

Rischi e transizioni

Le prospettive globali sono intrise di incertezza, in quanto i paradigmi economici consolidati vengono messi in discussione. Per l'asset allocation di quest'anno, gli investitori dovranno prestare attenzione alle transizioni macro che determineranno potenziali rischi e opportunità.



AUTORI

Mihir P. Worah
*Chief Investment Officer
 Asset Allocation e Real Return*

Geraldine Sundstrom
*Managing Director
 Gestore
 Asset allocation*

RISCHIO COMPLESSIVO



Manteniamo un modesto sovrappeso in termini di rischio complessivo. Alla luce delle valutazioni eccessive e dell'ottimismo in diverse classi di attivo, conserviamo abbondanti "munizioni" e continuiamo a concentrarci sulla liquidità del portafoglio e sulle strategie di copertura dei tail risk (rischi estremi).

All'indomani delle elezioni presidenziali statunitensi, è difficile immaginare un contesto migliore per riesaminare l'approccio all'asset allocation, specialmente alla luce del crescente scetticismo incontrato dal libero scambio e dall'apertura dei confini, nonché dei possibili cambiamenti dei paradigmi economici che hanno prevalso negli ultimi anni.

Gli investitori nutrono chiaramente sentimenti contrastanti riguardo ai recenti sviluppi. L'euforia immediata per le ricadute della vittoria repubblicana negli Stati Uniti sui mercati azionari si è trasformata in un atteggiamento attendista, che ha visto le azioni consolidarsi e le obbligazioni recuperare gran parte della flessione iniziale.

In questo documento esaminiamo in dettaglio il contesto attuale, incluse alcune importanti transizioni che avranno conseguenze rilevanti per il contesto macro con il quale dovremo tutti misurarci. Evidenziamo inoltre le opportunità di rendimento e le relative strategie d'investimento e, come sempre, condividiamo i nostri giudizi sulle principali classi di attivo.

Ci preme sottolineare che il livello attuale delle valutazioni e lo stadio raggiunto dal ciclo economico, abbinati alla maggiore incertezza macroeconomica, si tradurranno in risultati sempre più eterogenei tra le diverse classi di attivo e al loro interno. Un'analisi economica dettagliata e un'accurata selezione bottom-up dei titoli e dei settori dovranno quindi essere accompagnate da una rigorosa gestione del rischio e da un'attenta protezione dai ribassi. Nel 2017 saranno richieste pazienza e agilità, ma alla luce dell'attuale contesto suggeriamo anche di riconsiderare il proprio approccio all'asset allocation.

Analisi e prospettive

Al fine di introdurre le tematiche di asset allocation, cominciamo esaminando brevemente i temi fondamentali dell'anno passato. Le nostre prospettive di Asset Allocation del 2016 sono state pubblicate nel mese di febbraio dell'anno scorso, nel pieno di un breve ribasso dei mercati causato dal calo dei prezzi del petrolio e delle aspettative di crescita e inflazione.

In quel frangente avevamo esortato gli investitori a restare focalizzati sui fondamentali, dai quali si evinceva che la correzione dei mercati era stata probabilmente eccessiva e che offriva l'opportunità di assumere rischi mirati. Avevamo inoltre sottolineato come gli investitori dovessero "regolare l'altitudine", rivedendo al ribasso le aspettative di rendimento a lungo termine e al rialzo le stime di volatilità. Avevamo quindi posto enfasi sui seguenti temi d'investimento cruciali:

Una recessione nel breve periodo appariva improbabile, ed era ipotizzabile una modesta accelerazione della crescita mondiale

I prezzi del petrolio sembravano destinati a salire anziché a scendere, e a chiudere l'anno sopra USD 50 al barile

Le valute sarebbero rimaste probabilmente una fonte significativa di volatilità

Le azioni value erano avviate a un rimbalzo dopo una lunga fase di sottoperformance

Molti di questi temi fondamentali si sono realizzati. Dopo la correzione del primo trimestre, nel 2016 i mercati azionari hanno messo a segno un rialzo (MSCI ACWI +8,5%), al pari delle obbligazioni investment grade (Bloomberg Barclays U.S. Credit Index +5,6%) e dei titoli high yield (Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield Index +14,7%). I prezzi delle materie prime si sono stabilizzati, con le quotazioni petrolifere a quota USD 57 al barile a fine anno, mentre le aspettative d'inflazione¹ – che avevano toccato un minimo dell'1,2% a febbraio – hanno chiuso il 2016 al 2,0%. La volatilità dei tassi di cambio è rimasta elevata e si è confermata un fattore determinante dei rendimenti delle classi di attivo. Come avevamo previsto, le azioni value (rappresentate dall'indice Russell 1000 Value) hanno sovraperformato l'S&P 500 del 5% circa nel 2016.

¹Rappresentate dall'inflazione di pareggio statunitense a 10 anni



Nel 2017 saranno richieste pazienza e flessibilità, ma alla luce dell'attuale contesto suggeriamo anche di riconsiderare il proprio approccio all'asset allocation.

Per il 2017, prevediamo uno scenario d'investimento estremamente incerto sullo sfondo di quattro importanti transizioni già in atto.

1. Transizione dalla preminenza della politica monetaria al primato della politica fiscale:

Mentre la Banca Centrale Europea inizia a ridurre i propri acquisti mensili di titoli, la Banca del Giappone abbandona il targeting dell'offerta di moneta a favore di un obiettivo di rendimento e la Federal Reserve si avvia a proseguire il proprio ciclo di inasprimento, sarà necessaria un'espansione fiscale per sostituire almeno in parte lo stimolo monetario che verrà meno. Benché le politiche dell'amministrazione Trump non siano ancora definite nei dettagli, il nostro scenario di riferimento prevede uno stimolo fiscale da USD 1,5 trilioni ripartito sui prossimi 10 anni.

2. Transizione dalla globalizzazione alla deglobalizzazione:

Come previsto nel nostro *Secular Outlook* di giugno 2016, l'ascesa del populismo e il cambiamento dell'ortodossia economica e diplomatica a livello globale implicano che il protezionismo è in aumento e che molti paesi potrebbero adottare un approccio più isolazionistico.

3. Cambiamento del regime valutario cinese:

In seguito al cosiddetto "Accordo di Shanghai" del febbraio 2016 le fluttuazioni valutarie sono rimaste contenute, ma permane comunque lo spazio per un errore di politica economica, in quanto la Cina è impegnata in una transizione pluriennale da un regime di ancoraggio a un paniere di valute a un sistema di cambi a fluttuazione controllata o addirittura libera, trovandosi al contempo alle prese con l'accresciuta imprevedibilità della politica commerciale statunitense.

4. Passaggio dalla disinflazione alla reflazione:

Il rincaro del greggio e l'aumento dei salari reali hanno spinto i mercati a rivedere al rialzo le aspettative d'inflazione. Questo processo, abbinato ai potenziali effetti inflazionistici delle politiche fiscali e commerciali dell'amministrazione Trump, potrebbe innescare una tendenza destinata a perdurare nel breve e nel lungo periodo.

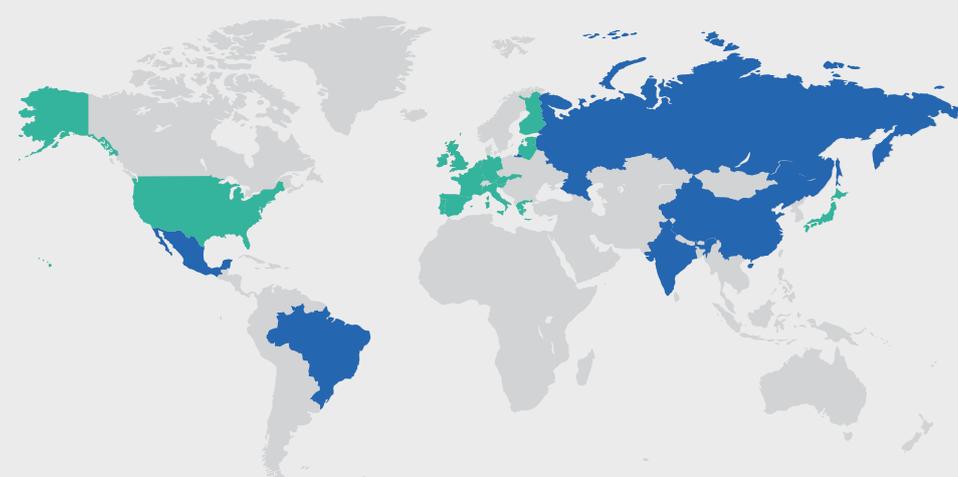
PROSPETTIVE DI CRESCITA PER IL 2017 (IN TERMINI DI PIL)

Mercati Sviluppati

1,50% - 2,0%

Mercati Emergenti

4,75% - 5,25%



	CRESCITA DEL PIL REALE (% A/A)			INFLAZIONE DEI PREZZI AL CONSUMO (% A/A)		
	2015	PREVISIONE 2016	PREVISIONE 2017	2015	PREVISIONE 2016	PREVISIONE 2017
MS¹	2,1	1,5	1,5-2,0	0,2	0,7	1,5-2,0
Stati Uniti	2,6	1,6	2,0-2,5	0,1	1,2	2,0-2,5
Area Euro	1,9	1,6	1,0-1,5	0,0	0,2	1,0-1,5
Regno Unito	2,2	2,0	0,75-1,5	0,0	0,7	2,25-2,75
Giappone	0,6	0,8	0,75-1,25	0,8	-0,3	0,25-0,75
ME²	4,7	4,9	4,75-5,25	3,8	3,6	2,75-3,25
Cina	6,9	6,7	6,0-6,5	1,4	2,1	1,75-2,25
Brasile	-3,8	-3,6	0,25-1,25	9,0	8,8	5,0-6,0
Russia	-3,7	-0,6	0,5-1,5	15,5	7,1	4,5-5,5
India	7,2	7,5	7,0-8,0	4,9	5,1	5,0-6,0
Messico	2,6	2,2	1,75-2,25	2,7	2,8	3,25-3,75
Mondo³	3,0	2,6	2,5-3,0	1,3	1,6	2,0-2,5

Nota: Tutti i dati relativi al PIL reale e all'inflazione complessiva sono espressi in termini di variazioni percentuali anno su anno (a/a).

