassi d'insolvenza ancora ragionevolmente elevati.	<ul style="list-style-type: none"> • U/W nelle obbligazioni societarie • O/W nel debito strutturato e nell'EMD
Preferenza per l'obbligazionario UE rispetto a quello statunitense	Tassi d'insolvenza più bassi, spread più ampi, rendimenti con copertura più elevati.	<ul style="list-style-type: none"> • O/W in tassi UE HY/IG vs. U/W USA
Appiattimento della curva dei rendimenti dei titoli di Stato giapponesi a 10/30 anni	Curva dei rendimenti ripida, rendimenti con copertura più elevati, garanzia di acquisto dell'offerta da parte del Ministero delle Finanze, domanda da parte degli investitori esteri.	<ul style="list-style-type: none"> • O/W 30 anni, U/W scadenze medie (parità di duration)

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.

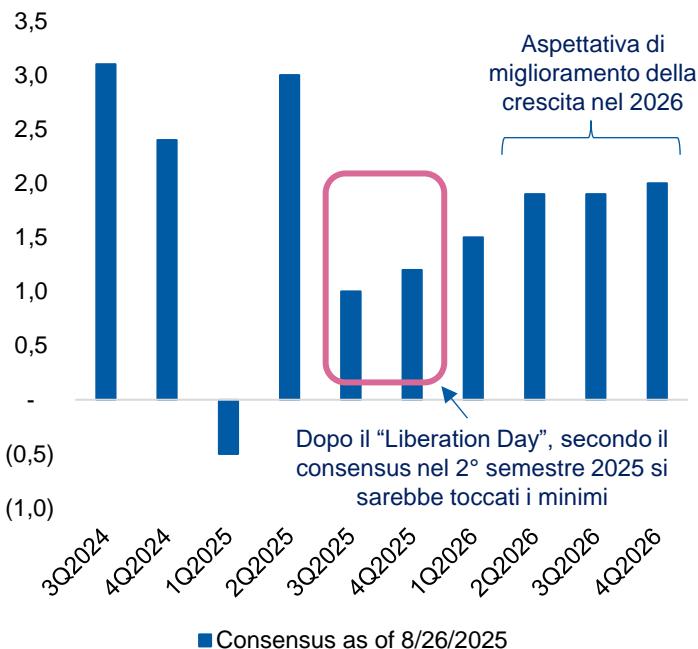
MACRO: ELEMENTI ALLA BASE DEL GIUDIZIO

L'attuale rallentamento del PIL è temporaneo: per il 2026 si attende una ripresa

Il mercato attende impaziente un miglioramento della crescita, nutrendo maggiore fiducia durante un superamento del minimo senza sorprese negative

Secondo il consensus, il 2° semestre 2025 vedrà un rallentamento della crescita statunitense...

Crescita del PIL reale statunitense secondo il consensus, su base trimestrale e destagionalizzata



... ma i mercati già se l'aspettavano

Media degli indici standardizzati Citi Surprise Index e GS U.S. Econ. Surprise Index



Fonte: Bloomberg, Goldman Sachs, Citi Bank, MSIM. Al 26 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.

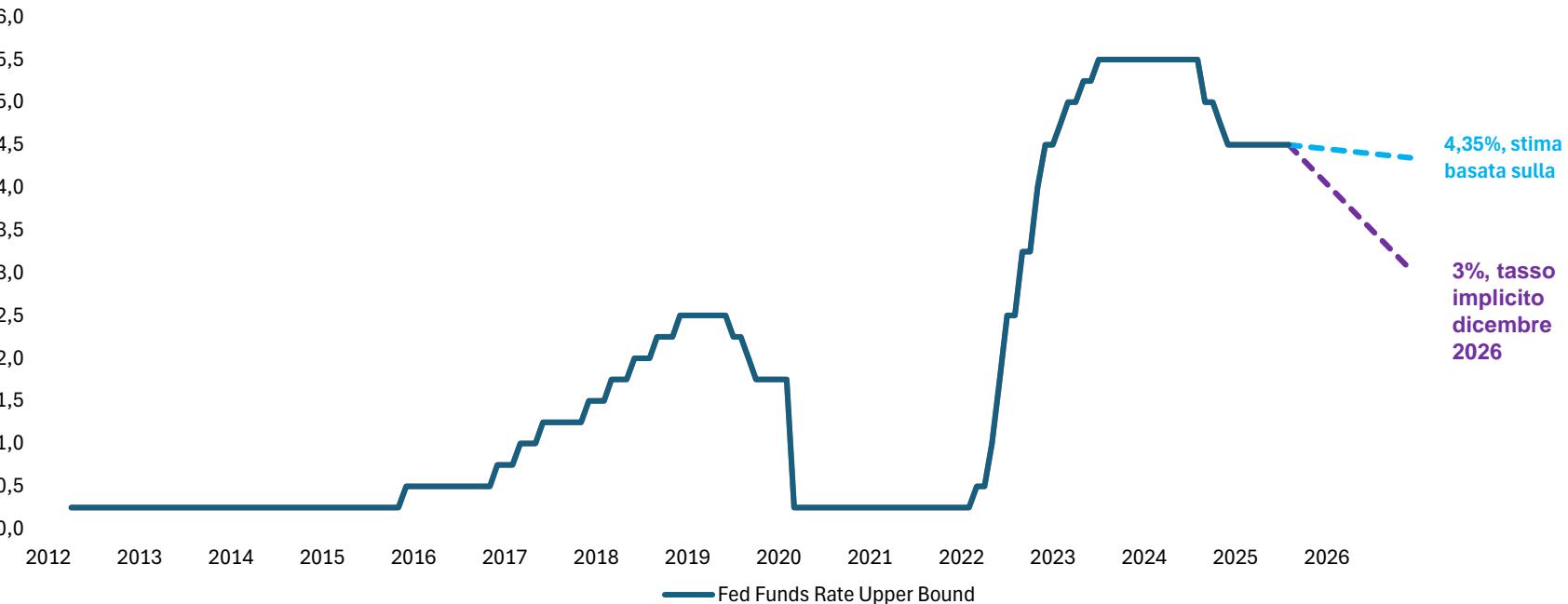
MACRO: ELEMENTI ALLA BASE DEL GIUDIZIO

A nostro avviso il mercato si aspetta troppi tagli dei tassi

Riteniamo che nel 2026 la crescita sia destinata ad accelerare, rendendo improbabile che possano verificarsi tutti e cinque i tagli attesi dal consensus entro la fine del 2026. Questo ci conforta nella nostra scelta di un leggero sottopeso di duration.

Osservando l'inflazione attuale e le stime della Fed sulla disoccupazione, quello che prezza attualmente il mercato indica un eccessivo ottimismo

Limite superiore del tasso della Fed con tasso implicito calcolato in base alla regola di Taylor e tasso implicito della Fed nei future a dicembre 2026



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 25 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.