¹ "MS" indica la media ponderata dei PIL di Stati Uniti, Area Euro, Regno Unito e Giappone.

² "ME" indica la media ponderata dei PIL di Cina, Brasile, Russia, India e Messico.

³ "Mondo" indica la media ponderata dei PIL di tutti i Paesi elencati nella tabella.

Fonte: Bloomberg, elaborazione PIMCO.

Contesto macroeconomico

Nel nostro scenario di riferimento per il 2017 la crescita del PIL reale globale rimane nello stesso intervallo degli ultimi cinque anni a quota 2,5%-3%, ma l'inflazione complessiva nei mercati sviluppati aumenta rispetto ai livelli depressi del biennio 2015-2016, mentre rallenta decisamente nei mercati emergenti come Brasile e Russia, dove la crescita dei prezzi è al momento sostenuta. A onor del vero, siamo meno fiduciosi nel nostro scenario di riferimento rispetto al passato, poiché **ravvisiamo un aumento dei rischi di eventi estremi sia negativi che positivi**. In caso di validità di tale scenario, ci aspetteremmo di osservare quanto segue:

- Il PIL statunitense cresce a un tasso superiore al trend, pari al 2-2,5%, nel 2017. L'inflazione complessiva dei prezzi al consumo continua a convergere con la componente di fondo fino a superare il 2%, come abbiamo visto nei dati di dicembre, e la Federal Reserve aumenta due o tre volte i tassi d'interesse nel corso del 2017 (o forse anche più spesso).
- La crescita nell'Eurozona resta confinata in un intervallo dell'1%-1,5% date le incertezze politiche ancora elevate in vista delle importanti elezioni in Francia, Germania, Paesi Bassi e potenzialmente anche in Italia. Ciò nonostante, le forze populiste/nazionaliste non riescono ad andare al potere in nessuno dei principali paesi.
- In Cina, la bolla del credito nel settore pubblico e i deflussi di capitali nel settore privato restano sotto controllo; la crescita rallenta al 6%-6,5% giacché le autorità danno la priorità alla stabilità finanziaria rispetto agli stimoli economici in vista del 19° Congresso nazionale del Partito comunista cinese nel quarto trimestre del 2017. Una guerra commerciale con gli Stati Uniti viene evitata.

L'asset allocation: il piano di azione

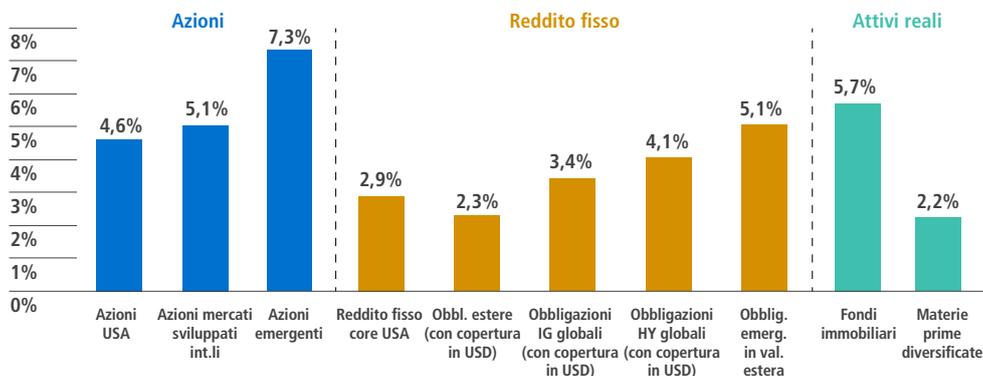
Alla luce dell'incertezza che circonda queste importanti transizioni, la probabilità di eventi o rischi estremi nel 2017 è molto più elevata. Ciò vale sia per i rischi al ribasso (coda sinistra) sia per quelli al rialzo (coda destra).

Ad esempio, consideriamo i potenziali esiti delle politiche dell'amministrazione Trump. Da un lato, la deregolamentazione abbinata alla riforma fiscale potrebbe scatenare un'ondata di investimenti tali da accrescere la produttività e condurre a tassi di crescita e utili societari stabilmente più elevati. D'altro canto, le guerre commerciali, i dazi e i conflitti geopolitici potrebbero deprimere la crescita e persino spingere l'economia in recessione. Inoltre, come mostra la nostra analisi, il livello iniziale delle valutazioni nei mercati azionari e obbligazionari non promette rendimenti futuri appetibili. Tutto questo depone a favore di un approccio prudente e articolato all'asset allocation.

Crediamo che nel 2017 e oltre gli investitori non potranno limitarsi a fare affidamento su esposizioni di mercato passive. Negli ultimi anni le valutazioni di mercato sono state dominate da un unico fattore: la liquidità delle banche centrali e la conseguente diminuzione dei tassi a lungo termine. La prevedibilità delle reazioni delle autorità monetarie ha ridotto la volatilità e ristretto la gamma di opportunità a disposizione dei gestori attivi. Questa tendenza ha giovato agli investimenti passivi in azioni e obbligazioni, ma ormai può dirsi superata.

Ci aspetta un futuro nel quale la specifica fase del ciclo economico, i trend di crescita degli utili e le politiche fiscali, tributarie e commerciali potrebbero favorire alcuni settori, comparti e regioni a scapito di altri. Ciò dovrebbe condurre, e ha già condotto, a una maggiore dispersione dei rendimenti e a una minore prevedibilità delle correlazioni, rendendo l'investimento passivo rischioso e l'analisi bottom-up altrettanto importante delle previsioni macroeconomiche top-down. Nel complesso, il contesto che si prospetta dovrebbe offrire ai gestori attivi numerose opportunità per generare valore. Inoltre, i livelli storicamente bassi della volatilità implicita nei mercati delle opzioni (come descritto nel grafico sulla volatilità), abbinati alle nostre aspettative di code più spesse, fanno delle strategie di copertura dei tail risk uno strumento interessante per migliorare i risultati dei portafogli. Anche se i titoli di Stato di alta qualità continueranno ad essere interessanti in un'ottica di diversificazione in molti contesti diversi, ricordiamo che è aumentata la probabilità degli scenari in cui i portafogli eccessivamente dipendenti da questa strategia tendono a sottoperformare.

PREVISIONI DECENNALI DI PIMCO SUI MERCATI DEI CAPITALI¹



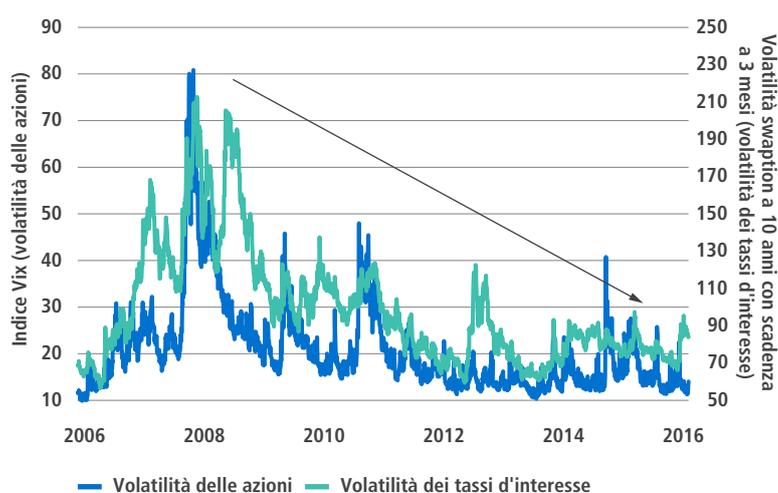
Fonte: PIMCO, al 13 dicembre 2016

¹Le stime di rendimento si basano sul prodotto delle esposizioni ai fattori di rischio e sulle proiezioni relative ai premi al rischio attesi associati ai diversi fattori. Tali proiezioni sono il frutto di dati storici, parametri di valutazione e input qualitativi forniti dai professionisti senior di PIMCO.

Azioni statunitensi: S&P 500 Index; azioni mercati sviluppati int.li: MSCI EAFE Net Dividend Index (USD Unhedged); azioni mercati emergenti: MSCI Emerging Markets Index; reddito fisso core USA: Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index; obbligazioni estere (con copertura in USD): Bloomberg Barclays Global Aggregate ex-USD Hdg USD; credito IG globale: Bloomberg Barclays Global Agg Credit (USD Hedged); credito HY globale: MLX DevelMarkHighYieldConstr(USD Hedged); obbl. emerg. in val. estera: JPMorgan EMBI Global Index; fondi immobiliari: Dow Jones U.S. REIT Total Return Index; materie prime diversificate: Bloomberg Commodity Index Total Return.

Nonostante gli eventi recenti, la volatilità implicita delle diverse classi di attivo è rimasta prossima ai minimi post-crisi. In questo contesto la copertura dei rischi estremi dovrebbe essere positiva per i portafogli.

LA VOLATILITÀ DELLE AZIONI E DEI TASSI D'INTERESSE RIMANE CONTENUTA, ANCHE DOPO LE ELEZIONI STATUNITENSIS

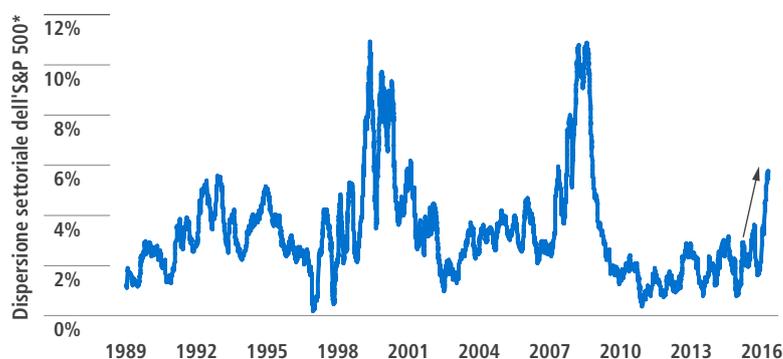


Fonte: PIMCO, Bloomberg, al 31 dicembre 2016.