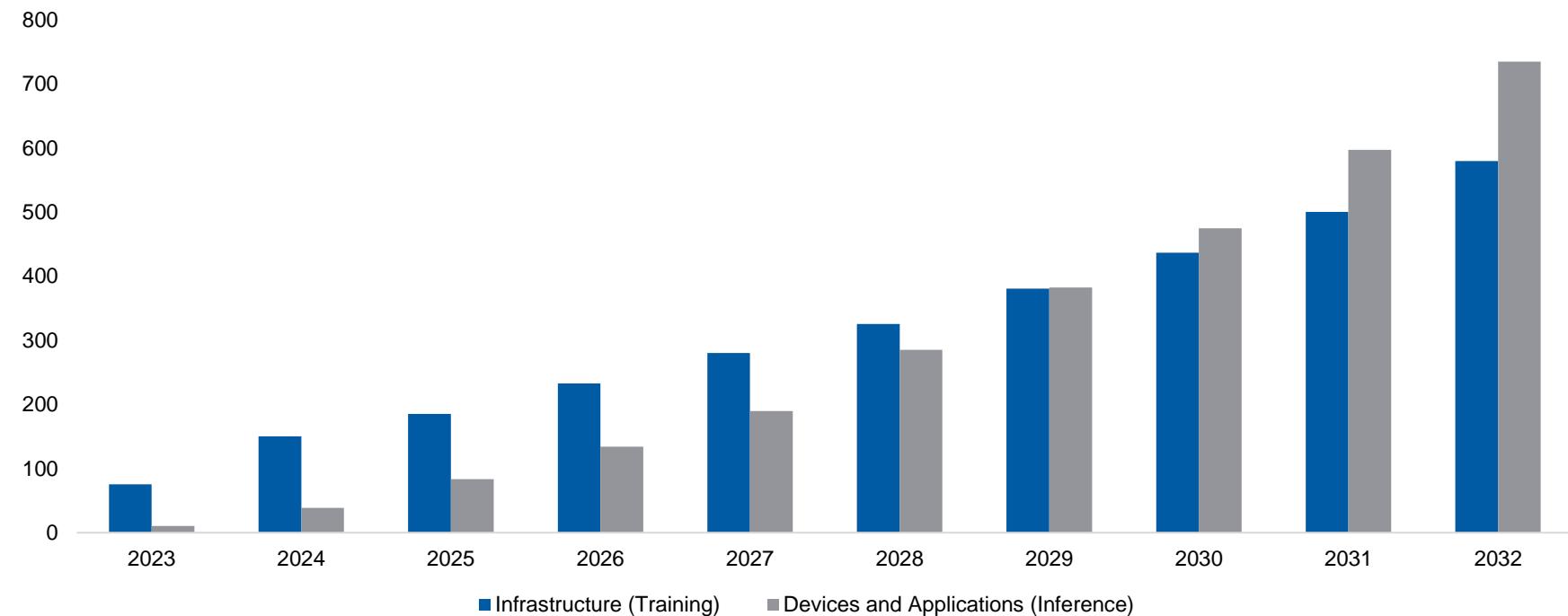
MACRO: ELEMENTI ALLA BASE DEL GIUDIZIO

IA: l'inferenza si rivela un nuovo motore di espansione dei ricavi

Dal 2023, il boom degli investimenti nell'IA ha interessato principalmente il training dei Large Language Model, a vantaggio di un ristretto gruppo di operatori infrastrutturali. Ci attendiamo che le opportunità di generare ricavi si amplieranno man mano che l'inferenza – cioè la capacità dell'IA di trarre conclusioni sulla base di nuovi dati e non sulla base di esempi precedenti – prenderà piede.

Con l'aumento della domanda di inferenza, gli investimenti nell'IA vanno oltre quelli necessari per il training

Previsione sul mercato potenziale: training vs. inferenza IA (in miliardi di USD)



Fonte: Bloomberg Intelligence, MSIM. Al 22 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.

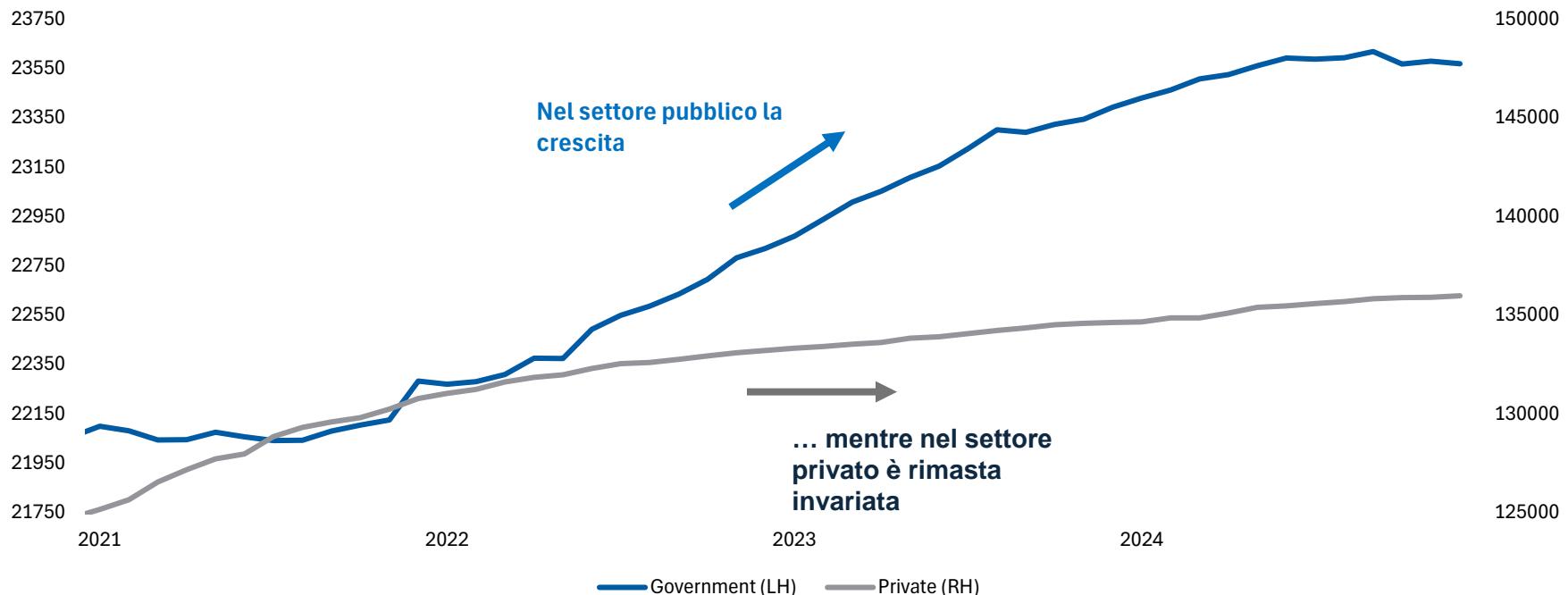
MACRO: ELEMENTI ALLA BASE DEL GIUDIZIO

In futuro, la crescita dell'occupazione verrà dal settore privato, mentre quello pubblico subirà una contrazione

Sulla scia delle politiche adottate, il motore della crescita occupazionale passerà dal settore pubblico a quello privato determinando prevedibilmente un aumento della produttività e dei margini

Dal 2020, la crescita dell'occupazione nel settore pubblico ha sempre superato quella del settore privato: le politiche adottate mirano a voltare pagina

Occupazione nei settori non agricoli, dati destagionalizzati (in migliaia)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 31 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.