Il CBOE Volatility Index® (VIX®) è una misura cruciale delle aspettative di mercato sulla volatilità a breve termine, come incorporate nei prezzi delle opzioni sull'indice S&P 500.

L'incremento della dispersione dei rendimenti tra settori ha creato opportunità di gestione tattica.

LA DISPERSIONE DEI RENDIMENTI AZIONARI TRA SETTORI È AUMENTATA IN SEGUITO ALLE ELEZIONI



*La dispersione settoriale è data dalla differenza tra la volatilità realizzata media a livello settoriale e la volatilità complessiva dell'indice S&P 500

Fonte: PIMCO, Bloomberg, all'11 gennaio 2017.

In un contesto caratterizzato da prospettive di bassi rendimenti per le esposizioni passive alle classi di attivo, suggeriamo di usare tutte le fonti di rendimento diversificate disponibili. Per quanto la gestione attiva sia spesso associata alla capacità di individuare e sfruttare temporanee anomalie di prezzo sui mercati, esistono altre modalità di generazione di alfa o sovraperformance aventi natura più "strutturale". Le strategie di generazione di alfa strutturale, dette anche di "factor investing" o di premi al rischio alternativi, cercano di isolare fonti di extra-rendimento conosciute e consolidate, tra cui valore, carry, momentum e volatilità tra le classi di attivo. (Per un approfondimento sull'alfa strutturale si rimanda all'[Asset Allocation Outlook di agosto 2016](#)).

A queste strategie si può accedere indirettamente investendo tramite gestori attivi che le abbinano a fonti di alfa tradizionali. In alternativa, si può assumere un'esposizione ad esse attraverso strategie "smart beta" su azioni, obbligazioni e materie prime, oppure spingersi oltre, coprendo l'intera esposizione al beta e investendo in strategie dedicate che isolano e aggregano molteplici fonti di alfa strutturale.

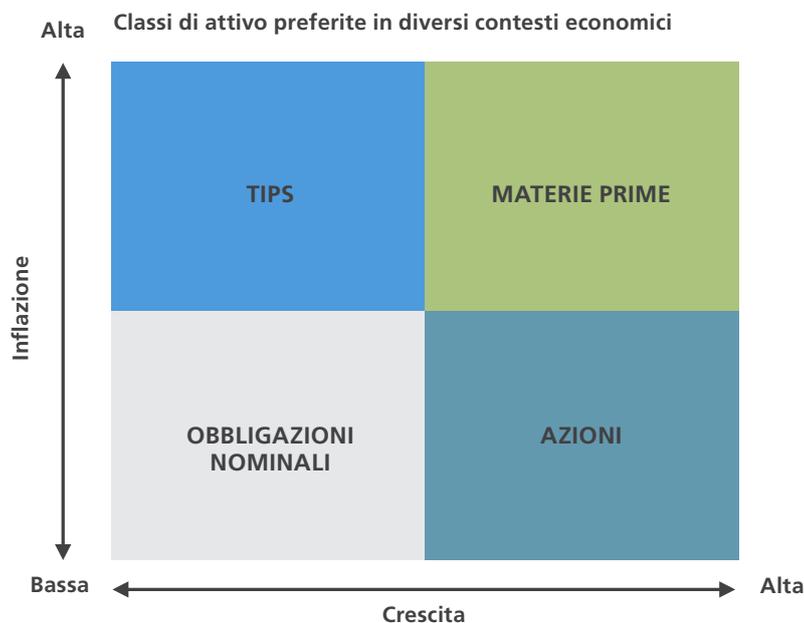
Altre fonti di rendimento interessanti per l'investitore paziente sono i premi per il rischio di liquidità e per la complessità. Molti investitori necessitano o preferiscono avere accesso immediato al capitale. Pertanto, chi accetta di immobilizzare il capitale per un periodo prolungato dovrebbe poter beneficiare di un premio al rischio di liquidità e potenzialmente conseguire rendimenti più elevati rispetto alle strategie che promettono la restituzione del capitale in tempi più rapidi. Analogamente, gli attivi complessi da comprendere e analizzare spesso offrono un rendimento più elevato per il rischio assunto. Tra questi ultimi figurano alcuni strumenti di tipo asset-backed, il capitale bancario o il debito corporate dei mercati emergenti. I gestori dotati delle dimensioni, della presenza globale e delle competenze necessarie per analizzare accuratamente tali opportunità sono in grado di attingere regolarmente a una gamma di opportunità più ampia dalla quale altri sono esclusi.

Prima di fornire i nostri giudizi dettagliati su tutte le principali classi di attivo, desideriamo soffermarci su tre idee che sposiamo con convinzione e che saranno rilevanti per l'asset allocation:

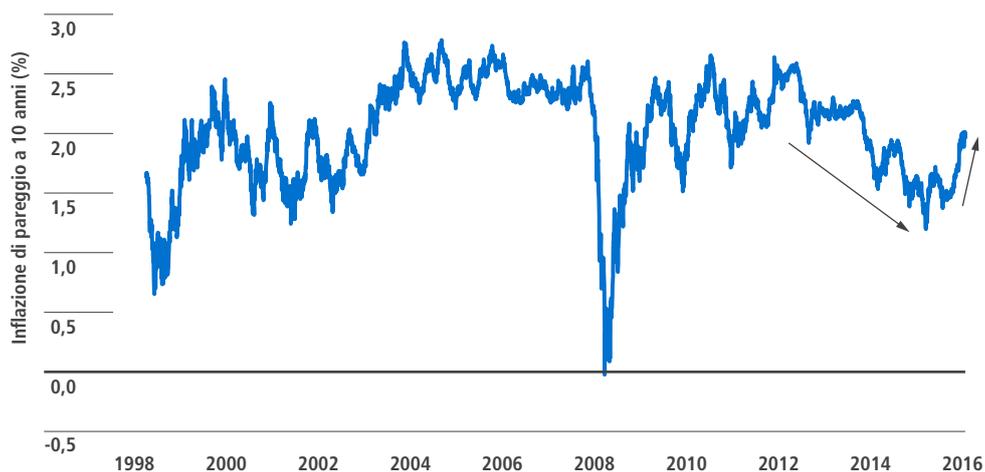
I TREASURY INFLATION-PROTECTED SECURITIES (TIPS) STATUNITENSIS SONO COMPLEMENTARI ALLE OBBLIGAZIONI NOMINALI QUALE ELEMENTO DI COPERTURA NEI PORTAFOGLI

Sosteniamo da tempo che il rischio d'inflazione è erroneamente valutato, e il mercato inizia finalmente a riconoscerlo. L'aumento delle aspettative d'inflazione ha profonde implicazioni per l'asset allocation. I titoli di Stato americani, sia nominali che reali, svolgono un ruolo difensivo di importanza fondamentale nei portafogli multi-asset. Dopo le fibrillazioni sul tapering del 2013, le prospettive di una diminuzione dei prezzi delle materie prime, il rafforzamento del dollaro USA e il calo dell'inflazione hanno fatto dei Treasury nominali la scelta naturale. In un'ottica futura, il protezionismo e lo stimolo fiscale, abbinati a un'economia statunitense prossima al pieno impiego, accrescono le prospettive di un aumento dell'inflazione e di maggiori sorprese sul fronte della crescita dei prezzi. In questo scenario crediamo che i TIPS diverranno una componente difensiva cruciale dei portafogli multi-asset.

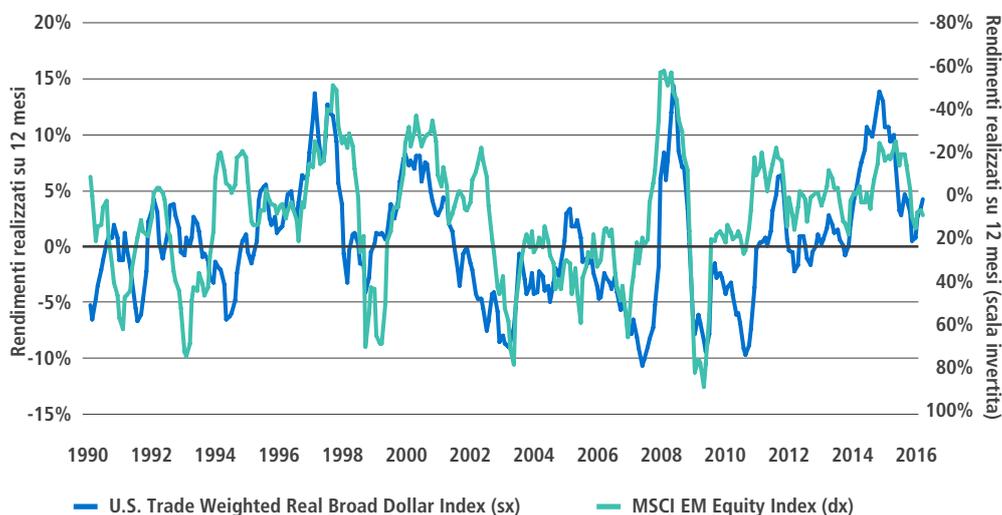
IN UN CONTESTO DI BASSA CRESCITA E INFLAZIONE IN AUMENTO, I TIPS SONO LA CLASSE DI ATTIVO "PRIVA DI RISCHIO" PREFERITA



LE ASPETTATIVE D'INFLAZIONE SONO AUMENTATE SENSIBILMENTE NEL 2016



LA PERFORMANCE DEI MERCATI AZIONARI EMERGENTI È NOTEVOLMENTE INFLUENZATA DALL'ANDAMENTO DELLE VALUTE DEI SINGOLI PAESI



Fonte: PIMCO, Bloomberg, al 31 dicembre 2016.