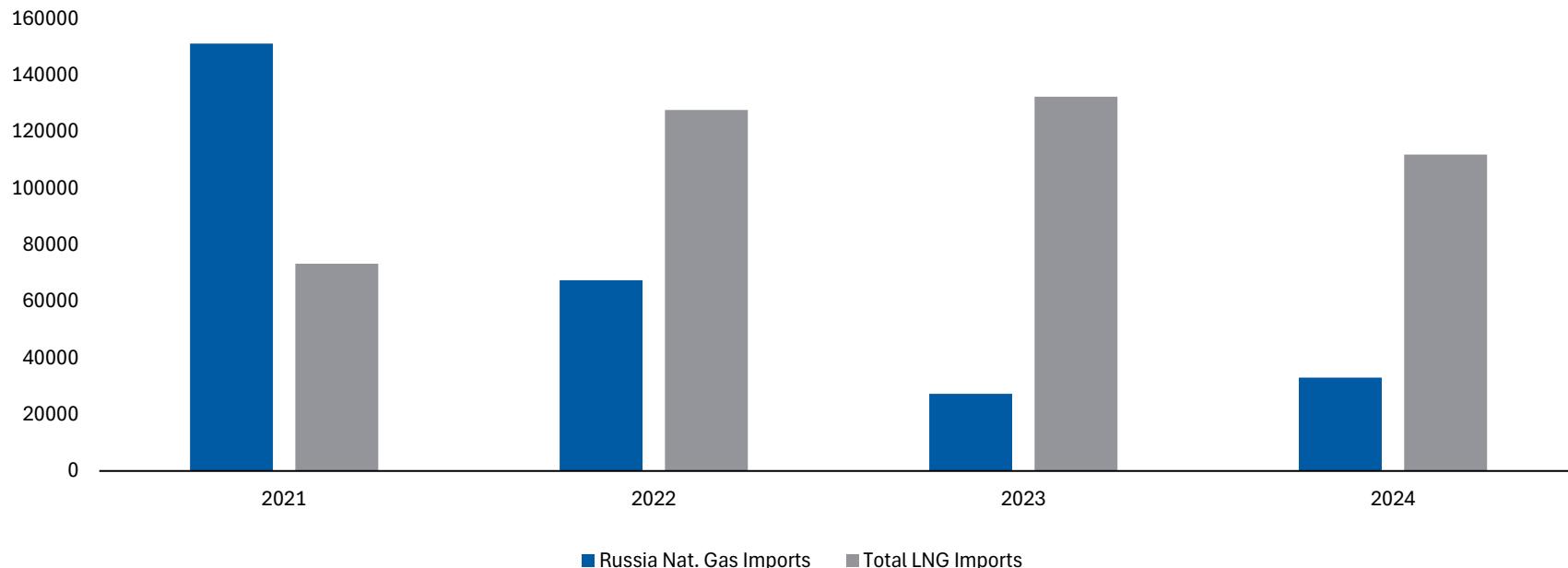
MACRO: ELEMENTI ALLA BASE DEL GIUDIZIO

Un cessate il fuoco tra Russia e Ucraina? Sarebbe positivo per l'Europa perché farebbe calare i costi energetici

Grazie alle importazioni di gas naturale liquefatto (GNL), che oggi coprono una quota maggiore della domanda europea di gas, anche una parziale ripresa dei flussi dalla Russia sarebbe sufficiente a ridurre significativamente i prezzi energetici in Europa, alleviando così un importante problema del settore manifatturiero.

Con l'aumento delle importazioni di GNL, l'UE ha in parte compensato il calo delle importazioni di gas naturale dalla Russia

Importazioni annuali di gas da parte dell'UE (in miliardi di metri cubi)



Fonte: Bruegel, MSIM. Al 25 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.

AZIONARIO: ELEMENTI ALLA BASE DEL GIUDIZIO

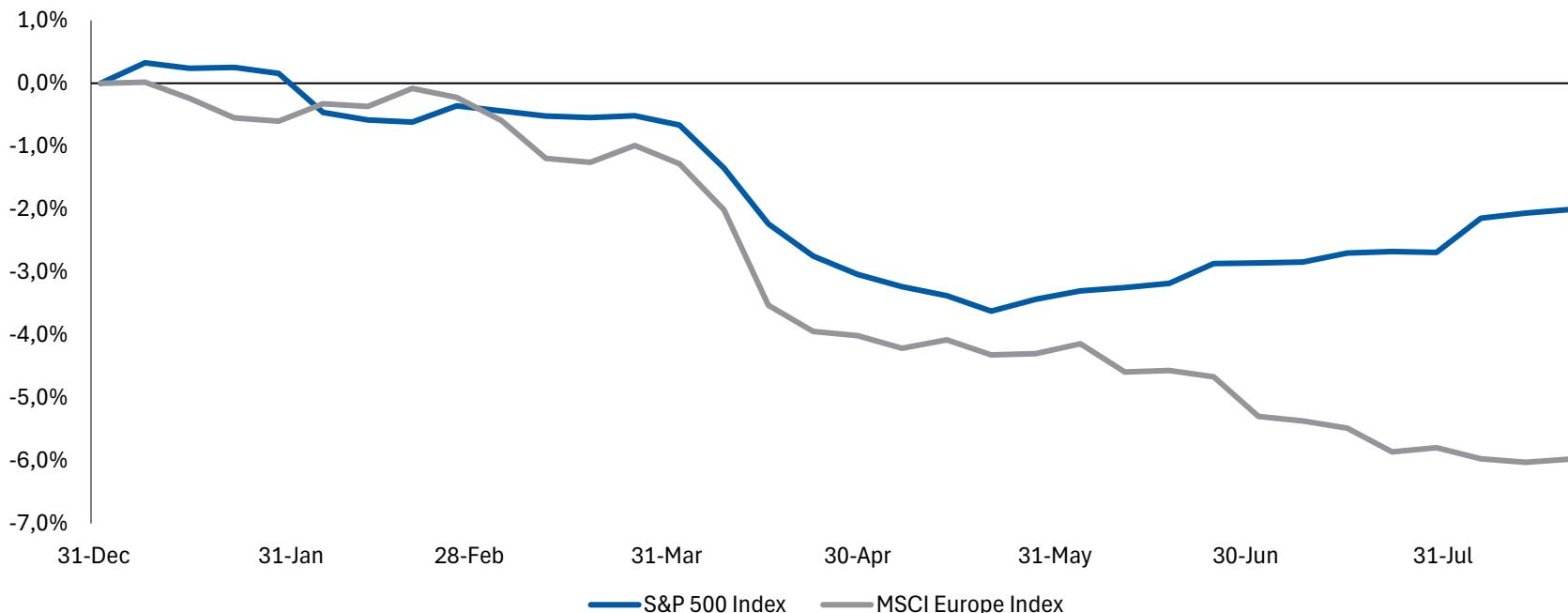
E IDEE

Mantenere il sovrappeso nell'azionario statunitense rispetto a quello europeo

Dall'inizio del 2° trimestre 2025, gli utili dell'MSCI Europe sono stati rivisti al ribasso e i declassamenti sono stati determinati dalla forza dell'euro e dei dazi. Per l'azionario statunitense (che include i Magnifici 7*), le revisioni al rialzo delle stime sugli utili per azione per 2026 sono state invece molto frequenti.

Il taglio aggressivo degli utili per azione attesi avvenuto dopo il “Liberation Day” ha creato una soglia molto bassa da battere per le società

Revisioni degli utili 2026 da inizio anno (%)



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 22 agosto 2025. * I Magnifici 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.

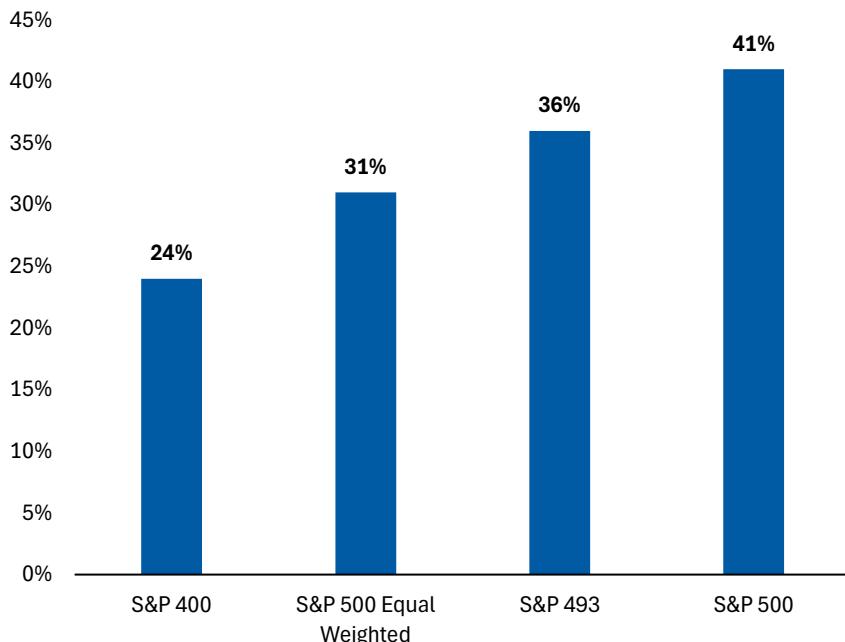
AZIONARIO: ELEMENTI ALLA BASE DEL GIUDIZIO E IDEE

Negli Stati Uniti, la debolezza dell'USD continua a favorire le large cap rispetto alle SMID

Di norma le stime sulla crescita determinano i trend di performance relativa per le small/mid cap. Quest'anno, però, i cambi valutari sono stati un fattore molto più determinante. La debolezza dell'USD rappresenta un'ulteriore dinamica negativa per questo segmento i cui ricavi sono maggiormente esposti all'economia nazionale.

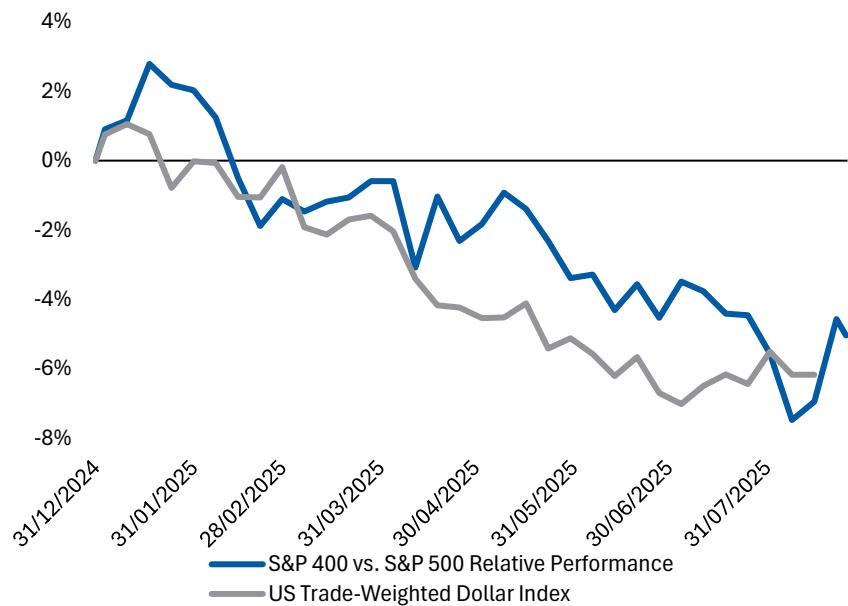
I ricavi delle mid cap sono più esposti all'economia nazionale

% dei ricavi proveniente da fonti estere



La debolezza dell'USD resta una dinamica sfavorevole per le SMID

Performance relativa da inizio anno dell'S&P 400 vs. S&P 500, indice del dollaro ponderato per gli scambi commerciali



Fonte: Bloomberg, MSIM. Ai 25 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.