LE AZIONI HANNO STORICAMENTE SOVRAPERFORMATO SU BASE CORRETTA PER IL RISCHIO NELLE FASI AVANZATE DI UN'ESPANSIONE ECONOMICA

Indice di sharpe	Credito IG USA (rispetto ai titoli di Stato americani)	Azioni statunitensi
Espansioni	0,29	0,53
1ª metà delle espansioni	0,50	0,75
2ª metà delle espansioni	-0,10	0,28
Recessioni	-0,13	-0,43
Intero campione	0,15	0,33

Al 31 dicembre 2016

Fonte: PIMCO, Bloomberg, Barclays. Dati relativi agli anni 1973-2016.

Fra il 1973 e il 1987, la performance complessiva delle azioni statunitensi corrisponde a quella dell'MSCI USA Index. Dopo il 1988, le azioni USA sono rappresentate dall'extra-rendimento dell'S&P 500. L'extra-rendimento del credito statunitense rispetto ai titoli di Stato americani di pari duration è misurato dal Bloomberg Barclays U.S. Credit Index.

INVESTIRE CON CAUTELA NEI MERCATI EMERGENTI

All'inizio del 2016 avevamo un giudizio positivo sui mercati emergenti, poiché le valutazioni erano molto basse mentre i fondamentali erano in miglioramento e i prezzi delle materie prime erano prossimi a un minimo. Volgendo lo sguardo indietro, lo scorso anno gli attivi emergenti hanno registrato una ripresa sostenuta nei mercati azionari, obbligazionari e valutari. Nonostante le valutazioni ancora interessanti (anche se in misura minore rispetto all'inizio del 2016), prevediamo qualche difficoltà dovuta all'apprezzamento del dollaro, ai futuri rialzi dei tassi della Fed e ai potenziali cambiamenti della politica commerciale statunitense. Inoltre, le valutazioni azionarie dei mercati emergenti sono più elevate di quanto suggerirebbero le loro correlazioni storiche con i prezzi delle materie prime. Pertanto, quest'anno suggeriamo di assumere un'esposizione più mirata e selettiva ai mercati emergenti.

SAPER COGLIERE UN RIALZO DA PARTE DELLE AZIONI RISULTA PIÙ INTERESSANTE IN CONFRONTO CON ALTRI ATTIVI DI RISCHIO

Nel 2016 gli attivi di rischio come obbligazioni high yield, obbligazioni investment grade e azioni hanno prodotto rendimenti corretti per il rischio positivi, ricevendo ulteriore impulso dai risultati elettorali statunitensi e dall'ottimismo sulle politiche pro-crescita. Tuttavia, alla luce delle valutazioni iniziali, riteniamo probabile che a fronte di un evento estremo positivo le azioni registrino, rispetto ad altri attivi di rischio, una sovraperformance maggiore della sottoperformance che evidenzerebbero nell'eventualità di un evento estremo negativo; crediamo pertanto che nel 2017 le azioni si troveranno in una posizione migliore, alla luce della nostra previsione in merito all'aumento dei rischi estremi (sia positivi che negativi, come sopra discusso). Inoltre, i nostri studi dimostrano che i titoli azionari tendono a sovraperformare altri attivi di rischio nelle fasi avanzate di un'espansione economica.

Temi di asset allocation per i portafogli multi-asset

POSIZIONAMENTO **OPPORTUNITÀ**



AZIONI

Stati Uniti		+
Europa		+
Giappone		+
Mercati emergenti		+

Pur essendo più ottimisti sulle azioni rispetto ad altri attivi di rischio, alla luce del recente rialzo manteniamo un giudizio nel complesso neutrale e un sottopeso sulle azioni statunitensi. Tuttavia, le potenziali modifiche del codice tributario e della regolamentazione negli Stati Uniti potrebbero fornire ulteriore supporto alle imprese americane orientate all'economia interna. Siamo moderatamente fiduciosi nei confronti delle azioni europee, a fronte della crescita superiore al trend registrata nella regione e dell'orientamento accomodante della BCE. Abbiamo attualmente una leggera sovraesposizione ai mercati emergenti quale investimento value a lungo termine.



TASSI

Stati Uniti		-
Europa		-
Giappone		-
Mercati emergenti		-

Abbiamo un'esposizione difensiva ai tassi d'interesse. Negli Stati Uniti abbiamo una preferenza per i TIPS (sui quali torneremo in seguito). In altre regioni, reputiamo sopravvalutati i titoli di Stato britannici e i titoli di Stato giapponesi e crediamo che le valutazioni delle obbligazioni dei paesi europei "periferici" non siano sostenibili senza il sostegno della BCE.



CREDITO

Strumenti cartolarizzati		+
Investment grade		+
High yield		+
Mercati emergenti		+

In questa fase avanzata del ciclo gli investitori dovrebbero comprendere le scarse prospettive di una riduzione degli spread delle obbligazioni societarie, nonché il potenziale di default o ampliamento degli spread in caso di ribasso. Il nostro sovrappeso sul credito è focalizzato sui mortgage-backed securities non-agency, che dovrebbero continuare a beneficiare della ripresa in atto nel mercato immobiliare statunitense e restare ben isolati da molti rischi globali.



ATTIVI REALI

Obbligazioni indicizzate all'inflazione		+
Materie prime		+
Fondi immobiliari		+
Oro		+

Continuiamo a sovrappesare gli attivi reali, concentrandoci sui TIPS statunitensi. Nonostante il recente aumento delle aspettative di inflazione, ravvisiamo ancora valore nei TIPS in quanto il mercato sottovaluta il rischio di inflazione. Nei prossimi mesi quest'ultima potrebbe raggiungere e persino superare il target del 2% fissato dalla Fed. (La banca centrale statunitense usa quale indicatore dell'inflazione il deflatore della spesa per consumi personali (PCE), non il CPI, il quale di recente è salito oltre il 2%.)



VALUTE

USD		+
Euro		-
Yen		+
Mercati emergenti		+

Continuiamo a privilegiare il dollaro statunitense nei confronti di un paniere di valute dell'Asia, una regione che ha beneficiato del commercio internazionale. Abbiamo anche un modesto sottopeso sull'euro, poiché prevediamo una continuazione della politica monetaria accomodante della BCE. Manteniamo modeste posizioni tattiche in alcune valute ad alto carry legate alle materie prime, per via dell'eccessivo deprezzamento osservato in seguito alle elezioni statunitensi.

Azioni globali: esposizione neutrale

Le azioni sono la classe di attivo preferita dagli investitori che credono in uno scenario di crescita accompagnata da un'inflazione modesta.

Tuttavia, come discusso, nel 2016 le aspettative dei mercati in merito a inflazione, crescita e tassi sono diventate eccessivamente pessimistiche. In questo periodo, malgrado la debole crescita dell'utile per azione (EPS), i corsi azionari sono stati spinti al rialzo dal livello sempre più contenuto dei rendimenti globali.

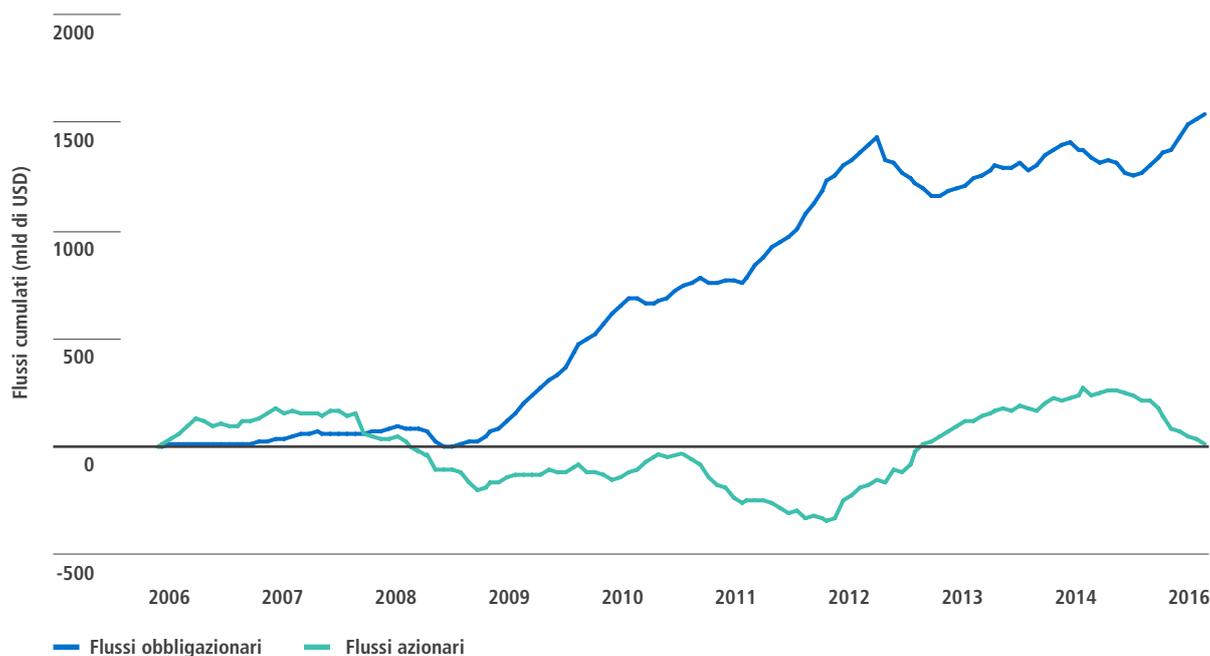
Con la fine del 2016 questa mentalità pessimistica è cambiata. I giudizi e le previsioni sulla crescita e specialmente sull'inflazione hanno cominciato a migliorare, e nonostante i P/E storicamente elevati le azioni hanno iniziato ad attrarre investimenti. In effetti, se consideriamo il nostro indicatore preferito del valore a lungo termine, il premio al rischio azionario (ERP), le azioni non appaiono particolarmente sopravvalutate (cfr. tabella nella prossima pagina).