AZIONARIO: ELEMENTI ALLA BASE DEL GIUDIZIO

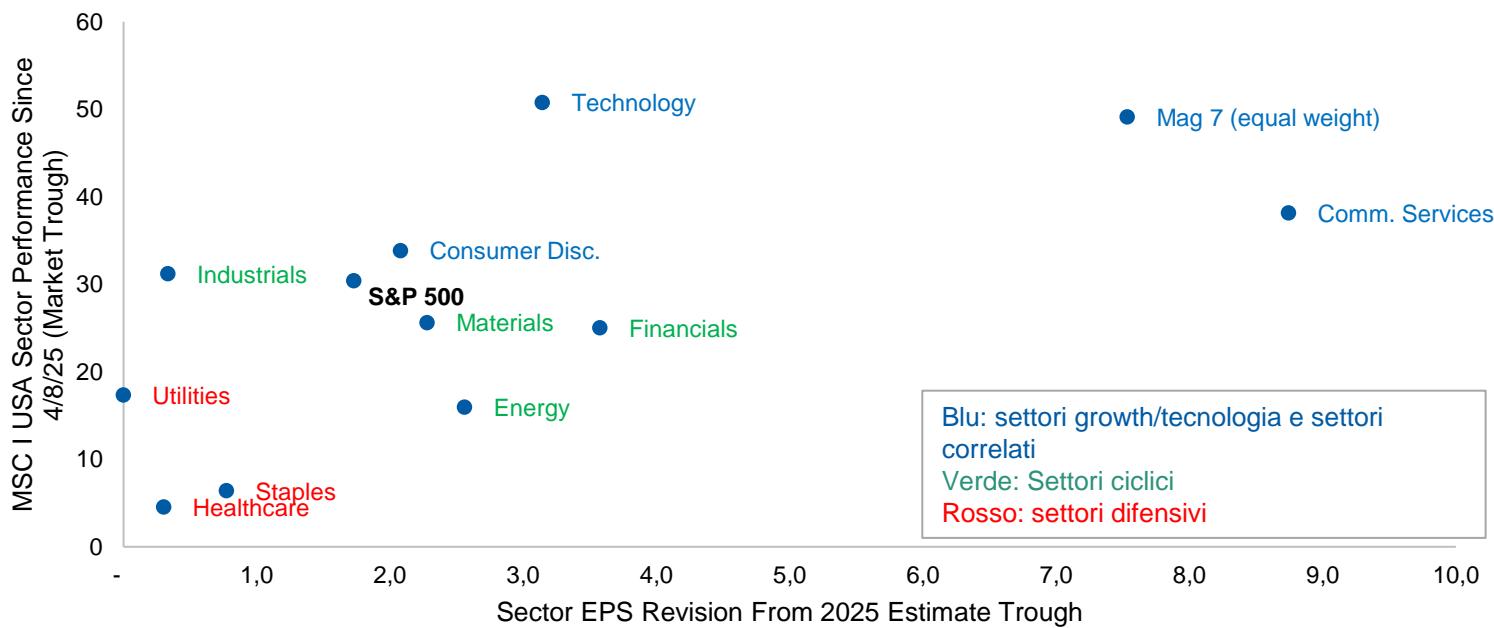
E IDEE

Negli Stati Uniti, il rally e la revisione degli utili per azione sono riconducibili principalmente ai settori growth, seguiti da quelli ciclici

I fondamentali restano allineati alla leadership del settore tecnologico, sostenuto dall'IA, e al miglioramento dei giudizi sulla crescita dell'economia

Ad aprile le prospettive del mercato hanno toccato il minimo e a maggio-luglio è stato il turno delle stime; successivamente, però, si è verificata una revisione al rialzo

Revisione degli utili per azione attesi per il 2025, dal minimo delle stime settoriali al rendimento totale settoriale, dopo il minimo di mercato



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 26 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.

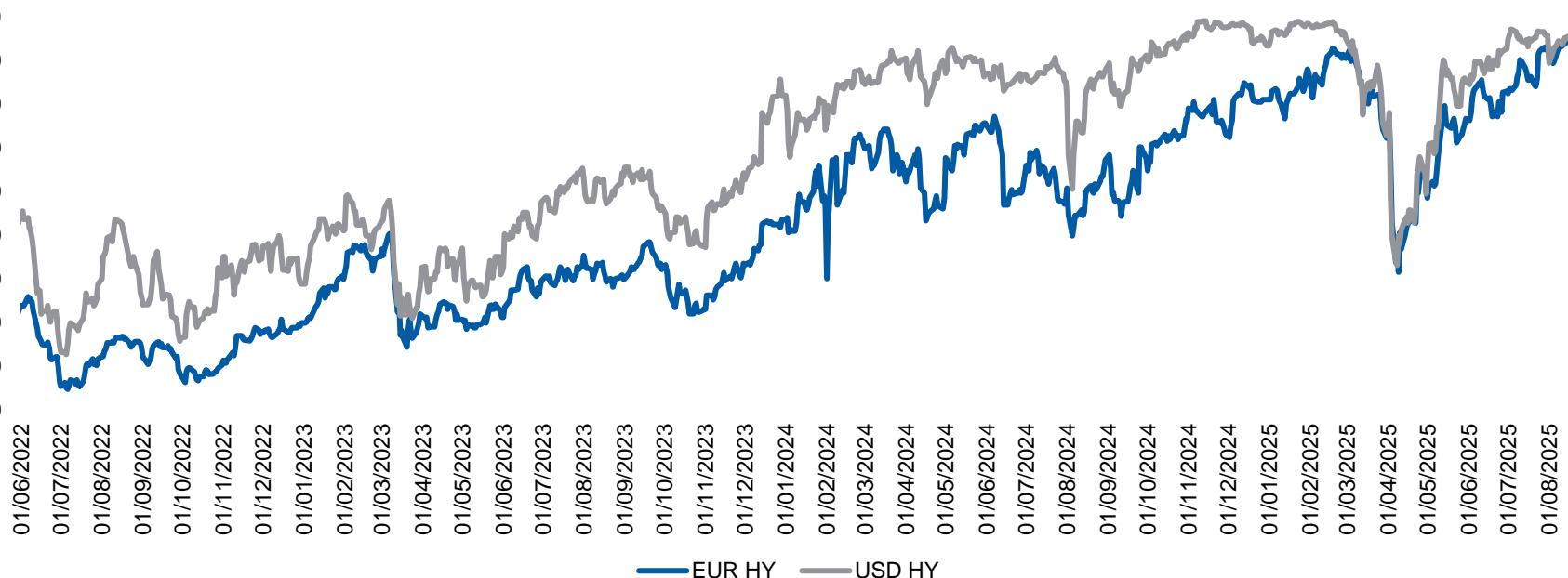
OBBLIGAZIONARIO: ELEMENTI ALLA BASE DEL GIUDIZIO E IDEE

Manteniamo un sovrappeso nell'high yield europeo rispetto a quello statunitense

La convergenza degli OAS (spread rettificati per le opzioni) europei e statunitensi ha spinto gli spread su entrambe le sponde dell'Atlantico a livelli di compressione vicini ai massimi degli ultimi 20 anni. Per il futuro, ci aspettiamo che l'aumento dei rendimenti (dovuto al carry valutario) e la riduzione delle insolvenze determinino una sovrapreformance dell'high yield europeo.

Negli ultimi 20 anni gli spread dell'HY statunitense ed europeo si sono ridotti solo del 4,4% e 7,1%

Percentile degli spread HY %



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 22 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.

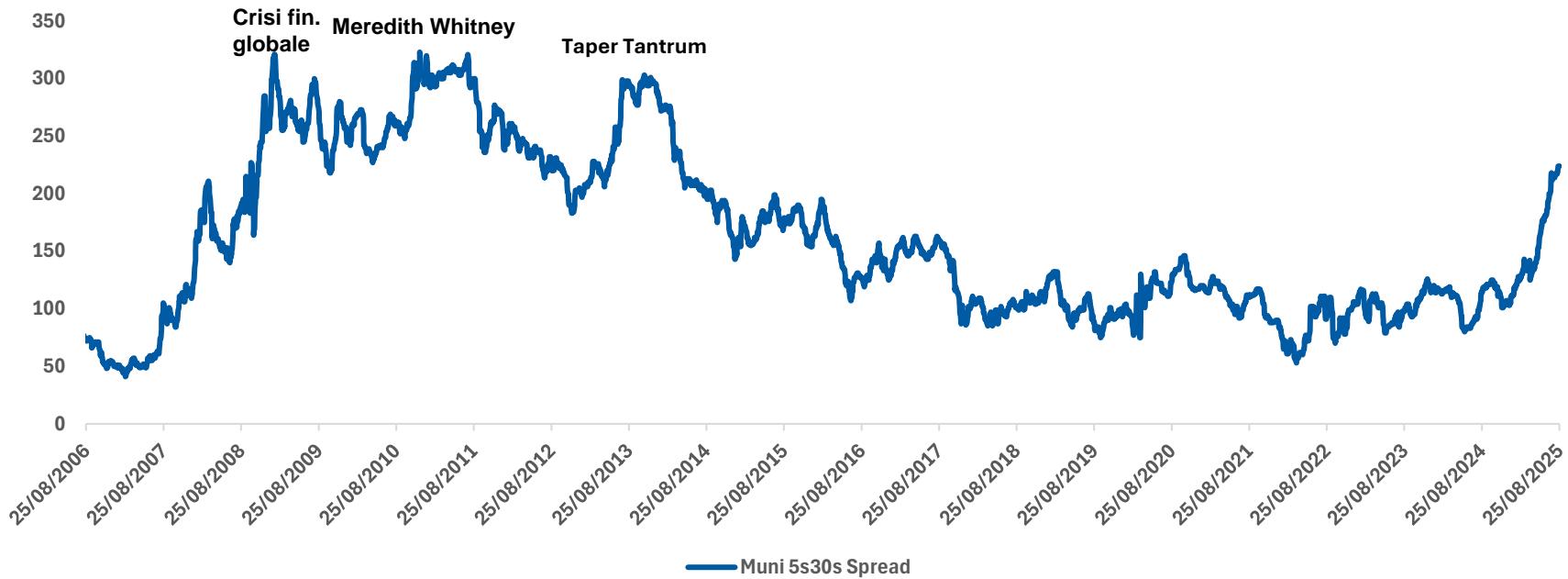
OBBLIGAZIONARIO: ELEMENTI ALLA BASE DEL GIUDIZIO E IDEE

Confermare l'O/W nelle emissioni municipali: Opportunità nel tratto lungo della curva delle emissioni municipali

Lo spread delle emissioni municipali AAA a 5/30 anni si attesta attualmente a 224 punti base (pb), più del doppio rispetto alla curva dei Treasury USA. Una ripidità così pronunciata è rara, essendosi manifestata solo poche volte dal 2006. Nei casi in cui lo spread a 5/30 anni supera i 200 pb, i rendimenti prospettici a 12 mesi per la porzione lunga della curva (oltre i 22 anni) delle emissioni municipali sono stati interessanti, con una media dell'11,60%.

L'ampliamento degli spread delle emissioni municipali a 5/30 anni crea un'opportunità nella parte lunga della curva

Spread delle emissioni municipali a 5/30 anni



Fonte: Bloomberg, MSIM. Al 31 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.

TEMI PRINCIPALI

Quali sono le implicazioni dell'OBBA per gli investimenti nelle infrastrutture per le energie rinnovabili?

La promulgazione dell'OBBA, cui si affiancano le più rigide norme dell'IRS per avviare le “attività di costruzione”, impedirà alle imprese di sviluppo senza una capitalizzazione adeguata di soddisfare le ridotte tempistiche di progetto richieste e gli obblighi di approvvigionarsi sul mercato interno, portando a una vendita a prezzi scontati di progetti ad acquirenti con un'adeguata capitalizzazione, che sono in grado di diversificare le filiere produttive riducendo la dipendenza da paesi problematici come la Cina.

- **Contesto:** le elezioni del 2024 hanno portato a una radicale revisione dell'Inflation Reduction Act (IRA) per effetto dell'OBBA. Questa legislazione ha riportato chiarezza dopo mesi di incertezza che nel 2° trimestre avevano fatto scendere i volumi delle transazioni statunitensi ai minimi dal 2021. L'OBBA, pur prolungando il periodo di sostegno rispetto a quello previsto prima della promulgazione dell'IRA, accelera le tempistiche e riduce le finestre temporali per i crediti fiscali sugli investimenti e sulla produzione, ponendo in atto un rischio di esecuzione significativo per le imprese di sviluppo di minori dimensioni. Rispetto alla tabella di marcia pluriennale contemplata dall'IRA, che prolungava tempistiche della transizione fin oltre il 2030, adesso la costruzione delle centrali fotovoltaiche ed eoliche deve essere avviata entro il 4 luglio 2026 o le centrali diventare operative entro il 31 dicembre 2027. L'OBBA contiene inoltre diverse nuove disposizioni che limitano i crediti fiscali per i progetti che presentano legami con entità estere con criticità (come Cina, Russia, Iran e Corea del Nord).
- **Nuove regole:** l'idoneità ai crediti fiscali federali dipende dalle “garanzie operative” offerte dimostrando di aver raggiunto determinati obiettivi. L'IRS ha da poco eliminato la regola del 5% per le “garanzie operative”, che in precedenza consentiva ai progetti di soddisfare tale obbligo destinandovi il 5% dei costi. I progetti devono ora superare un test fisico obbligatorio, che comporta una performance fisica impegnativa. Si tratta di uno standard più rigoroso e verificabile, destinato a impedire il soddisfacimento di un requisito “sulla carta”, che si applica alla maggior parte dei progetti eolici e fotovoltaici ai sensi delle Sezioni 45Y (credito di produzione) e 48E (credito di investimento). I progetti fotovoltaici con una capacità nominale di 1,5 MW CA o meno possono ancora rientrare nella regola del 5%. Queste modifiche si applicano in ottica futura ai progetti che avviano le attività di costruzione il o dopo il 2 settembre 2025. I progetti che hanno fornito garanzie operative nell'ambito dell'IRA devono essere comunque completati entro il 2028 (se avviati nel 2024) o il 2029 (se avviati nel 2025).
- **Impatto sul mercato:** difficilmente le imprese di sviluppo di minori dimensioni riusciranno a rispettare scadenze tanto ravvicinate e prevedibilmente venderanno progetti, spesso con uno sconto. Ciò porterà a un'ondata di transazioni e operazioni di consolidamento, in quanto i progetti passeranno a imprese di maggiori dimensioni e finanziariamente robuste, in grado di adempiere ai nuovi obblighi.
- **Contesto dei prezzi:** malgrado la riduzione del sostegno federale, la forte domanda di energia, generata dalla crescita dei data center, dovrebbe sostenere i prezzi dell'elettricità. La capacità degli hyperscaler di pagare prezzi più alti per le forniture di energia che possono essere assicurate in tempi brevi rafforzerà ulteriormente il potere di determinazione dei prezzi per i fornitori di energia da fonti rinnovabili. Nel 2022, durante la fase di elevata inflazione, i prezzi sono aumentati significativamente.
- **Opportunità:** occorre aspettarsi un aumento significativo delle vendite di progetti e la comparsa di punti di ingresso interessanti per gli acquirenti che possono verificare lo stato dell'avvio dei lavori e diventare operativi prima della chiusura delle finestre di idoneità.