Ciò detto, in futuro i rendimenti azionari saranno determinati da tre fattori: percezioni di crescita e inflazione, posizionamento e fattori tecnici di mercato e, infine, politica economica e dinamiche politiche.

Il primo indicatore appare favorevole, poiché nel 2017 PIMCO prevede una crescita globale positiva e regolare e un aumento modesto dell'inflazione. Tuttavia, dato il livello iniziale delle valutazioni, affinché quest'anno le azioni possano realmente sovraperformare, la riforma fiscale promessa dovrà trovare attuazione e la deregolamentazione e lo stimolo fiscale dovranno essere diretti ad alimentare la crescita a lungo termine dell'economia e degli utili. Se tuttavia l'accelerazione della crescita economica è accompagnata da un aumento significativo dell'inflazione, sussiste il rischio che i tassi d'interesse aumentino al punto tale da avere la meglio sul rialzo degli utili e incidere negativamente sulla performance del mercato azionario.

Ci aspettiamo che i fattori tecnici rimangano favorevoli, in quanto gli ingenti volumi di capitali che hanno abbandonato i mercati azionari faranno ritorno (cfr. grafico dei flussi) alla ricerca della migliore convessità di cui abbiamo parlato. Il terzo fattore – politica economica e dinamiche politiche – rimane relativamente mutevole per via dell'incertezza sul policy mix negli Stati Uniti e sul fitto calendario politico che si profila in Europa.

I FLUSSI OBBLIGAZIONARI HANNO NETTAMENTE SUPERATO QUELLI AZIONARI NEGLI ULTIMI 10 ANNI – IL 2016 NON HA FATTO ECCEZIONE



Fonte: EPFR, al 30 novembre 2016.

Azioni globali: esposizione neutrale (segue)

Nonostante il giudizio relativamente positivo sulla classe di attivo, la rapidità del recente rialzo ci induce attualmente ad assumere un'esposizione neutrale. Tuttavia, ravvisiamo opportunità appetibili all'interno delle principali regioni.

STATI UNITI

I mercati statunitensi hanno sovraperformato sulla scia della vittoria elettorale di Trump e hanno raggiunto livelli che ci inducono a restare cauti e lievemente sottoponderati. Le aspettative sulla crescita degli utili sono aumentate e il dollaro si è rafforzato notevolmente. Pertanto, preferiamo mantenere l'esposizione ai settori orientati all'economia interna e in particolare ai titoli small cap, che potrebbero beneficiare delle politiche tributarie dell'amministrazione Trump. Siamo particolarmente prudenti riguardo ai settori fortemente esposti al commercio e al vigore del dollaro, come la tecnologia.

EUROPA

L'economia europea continua a crescere a un tasso superiore al livello tendenziale, la BCE mantiene un orientamento accomodante e la valuta europea evidenzia un andamento debole, mentre l'Europa ha una significativa esposizione agli utili generati all'estero. Le banche del continente si sono sottoposte a una vasta ristrutturazione, mentre gli sviluppi sul fronte della politica e della regolamentazione della BCE sono rimasti favorevoli. Nei prossimi due trimestri ci aspettiamo una marcata accelerazione della crescita degli utili e sorprese positive. Pertanto, pur privilegiando le azioni europee, valuteremo attentamente il ritmo e la natura della Brexit, monitorando attentamente gli sviluppi politici.

GIAPPONE

Abbiamo un orientamento neutrale sulle azioni giapponesi. La performance dell'indice Nikkei è strettamente collegata all'andamento dello yen giapponese e pertanto preferiamo esprimere le nostre posizioni direttamente nel mercato valutario. Anche se il Giappone è destinato a beneficiare della maggiore stabilità dei rendimenti obbligazionari favorita dalla politica di targeting dei prezzi della Banca del Giappone, ciò va inserito nel contesto della nostra più ampia prudenza sull'Asia e della nostra convinzione che gli utili societari in Giappone siano probabilmente destinati a deludere le attese.

MERCATI EMERGENTI

A fronte di valutazioni che rimangono convenienti, il dinamismo degli utili è ancora carente e le numerose incertezze sulle politiche economiche e gli sviluppi politici graveranno probabilmente sul settore. Adottiamo pertanto un approccio selettivo, esprimendo spesso i nostri giudizi sui mercati emergenti attraverso posizioni più liquide e con una maggiore capacità di generazione di reddito, come nei mercati valutari. Una volta ottenuta maggiore chiarezza sulle politiche di Trump e sulle prospettive della Fed, opereremo cambiamenti tattici.

NONOSTANTE IL CAPE STORICAMENTE ELEVATO, LA NOSTRA STIMA DEL PREMIO AL RISCHIO AZIONARIO È PROSSIMA ALLA MEDIA STORICA PER VIA DEI RENDIMENTI REALI CONTENUTI

	P/E corretto per il ciclo (CAPE)	Premio al rischio azionario stimato: (1/CAPE) – (rendimento reale a 10 anni)
Livelli al 3	24,6	3,6%
Percentile di appartenenza del valore corrente	84%	55%
Espansione	19,6	3,6%
Recessione	14,2	6,3%
1ª metà delle espansioni	18,4	4,2%
2ª metà delle espansioni	21,3	2,7%

Al 3 gennaio 2017. Il periodo storico considerato è il 1950-2017.

Fonte: PIMCO, Compustat, al 3 gennaio 2017. Il CAPE è misurato dal rapporto tra il prezzo e gli utili mediani realizzati nei 10 anni precedenti.

Le azioni sono rappresentate dall'S&P 500 Index.

Tassi globali: sottopeso

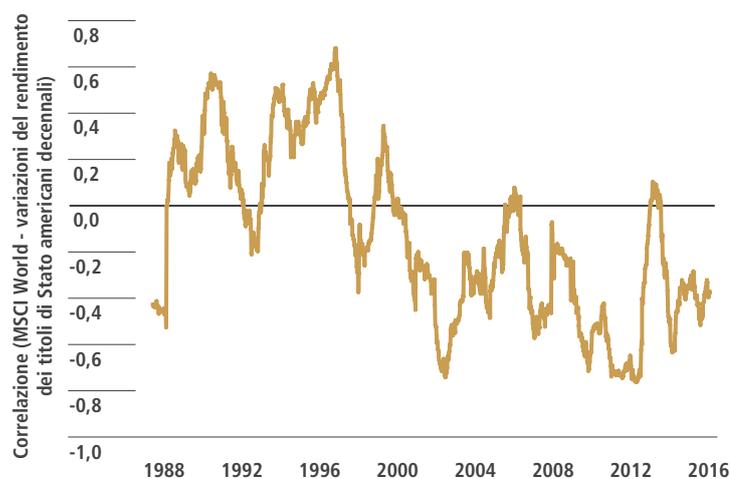
Il nostro posizionamento nei titoli di Stato di alta qualità dipende da due esiti dalle conseguenze contrastanti. Il primo è la nostra convinzione che l'inflazione risulterà probabilmente superiore alle attese, il che, abbinato alla possibilità di uno stimolo fiscale, suggerisce che la Fed potrebbe aumentare i tassi più rapidamente di quanto previsto attualmente dal mercato (due rialzi nel 2017 e due nel 2018). Ciò suggerirebbe di assumere una posizione ribassista sulle obbligazioni. A questo si contrappongono le code più spesse di cui abbiamo parlato, che unitamente alla fase avanzata del ciclo economico implicherebbero una probabilità di recessione superiore alla media. Ciò deporrebbe a favore di un aumento dell'esposizione ai titoli di Stato, specialmente in un portafoglio che include attivi di rischio. Inoltre, i titoli di Stato americani sono meno onerosi rispetto ai livelli di metà 2016 su base fondamentale, giacché la correzione degli ultimi mesi ha reintrodotta un premio a termine nel mercato. Risolviamo questa dicotomia mantenendo un'esposizione consistente ai TIPS statunitensi.

Al di fuori degli Stati Uniti, reputiamo sopravvalutati i titoli di Stato britannici e i titoli di Stato giapponesi, poiché i primi risentono ancora del rally indotto dalla Brexit e i secondi rimangono in linea con "l'ancora" introdotta dalla BoJ. Riteniamo che entrambi i tassi potrebbero aumentare una volta che ci allontaneremo dall'era del predominio delle banche centrali.

Altri beneficiari degli interventi delle autorità monetarie sono le obbligazioni emesse dai cosiddetti paesi periferici europei. Crediamo che le attuali valutazioni non siano sostenibili senza il sostegno della BCE e abbiamo pertanto rimosso il nostro sovrappeso di vecchia data su tali titoli.

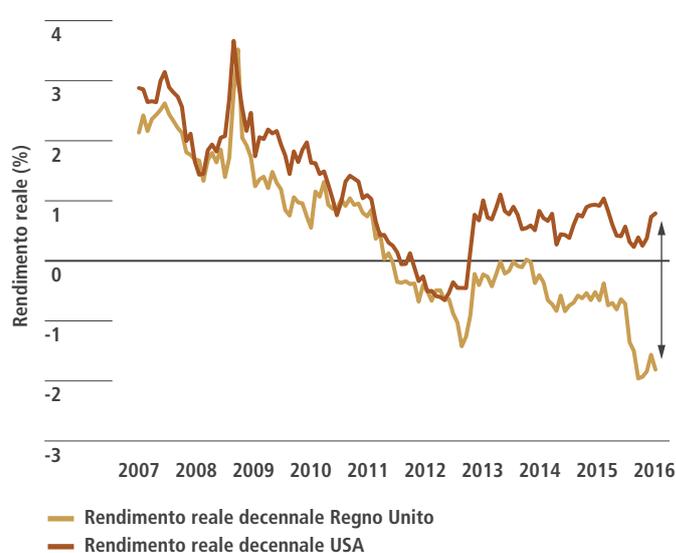
Infine, esortiamo gli investitori ad analizzare attentamente le correlazioni e il valore relativo di posizioni che potrebbero apparire indipendenti, quali un sottopeso di duration, uno "steepener" sulla curva dei rendimenti e una posizione volta a beneficiare di un ampliamento dei differenziali di pareggio.

ANCHE SE LA CORRELAZIONE TRA AZIONI E OBBLIGAZIONI È VARIATA NEL TEMPO, È PROBABILE CHE I TITOLI OBBLIGAZIONARI RIMANGANO UN EFFICACE FATTORE DI DIVERSIFICAZIONE, ANCHE QUALORA LE CORRELAZIONI AUMENTASSERO DAI LIVELLI ATTUALI



Fonte: PIMCO, Bloomberg, al 31 dicembre 2016. Le azioni sono rappresentate dall'MSCI World Index. Le obbligazioni sono rappresentate dalla variazione del rendimento dei titoli di Stato americani decennali. La correlazione è misurata su base settimanale.

I RENDIMENTI REALI BRITANNICI E STATUNITENSIS HANNO EVIDENZIATO UNA NETTA DIVERGENZA



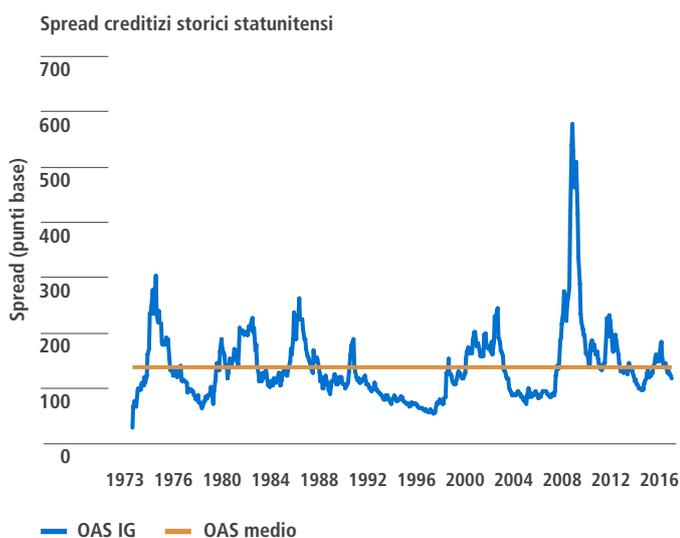
Fonte: PIMCO, Bloomberg, al 31 dicembre 2016.

Credito globale: sovrappeso su settori selezionati

Dati gli spread ristretti e le code spesse, gli investitori dovrebbero adottare un approccio sempre più selettivo al rischio di credito, ricercando una remunerazione adeguata che copra non solo i tradizionali rischi di insolvenza e di liquidità. È importante comprendere il comportamento di fine ciclo delle obbligazioni corporate, che evidenziano uno scarso potenziale di carry o riduzione degli spread nelle fasi di rialzo, ma presentano un rischio significativo di default e ampliamento degli spread in caso di ribasso. Ciò detto, nei mercati del credito ravvisiamo numerose opportunità per conseguire interessanti rendimenti corretti per il rischio.

Ad esempio, puntiamo a cogliere i rendimenti derivanti dai complessi flussi di cassa incorporati nei mortgage-backed securities non-agency e nei titoli contingent convertible computabili nel patrimonio di vigilanza delle banche. In aggiunta, vediamo con favore le emissioni regolari di banche e società finanziarie, che dovrebbero continuare a beneficiare dell'aggressiva riduzione dei rischi operata a oggi nonché dell'attuale ripidità delle curve dei rendimenti. Diversi settori legati ai consumi statunitensi presentano analogamente una notevole attrattiva; tra questi figurano TV via cavo, telecomunicazioni, gioco d'azzardo, compagnie aeree e settore alberghiero.

GLI SPREAD CREDITIZI SONO PROSSIMI ALLA MEDIA STORICA

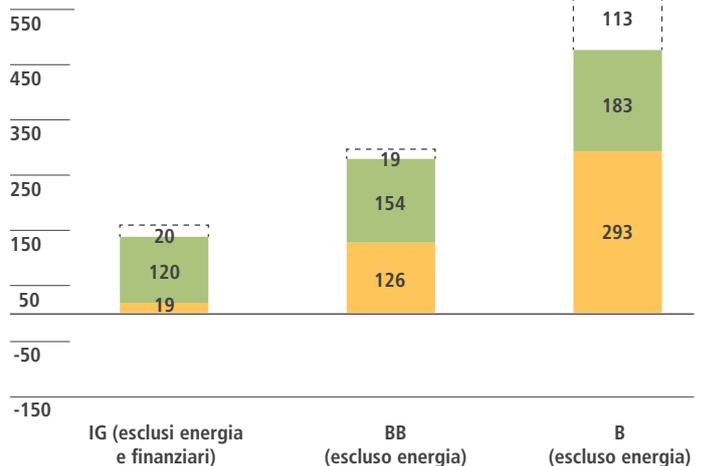


Fonte: PIMCO, Barclays, al 31 dicembre 2016.

Nel periodo 1973-1990 l'OAS è calcolato sulla base dello yield-to-worst a parità di duration del Barclays IG Credit Index (a livello di classe di rating) e del Barclays Treasury Index. A partire dal 1990 gli OAS sono calcolati da Barclays (componenti del Bloomberg Barclays U.S. Credit Indices) e aggregati in una media ponderata per il valore di mercato corrente delle singole classi di rating. Le stime sull'OAS sono rettificata al fine di mantenere una distribuzione costante dei rating nel tempo.

GLI SPREAD CREDITIZI INCORPORANO UN LIVELLO SIGNIFICATIVO DI RISCHIO AZIONARIO E NON FORNISCONO UNA REMUNERAZIONE ADEGUATA PER I RISCHI DI LIQUIDITÀ E DI ALTRA NATURA

Ripartizione dell'OAS (punti base)



■ Perdite attese su insolvenze ■ Beta azionario e convessità
 ⋮ Scarto di valutazione*

Fonte: PIMCO, Bloomberg, Barclays, al 17 gennaio 2017.

*Lo scarto di valutazione rappresenta la differenza tra lo spread realizzato e il fair value indicato dal modello.

Le perdite attese su insolvenze sono basate sui tassi di insolvenza stimati da Moody's dal 1983. Le stime della remunerazione per il beta azionario e per la convessità sono basate sulla regressione dei premi al rischio realizzati degli indici di credito rispetto a quelli dell'S&P 500 e sui variance swap a 1 mese sull'S&P 500 nel periodo 1999-2016. La stima del premio al rischio corrente dell'S&P 500 è definita come $1/CAPE * \text{payout ratio} + \text{crescita reale attesa} - \text{tasso reale atteso}$. Il premio al rischio di varianza è stimato sulla base della sua relazione con il premio al rischio azionario negli ultimi 10 anni.

Attivi reali globali: sovrappeso

A fronte della transizione da un contesto deflazionistico a uno reflazionistico, è essenziale attuare una copertura dall'inflazione. Avevamo evidenziato tale esigenza nelle nostre prospettive per il 2016; da allora abbiamo mantenuto un sovrappeso e siamo convinti che gli eventi recenti non facciano che accrescere la possibilità di un evento di inflazione inattesa. La svolta populistica e protezionistica osservata in molti mercati sviluppati è di per sé foriera di inflazione. Il fatto che l'economia americana operi in prossimità del pieno impiego alimenta ulteriormente tali pressioni inflazionistiche.

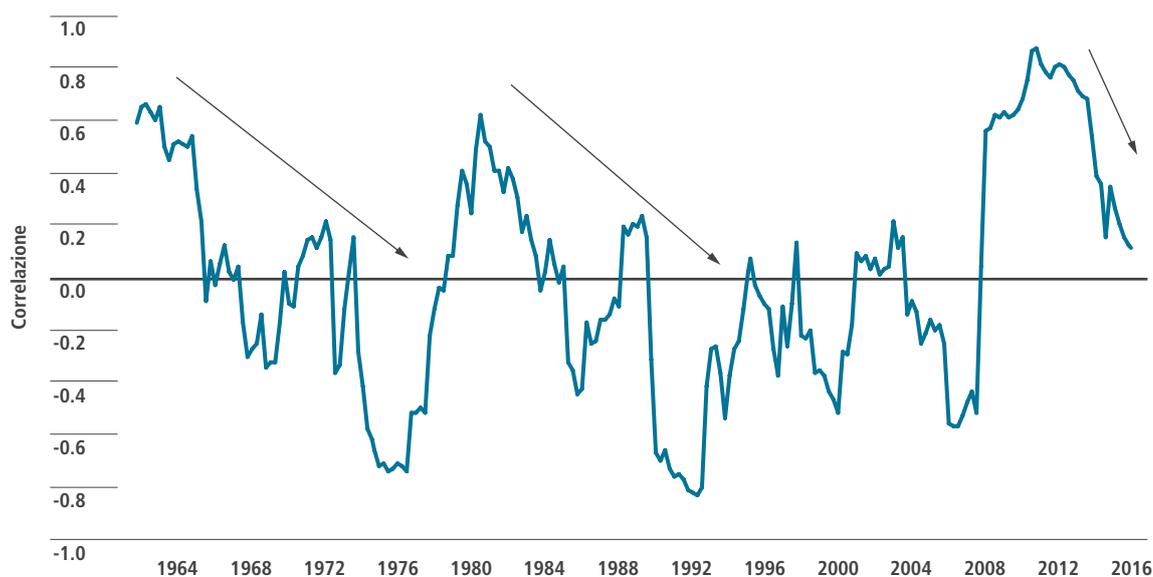
Come discusso in precedenza, i TIPS statunitensi costituiscono un naturale elemento di copertura dei portafogli nel contesto attuale. Inoltre, i TIPS rimangono interessanti rispetto agli omologhi titoli nominali anche senza l'aspettativa di sorprese sul fronte dell'inflazione. L'inflazione di pareggio dei TIPS decennali è pari attualmente al 2% all'anno per i prossimi 10 anni, un livello inferiore alle nostre attese. Prevediamo che la Fed consegnerà il proprio target del 2% per il deflatore della spesa per consumi personali (PCE), il che dovrebbe tradursi in un tasso del 2,35% circa per il più popolare CPI se il divario

storico tra i due indicatori fosse confermato. Riteniamo che gli investitori non scontino adeguatamente un'inflazione futura superiore al target, essendo tuttora ancorati da diversi anni di inflazione inferiore all'obiettivo.