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

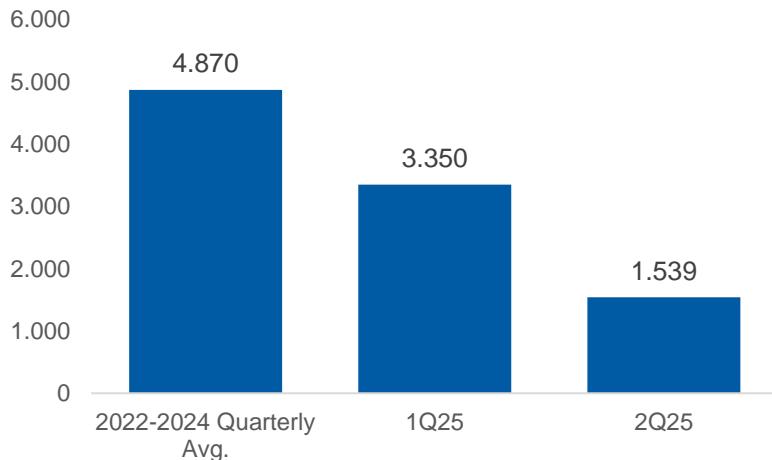
TEMI PRINCIPALI

Quali sono le implicazioni dell'OBBA per gli investimenti nelle infrastrutture per le energie rinnovabili?

Nel 2° trimestre, negli Stati Uniti è stato registrato il volume più basso di transazioni nel settore delle energie rinnovabili dal 2021 in poi, in quanto i diversi stakeholder hanno atteso che venisse promulgata la versione finale di OBBBA. Ora che la legge è entrata in vigore, la certezza normativa è migliorata. I proprietari/operatori in grado di raccogliere fondi rapidamente sono ora adeguatamente posizionati per acquistare progetti a prezzi favorevoli dagli sviluppatori più deboli, incapaci di rispettare le brevi scadenze dei crediti fiscali.

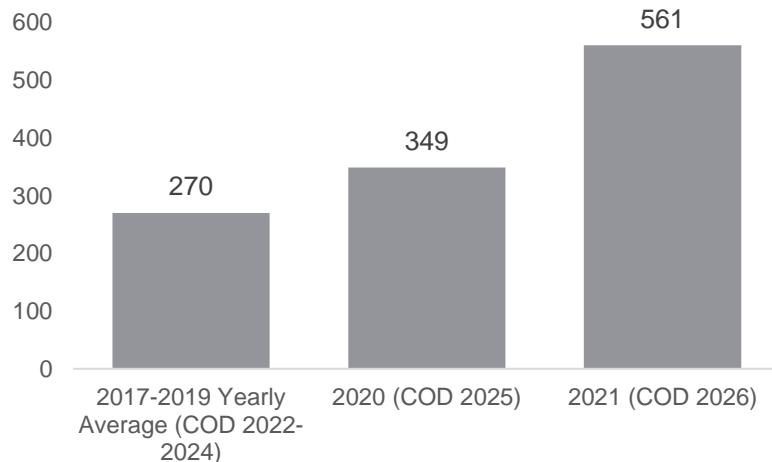
Le transazioni nel settore delle energie rinnovabili sono diminuite significativamente...

Volume delle transazioni nel settore statunitense delle energie rinnovabili in mld di dollari



... malgrado un significativo aumento dei progetti che dovrebbero diventare operativi nel 2025-2026

Capacità (gigawatt) in ingresso nelle code negli anni indicati



Fonte: Grafico di sinistra – Preqin al 18 luglio 2025. Le transazioni nel settore delle energie rinnovabili includono le classificazioni fotovoltaico, tecnologie pulite, eolico e rinnovabili secondo Preqin. Grafico di destra: Berkeley Lab, Queued Up: edizione 2024. I grafici rappresentano i gigawatt di capacità totale (GW) dei progetti entrati ogni anno nelle code di interconnessione tra il 2017 e il 2021. In base ai dati più recenti, tra l'adesione alla coda di interconnessione e il raggiungimento della COD (Commercial Operation Date) trascorrono in media cinque anni. Non tutti i progetti che aderiscono alla coda di interconnessione raggiungono la COD (Commercial Operation Date), poiché i tassi di completamento sono <15% ed evidenziano un andamento al ribasso. In tutti i casi, i dati rappresentano progetti che dovrebbero concludersi con successo entro la data indicata. 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.

Commento sul posizionamento

Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

ASSET ALLOCATION	COMMENTO
Obbligazioni	
Duration	DURATION (U/W): manteniamo un modesto sottopeso. Dopo il discorso del presidente della Fed, Jerome Powell, a Jackson Hole, confermiamo la nostra tesi di un irridimento della curva, ma continuamo a ritenere che le attuali stime del mercato sul taglio dei tassi siano eccessivamente ottimistiche. Nel 2026, la crescita economica dovrebbe accelerare, rendendo improbabile che possano essere apportati circa 5 tagli di qui alla fine del prossimo anno.
Credito	CREDITO (U/W): gli spread creditizi societari rimangono ai minimi storici, mentre le insolvenze rimangono piuttosto elevate. Per questo motivo, continuamo a ritenere sfavorevole l'asimmetria tra rischio e rendimento nel segmento del credito.
Azionario	
Livello di rischio	AZIONARIO (posizionamento neutro): per l'azionario i rischi restano bilanciati perché i mercati continuano a "guardare oltre" le previsioni di un peggioramento dei dati economici. A livello geografico, confermiamo il sovrappeso negli Stati Uniti, dove osserviamo una crescita stabile e continue revisioni al rialzo degli utili che tendono a interessare fasce di mercato sempre più ampie.
Alternativi	
Materie prime	MATERIE PRIME (posizionamento neutro): Manteniamo un posizionamento neutrale nei mercati delle commodity energetiche poiché la possibilità di un aumento dei rischi geopolitici è bilanciata da un'elevata capacità inutilizzata in alcuni mercati, come quello del greggio, che in assenza di interruzioni fisiche delle forniture limita tale aumento. Nel contesto attuale, continuamo 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.