In aggiunta, alle attuali valutazioni, un investimento in un indice ampio di materie prime continua a offrire valore sia quale fattore di diversificazione sia come elemento di copertura. Non solo lo squilibrio tra domanda e offerta nel mercato del petrolio è in diminuzione a causa di un rallentamento della produzione statunitense e della disciplina imposta dall'OPEC, ma riduzioni dell'offerta hanno interessato anche altre materie prime.

Infine, troviamo appetibili i fondi immobiliari (REIT), che di recente sono stati penalizzati dalla correzione dei settori azionari che a giudizio degli investitori presentano analogie con i titoli obbligazionari, e offrono attualmente valutazioni interessanti. I REIT costituiscono un settore difensivo del mercato azionario e offrono un dividend yield elevato. Pertanto, rappresentano un utile contrappeso nei portafogli fortemente orientati verso un aumento dei tassi d'interesse. Inoltre, i loro fondamentali rimangono solidi date le previsioni dei nostri analisti in merito al persistente vigore del mercato immobiliare statunitense.

LA CORRELAZIONE TRA AZIONI E MATERIE PRIME È DIMINUITA NOTEVOLMENTE DOPO LA CRISI



Fonte: Bloomberg, al 31 dicembre 2016.

Correlazioni basate sui rendimenti trimestrali su periodi mobili di 3 anni Rendimenti delle materie prime basati sul Composite Commodity Index, un indice total return interamente collateralizzato, la cui metodologia si basa sullo studio di Ibbotson intitolato "Strategic Asset Allocation and Commodities" (2006). L'indice è equiponderato e ribilanciato mensilmente ed è composto dai sei seguenti indici di materie prime: S&P Goldman Sachs Commodity Index Total Return (dal 1970), Bloomberg Commodity Index (in precedenza denominato Dow Jones-UBS Commodity Index Total Return, dal 1991), Reuters/Jefferies CRB Total Return Index (dal 1994), Gorton and Rouwenhorst Commodity Total Return Index (1959-2007), JPMorgan Commodity Futures Index (1970-2001) e Credit Suisse Commodity Total Return Benchmark (dal 2001). Azioni rappresentate dall'S&P 500 Index.

Valute globali: esposizione neutrale

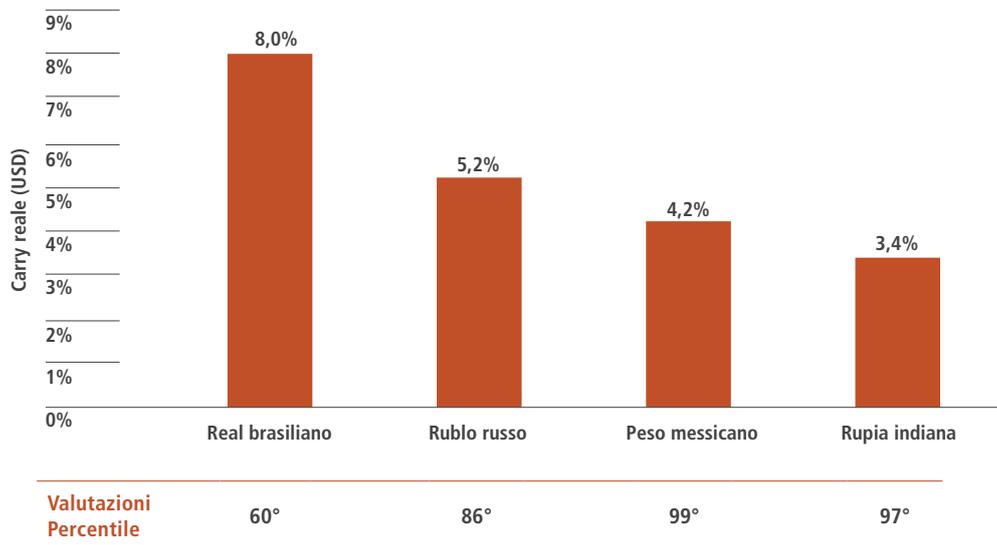
Riteniamo che l'apprezzamento del dollaro statunitense sia destinato a continuare, sia pur a un ritmo più lento, ma che vi siano limiti all'entità del suo rialzo. Un rafforzamento eccessivo condurrebbe probabilmente a condizioni finanziarie più restrittive, che penalizzerebbero le grandi imprese statunitensi con un'ampia esposizione alla domanda estera, causando una correzione del mercato azionario. Queste ricadute negative potrebbero infine arrestare il processo di inasprimento avviato dalla Fed.

La proposta di "border-adjustment tax" (che prevede la tassazione delle importazioni e la detassazione delle esportazioni) e il rimpatrio degli utili societari detenuti all'estero depongono a favore di un rafforzamento del dollaro statunitense. Tuttavia, alla luce del recente vigore del biglietto verde e delle attuali valutazioni, abbiamo ridotto il nostro sovrappeso sull'USD rispetto ad altre valute dei mercati sviluppati.

La maggior parte delle nostre posizioni in valuta è focalizzata sui mercati emergenti, dove esprimiamo il nostro giudizio complessivamente positivo sulle prospettive globali mantenendo un'esposizione lunga alle valute ad alto rendimento (BRL, RUB, INR) a fronte di un'esposizione corta alle divise a basso rendimento dell'Asia (CNY e altre). Crediamo che queste posizioni registreranno buone performance qualora i dazi dovessero gravare in misura sproporzionata sugli esportatori asiatici o se la regione fosse interessata da un rallentamento inatteso della crescita.

Le valute sembrano destinate a svolgere un ruolo di crescente importanza nei portafogli degli investitori. La decisione sull'entità della copertura valutaria è ancora più rilevante, considerando che la correlazione tra azioni e obbligazioni potrebbe variare notevolmente in un contesto di tassi in aumento.

ALCUNE VALUTE EMERGENTI OFFRONO UN CARRY INTERESSANTE IN TERMINI REALI, CON UN POTENZIALE DI ULTERIORE APPREZZAMENTO ALLE ATTUALI VALUTAZIONI



Fonte: PIMCO, Bloomberg, al 9 gennaio 2017. Carry reale calcolato come carry implicito futuro a 1 mese (annualizzato) rettificato per le aspettative d'inflazione. Un percentile di valutazione elevato indica che la valuta è attualmente sottovalutata rispetto al fair value indicato dal modello.



OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Nonostante la significativa incertezza sulle prospettive globali, suggeriamo in conclusione di non assumere un atteggiamento passivo. Gli investitori dispongono di valide opzioni per tracciare un percorso verso i propri obiettivi, specialmente dal momento che i rischi di inflazione sono in aumento in molti mercati sviluppati, minacciando di erodere la ricchezza di quanti prediligono la liquidità in attesa di tempi migliori.

La nostra ricetta consiste nell'andare oltre le esposizioni di mercato passive che hanno generato rendimenti nelle fasi iniziali dell'attuale espansione economica. Oltre alla modifica delle esposizioni in chiave tattica, gli strumenti a disposizione dell'investitore potrebbero includere strategie a gestione attiva mirate al conseguimento di alfa strutturale, strategie smart beta o strategie che coprono l'intera esposizione al beta e si focalizzano esclusivamente sulle fonti di alfa. Inoltre, in un'era di forte incertezza, sarà cruciale riuscire a proteggere il capitale a fronte di shock di mercato imprevisti attraverso un'attenta selezione delle coperture dei rischi estremi.

Naturalmente, bisognerà essere attivi durante tutto il corso dell'anno. Il 2017 richiederà vigilanza e flessibilità. Vedremo se si realizzerà lo scenario di riferimento, quello più ottimistico o quello pessimistico, e ci terremo pronti ad agire nella speranza di coglierne i relativi benefici.

Il team di asset allocation fa leva sulle risorse della società

LE RISORSE DI PIMCO: Oltre 230 gestori | Oltre 50 analisti specializzati nella ricerca | Oltre 50 analisti di portafoglio

Mihir P. Worah

CIO Asset Allocation e Real Return

- Membro del Comitato Investimenti di PIMCO
- Gestore generalista
- 15 anni di esperienza nel settore degli investimenti

Titolo: Asset allocation e costruzione del portafoglio



Geraldine Sundstrom

Managing Director, Asset Allocation

- Esperienza nell'investimento global macro e absolute return
- 20 anni di esperienza nel settore degli investimenti

Titolo: Asset allocation e costruzione del portafoglio



Rahul Devgon

Senior Vice President

- Trading macro e tecnico
- Esperienza nell'investimento global macro e absolute return
- 18 anni di esperienza nel settore degli investimenti

Titolo: Trading global macro e relative value



Emmanuel S. Sharef

Executive Vice President

- 8 anni di esperienza nel settore degli investimenti

Titolo: Strategie quantitative



Nicholas Johnson

Managing Director

- Esperienza nell'investimento in attivi reali e relative value
- 12 anni di esperienza nel settore degli investimenti

Titolo: Attivi reali e relative value



Mukundan Devarajan

Executive Vice President

- Analisi empirica e costruzione del portafoglio
- 12 anni di esperienza nel settore degli investimenti

Titolo: Ricerca premi al rischio e multi-asset



ANALISI CLIENTI

Jamil Baz

Managing Director

- Responsabile globale dell'analisi clienti
- 30 anni di esperienza nel settore degli investimenti



ANALISI DI PORTAFOGLIO

Ravi Mattu

Managing Director

- Responsabile globale della ricerca analitica
- 34 anni di esperienza nel settore degli investimenti



GESTIONE DEL RISCHIO

William De Leon

Managing Director

- Responsabile globale della gestione del rischio di portafoglio
- 27 anni di esperienza nel settore degli investimenti

Gli autori ringraziano i membri del gruppo Analytics di PIMCO per i loro contributi a questo documento.