Commento Obbligazionario globale

Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

OBBLIGAZIONARIO	COMMENTO
Obbligazioni	
Treasury USA (UST)	Treasury USA (U/W): la possibilità che nel 2026 la crescita acceleri nuovamente potrebbe spingere la Fed a operare un minor numero di tagli rispetto a quelli attualmente scontati per i prossimi 12-18 mesi. Pertanto, riteniamo che vi siano ancora margini sufficienti per un aumento dei rendimenti nel segmento breve della curva.
Obbligazioni indicizzate all'inflazione	Obbligazioni indicizzate all'inflazione (posizionamento neutro): rileviamo un certo valore in questo segmento, in particolare nelle sezioni più lunghe della curva, con un'inflazione 5Y/5Y prossima al 2,5%.
Titoli di Stato dell'Eurozona	Titoli di Stato dell'Eurozona (posizionamento neutro): in Europa manteniamo un posizionamento di duration neutrale. La svolta tedesca sul versante della spesa pubblica si tradurrà probabilmente in un intervallo di negoziazione più elevato per i tassi europei rispetto al periodo immediatamente successivo alla crisi finanziaria. Inoltre, la spesa pubblica e l'aumento dei prezzi energetici verosimilmente ridurranno la propensione della BCE a praticare ulteriori tagli dei tassi.
Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti	Titoli di Stato in valuta forte dei Paesi emergenti (O/W): malgrado gli spread 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	Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti (posizionamento neutrale): i Titoli di Stato in valuta locale dei Paesi emergenti continuano a registrare performance molto 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 più o meno correttamente valutati, ma un giudizio sulla valuta di base potrebbe avere un impatto maggiore sui rendimenti a breve termine.
Credito pubblico	
Obbligazioni municipali	Emissioni municipali (O/W): il rapporto emissioni municipali/UST nel segmento lungo della curva rimane a livelli interessanti, anche al netto di aliquote fiscali effettive più basse dopo l'approvazione dell'OBBA.
Investment grade (IG)	Investment Grade (U/W): con gli spread di nuovo ai minimi storici, l'IG presenta una convessità insoddisfacente nel contesto attuale.
MBS/ABS	Titoli garantiti da ipoteche/Titoli garantiti da collaterale (O/W): 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)	High Yield (posizionamento neutrale): nell'HY rimaniamo sottopesati negli Stati Uniti e sovrappesati in Europa. Al netto delle rettifiche per tenere conto dei differenziali di rating, l'HY europeo continua a offrire spread più interessanti rispetto a quello statunitense. Ci aspettiamo che l'aumento dei rendimenti (dovuto al carry valutario) e la riduzione delle insolvenze determineranno una sovrapreperformance dell'high yield europeo.
Prestiti bancari	Prestiti bancari (posizionamento neutrale): apprezziamo l'elevato carry e la natura a tasso variabile della classe di attivo, ma continuiamo a nutrire timori per il trend delle insolvenze che negli ultimi dodici mesi ha superato quello dell'high yield.
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 di Portfolio Solutions Group su ciascuna classe di attivo.	

Commento Azionario globale

Posizionamento rappresentativo del Portfolio Solutions Group

AZIONARIO	COMMENTO
Regione	
USA	Stati Uniti (O/W): confermiamo il sovrappeso negli Stati Uniti, mentre i mercati sembrano tranquillamente guardare oltre le previsioni di un peggioramento dei dati economici. Restiamo dell'idea che vi siano margini adeguati per sorprese al rialzo, purché i trend di crescita rimangano stabili; le revisioni al rialzo degli utili, che tendono a interessare fasce di mercato sempre più ampie, rappresentano una dinamica favorevole.
Eurozona	Europa (posizionamento neutrale): Confermiamo il giudizio positivo sui trend strutturali europei, ma le revisioni degli utili a livello di indice generale continuano a sottoperformare rispetto ad altre regioni. pertanto, optiamo per un approccio più mirato per definire la nostra esposizione e manteniamo il sovrappeso al settore bancario europeo e alle mid cap tedesche (MDAX).
Giappone	Giappone (posizionamento neutrale): le revisioni al ribasso degli utili si sono stabilizzate nei settori delle esportazioni dopo la conclusione di un accordo commerciale tra Stati Uniti e Giappone, anche se le aliquote doganali rimangono sopra ai livelli precedenti il Liberation Day. Da inizio anno, i guadagni sono stati in gran parte determinati dalle valutazioni. Rimaniamo ottimisti circa i miglioramenti sul fronte interno e sulle riforme del segmento societario del Giappone nel lungo termine.
Mercati emergenti	Mercati emergenti (posizionamento neutrale): i mercati emergenti sono sostenuti dalla resilienza della crescita statunitense, dall'indebolimento del dollaro USA e da sviluppi più favorevoli sul fronte dei dazi. In Cina, con il perdurare della tregua commerciale con gli Stati Uniti, i premi al rischio azionario rimangono compresi, mentre 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	Growth vs. Value (posizionamento neutrale): 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 sotoperformato quelli dello stile Value quando il mercato si è mosso al rialzo, e li hanno sotoperformati quando si è mosso al ribasso. In questo contesto, una visione neutrale dell'azionario consiglia un giudizio neutrale sullo stile Growth rispetto a quello Value.
Quality	Quality (O/W): Manteniamo la nostra preferenza per lo stile Quality considerato che quello Growth ha perso terreno rispetto agli ultimi tre anni.
Large cap vs. small cap	Large Cap (O/W): confermiamo il sovrappeso nel segmento delle large cap statunitensi che continua a registrare revisioni degli utili più consistenti rispetto al segmento SMID. In Europa, confermiamo l'esposizione alle società mid cap tedesche sulla base di fattori strutturali favorevoli legati al varo di un pacchetto di stimoli da parte del governo.
Settori ciclici vs. settori difensivi	Ciclici (O/W): Attualmente la nostra esposizione ciclica resta in Europa e si basa soprattutto su fattori di crescita strutturali.

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 di 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



**EWA TUREK
SEMMELOROTH**
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 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, CFA

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

CRAIG BRANDON, CFA

*Portfolio Manager
Co-Head of the Municipal Bonds 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 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 condutti 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 Pacific) 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** 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. BofFa® 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 riprodotto né utilizzati per altre finalità. MSCI non fornisce alcuna garanzia, non ha predisposto né approvato il presente rapporto e declina ogni responsabilità in relazione a esso.

Indici J.P. Morgan: le informazioni 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 a scopo puramente informativo. 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 dai 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. **Estero** – 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. **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 resesi disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le tesi espresse non riflettono i giudizi di tutto il personale di investimento in forza presso Morgan Stanley Investment Management (MSIM) e relative controllate e consociate (collettivamente, la "Società") e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori o del team di investimento. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcuna strategia

o prodotto specifico offerto dalla Società. I risultati futuri possono divergere in misura rilevante sulla scia di sviluppi riguardanti i titoli, i mercati finanziari o le condizioni economiche generali.

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

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale. Tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non costituiscono un'offerta o una raccomandazione all'acquisto o alla

vendita di valori mobiliari o all'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

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

Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo. **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 licenziati. 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, incorniciato, distribuito, o trasmesso, direttamente o indirettamente e integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto della Società. È vietato 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 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 ("EVMI"), 125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR, Regno Unito, società autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

Italia – MSIM FMIL (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia. **Paesi Bassi –MSIM FMIL** (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), Gorrisken 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 impedisce 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.