Per attivi "**privi di rischio**" si intendono gli attivi che offrono teoricamente un rendimento futuro certo. I titoli di Stato americani sono considerati di norma attività "prive di rischio", in quanto garantiti dal governo degli Stati Uniti. **Tutti gli investimenti** comportano rischi e possono subire perdite di valore.

Le **previsioni sui mercati dei capitali** hanno scopo unicamente illustrativo e non rappresentano una previsione o una proiezione di rendimenti futuri. Le ipotesi di rendimento sono una stima dei potenziali guadagni prodotti dagli investimenti in media nel lungo periodo. I rendimenti effettivi possono essere superiori o inferiori a quelli illustrati e possono variare sensibilmente su orizzonti temporali più brevi. Non è possibile investire direttamente in un indice non gestito.

L'investimento nel mercato obbligazionario è soggetto a taluni rischi, tra cui il rischio di mercato, di tasso di interesse, di emittente, di credito, di inflazione e di liquidità. Il valore della maggior parte delle obbligazioni e delle strategie obbligazionarie varia in funzione delle fluttuazioni dei tassi d'interesse. Le obbligazioni e le strategie obbligazionarie con duration più lunga tendono a evidenziare una maggiore sensibilità e volatilità rispetto a quelle con duration più breve. Di norma, i prezzi delle obbligazioni diminuiscono in caso di aumento dei tassi d'interesse e l'attuale contesto di bassi tassi d'interesse fa aumentare tale rischio. Le attuali riduzioni di capacità delle controparti obbligazionarie possono contribuire al calo della liquidità del mercato e all'aumento della volatilità dei prezzi. Al momento del rimborso gli investimenti obbligazionari possono avere un valore superiore o inferiore al costo iniziale. I **titoli di Stato** sono di norma garantiti dal governo emittente. Gli obblighi delle agenzie federali e delle autorità statunitensi sono sostenuti in varia misura, ma in genere non beneficiano della piena garanzia del governo degli Stati Uniti. I portafogli che investono in tali titoli non sono garantiti e possono subire fluttuazioni di valore. Il valore delle **azioni** può diminuire a causa delle condizioni di mercato, economiche e industriali sia reali che percepite. La **copertura dei tail risk** può comportare la stipula di derivati finanziari per cui si prevede un incremento del valore al verificarsi di eventi estremi. Investire in uno strumento di copertura da eventi estremi può comportare la perdita parziale o totale dell'investimento anche in un periodo di gravi tensioni sui mercati. Un evento estremo è imprevedibile; pertanto, gli investimenti in strumenti legati al verificarsi di un simile evento sono speculativi. I **derivati** possono comportare determinati costi e rischi, quali il rischio di liquidità, di tasso d'interesse, di mercato, di credito, di gestione e il rischio che una posizione non possa essere chiusa nel momento più favorevole. L'investimento in derivati può comportare una perdita superiore all'importo investito. **Gli MBS e gli ABS** possono essere sensibili alle fluttuazioni dei tassi d'interesse o esposti al rischio di pagamento anticipato. Sebbene di norma beneficiano di garanzie private, pubbliche o emesse da agenzie federali, non è possibile assicurare che i garanti facciano fronte ai loro obblighi. I **prestiti bancari** sono spesso meno liquidi rispetto ad altre tipologie di strumenti debitori e le condizioni generali del mercato e finanziarie possono incidere sul rimborso anticipato degli stessi, pertanto i rimborsi anticipati non possono essere previsti con precisione. Non vi sono garanzie che la liquidazione di qualsivoglia collaterale di un prestito bancario garantito permetta al prestatore di onorare il proprio obbligo o che detto collaterale possa essere liquidato. L'investimento in titoli domiciliati all'estero e/o denominati in valute estere può comportare elevati rischi dovuti alle fluttuazioni valutarie, nonché rischi economici e politici che possono risultare più accentuati nei mercati emergenti. Le obbligazioni indicizzate all'inflazione di emittenti governativi sono titoli a reddito fisso la cui quota capitale viene modificata periodicamente in funzione del tasso di inflazione; il valore di tali titoli diminuisce in caso di aumento dei tassi d'interesse reali. I Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) sono obbligazioni indicizzate all'inflazione emesse dal governo statunitense. I **titoli ad alto rendimento e a basso rating** comportano rischi maggiori rispetto ai titoli con un rating più elevato. I portafogli che investono in tali titoli sono esposti a livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità rispetto ai portafogli che non detengono tali strumenti. Le **materie prime** sono caratterizzate da un rischio maggiore, in termini di rischio di mercato, politico, regolamentare e connesso ad eventi naturali e possono non essere idonee per tutti gli investitori. I **fondi immobiliari** sono soggetti a rischi, come quelli di risultati deludenti ottenuti dal gestore, di cambiamenti sfavorevoli della legislazione fiscale e della mancanza dei requisiti necessari al trasferimento esentasse dei redditi.

Per **rischio di gestione** si intende il rischio che le tecniche d'investimento e le analisi del rischio impiegate da PIMCO non producano i risultati desiderati e che alcune politiche o determinati sviluppi possano incidere sulle tecniche d'investimento a disposizione di PIMCO nella gestione della strategia. Non sussiste alcuna garanzia che le suddette strategie di investimento si rivelino efficaci in tutte le condizioni di mercato o che siano idonee a tutti gli investitori. Ciascun investitore è tenuto a valutare la propria capacità di investimento a lungo termine, in particolare nei periodi di flessione del mercato. Si consiglia agli investitori di rivolgersi al proprio professionista dell'investimento prima di prendere qualsiasi decisione di investimento.

L'**alfa** è una misura di performance corretta per il rischio calcolata confrontando la volatilità (rischio di prezzo) di un portafoglio con la performance corretta per il rischio di un indice di riferimento; l'extra-rendimento rispetto al benchmark è l'alfa. Smart beta fa riferimento a un benchmark concepito al fine di fornire un trade-off tra rischio e rendimento migliore rispetto ai convenzionali indici ponderati per la capitalizzazione di mercato. La **correlazione** è una misura statistica delle oscillazioni di un titolo rispetto a un altro.

Il presente documento riporta le opinioni del gestore, che possono essere soggette a variazioni senza preavviso. È stato divulgato con finalità puramente informative. Le previsioni, le stime e talune informazioni contenute nel presente documento sono basate su ricerche proprietarie e non devono essere considerate alla stregua di una consulenza di investimento o di una raccomandazione in favore di particolari titoli, strategie o prodotti di investimento. Le informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito.

PIMCO fornisce servizi solo a istituzioni e investitori qualificati. Questa non è un'offerta rivolta a persone in qualsiasi giurisdizione in cui essa sia illegale o vietata. | **PIMCO Europe Ltd** (Società n. 2604517) e PIMCO Europe Ltd - Italy (Società n. 07533910969) sono autorizzate e regolamentate dalla Financial Conduct Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, Londra E14 5HS) nel Regno Unito. La filiale italiana è inoltre regolamentata dalla CONSOB ai sensi dell'Articolo 27 del Testo Unico Finanziario italiano. I prodotti e i servizi offerti da PIMCO Europe Ltd sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta nel manuale della Financial Conduct Authority, e non agli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione. | **PIMCO Deutschland GmbH** (Società n. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Monaco di Baviera, Germania) è autorizzata e disciplinata in Germania dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) ai sensi della Sezione 32 della Legge sul sistema creditizio tedesco (KWG). I prodotti e i servizi offerti da PIMCO Deutschland GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta alla Sezione 31a, Comma 2, della Legge sulla negoziazione di titoli tedesca (WpHG), e non agli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione. | **PIMCO (Schweiz) GmbH** (società registrata in Svizzera con il numero CH-020.4.038.582-2), Brandschenkestrasse 41, 8002 Zurigo, Svizzera, Tel.: + 41 44 512 49 10. I prodotti e i servizi forniti da PIMCO (Schweiz) GmbH non sono disponibili per gli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione, ma contattare il proprio consulente finanziario. | Nessuna parte della presente pubblicazione può essere riprodotta in alcuna forma o citata in altre pubblicazioni senza espressa autorizzazione scritta. PIMCO è un marchio depositato di Allianz Asset Management of America L.P. negli Stati Uniti e nel resto del mondo. ©2017, PIMCO.

Londra

PIMCO Europe Ltd
11 Baker Street
W1U 3AH Londra, Regno Unito
+44 20 3640 1000

Milano

PIMCO Europe Ltd - Italy
Corso Matteotti 8
20121 Milano, Italia
+39 02 9475 5400

Monaco di Baviera

PIMCO Deutschland GmbH
Seidlstraße 24-24a
80335 Monaco, Germania
+49 89 26209 6000

Zurigo

PIMCO (Schweiz) GmbH
Brandschenkestrasse 41
8002 Zurigo, Svizzera
+41 44 512 4910

Hong Kong

Newport Beach Sede centrale

New York

Rio de Janeiro

Singapore

Sydney

Tokyo

Toronto

pimco.it