

Il fondo M&G (Lux) Global Target Return Fund è stato lanciato nel dicembre 2016 e, da allora, ha puntato a generare performance stabili e positive per gli investitori in un ambiente finanziario in evoluzione. Il gestore del fondo Tristan Hanson offre un approfondimento sulle sue decisioni di investimento più rilevanti e sull'ambiente di mercato nel 2017, un anno caratterizzato da un miglioramento graduale in termini di crescita economica globale e di clima di fiducia degli investitori.

## Analisi di mercato

Un'analisi dell'andamento dei mercati finanziari nel 2017 deve indubbiamente iniziare passando in rassegna il contesto generato dalle tormentate vicende dell'anno precedente.

Il 2016 è stato un anno segnato da shock profondi. Il referendum sulla Brexit e le elezioni presidenziali negli Stati Uniti continuano a dominare ancora oggi il flusso di notizie, pur non essendo in alcun modo gli unici sviluppi degni di nota. I forti timori circa una possibile recessione globale innescata dalla Cina, l'introduzione di tassi di interesse negativi in Giappone e la sconfitta referendaria sulla riforma costituzionale per l'ex premier italiano Renzi, hanno tutti giocato un ruolo di rilievo.

È importante notare che non soltanto questi eventi hanno sorpreso, ma che altrettanto sorprendente è stata la reazione dei mercati in seguito agli eventi stessi. A inizio 2016, in pochi avrebbero previsto buoni guadagni per l'azionario globale se avessero saputo che il Regno Unito avrebbe votato a favore della Brexit e che Donald Trump sarebbe divenuto presidente degli USA.

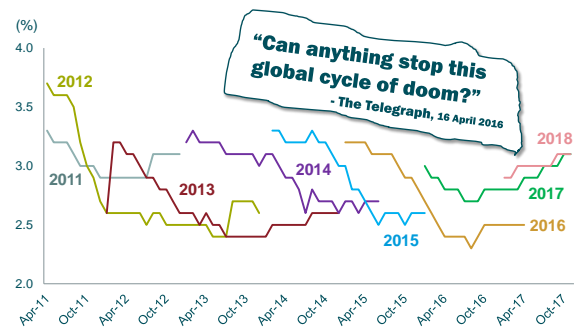
Pertanto, quasi tutti gli investitori avevano iniziato il 2017 preparandosi a ulteriori shock e movimenti di mercato drastici. L'incertezza politica era elevata: il presidente Trump avrebbe perseguito le sue idee su protezionismo e deregolamentazione? Quale impatto avrebbe avuto sulla geopolitica? I populistici anti-establishment avrebbero avuto la meglio alle elezioni in tutta Europa? Che andamento avrebbe avuto l'economia britannica alla luce del voto sulla Brexit?

La discussione del comitato di investimento del Financial Times relativa al nuovo anno e pubblicata a fine 2016 riassumeva perfettamente lo stato d'animo generale: "Il nostro gruppo di lavoro non si è trovato d'accordo su tutto, ma sicuramente ci siamo trovati d'accordo nel credere che la volatilità ritornerà sui mercati finanziari globali nel 2017."

La sorpresa dello scorso anno, dunque, è stata proprio la mancanza di sorprese a livello di eventi politici o di politica monetaria. Le paure di "eventi ipotetici" non si sono rivelate altro che tali. Il crescente populismo globale non ha portato Marine Le Pen alla vittoria in Francia; il presidente Trump non ha causato una guerra commerciale con Messico o Cina; il Regno Unito non è caduto in recessione e le politiche monetarie delle principali banche centrali hanno perlopiù seguito la traiettoria attesa.

Ciò non sta a significare che le eventualità appena citate fossero altamente probabili, o viceversa. Piuttosto, gli eventi principali del 2017 non hanno

**Grafico 1 - Aspettative di crescita PIL reale mondiale**



Fonte: Consensus Economics, febbraio 2017

generato gli shock che gli investitori si erano preparati a dover affrontare in seguito alle esperienze recenti. Ovviamente, come in qualsiasi altro anno, alcuni sviluppi non erano stati largamente previsti. Tra questi, un'inflazione e una crescita salariale inferiori alle attese, l'entità dell'appiattimento della curva dei rendimenti statunitensi e i guadagni registrati in buona parte dei mercati a livello globale.

Lontano dal flusso di notizie politiche, il miglioramento pacato ma al contempo significativo delle condizioni economiche globali ha rappresentato il prosieguo di un grosso cambiamento. Per molti anni, fino a metà del 2016 circa, le stime di consenso relative alla crescita economica globale erano state troppo ottimistiche, per

poi essere riviste al ribasso. La tesi di una “stagnazione secolare” aveva guadagnato impeto tra gli economisti e gli attori di mercato. Per molti, il voto del Regno Unito a favore della Brexit, nel giugno del 2016, aveva rappresentato l’ultimo chiodo nella bara per le speranze di un ritorno a un’economia globale più solida. Tuttavia, nel corso del 2017, l’evidenza di una crescita globale robusta e sincronizzata ha determinato una rivalutazione graduale del precedente pessimismo, in particolare in Europa. Data l’economia globale più solida, gli utili societari hanno anch’essi sorpreso al rialzo.

Da un punto iniziale di valutazioni ragionevolmente allettanti, associate a un residuo scetticismo relativo alla crescita, la sorpresa positiva di crescita globale e profitti e i tassi di interesse ridotti hanno determinato un anno di performance considerevoli sui mercati azionari, in particolare nei mercati emergenti (EM), dove anche i risultati obbligazionari sono stati degni di nota. Anche il credito ha conseguito una performance positiva rispetto ai tassi a pronti e ai titoli di Stato dei mercati sviluppati. In ambito valutario, il dollaro statunitense è stato più debole del previsto, riflettendo la sorpresa di crescita più robusta al di fuori degli Stati Uniti e valutazioni più allettanti altrove dopo il vigore del dollaro statunitense negli anni precedenti.

Si ricorda agli investitori che la revisione della performance passata dei mercati e del fondo è unicamente a scopi di contesto, e non è indicativa di risultati futuri.

## Analisi del fondo

### Performance per anno, 5 anni (%) al 31 dicembre 2017 (%)

Da	01/01/2017	01/01/2016	01/01/2015	01/01/2014	01/01/2013
A	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
Fondo netto (Euro A Acc)	2,6	N/A	N/A	N/A	N/A
Fondo lordo	4,2	N/A	N/A	N/A	N/A
EURIBOR a 3 mesi 4%	3,7	3,8	4,1	4,3	4,3

Fonte: Morningstar, Inc e M&G, al 31 dicembre 2017. Azioni di classe A ad accumulazione in euro, reddito reinvestito, sulla base del prezzo di offerta. La performance del fondo mostra sia i risultati al lordo delle spese (performance lorda) che i risultati al netto delle stesse (performance netta).

Il fondo punta a generare una performance combinata di reddito e crescita del capitale almeno pari all’EURIBOR a 3 mesi +4% per anno su qualsiasi periodo di 3 anni, al lordo di tutte le spese e in qualsiasi condizione di mercato. Non esiste alcuna garanzia che il fondo raggiungerà tale obiettivo nell’arco di qualsiasi periodo ed è possibile che non si riesca a recuperare l’importo iniziale investito.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

La strategia del fondo è imperniata su due fonti di performance: (i) un approccio basato sulle valutazioni che cerca di individuare le opportunità offerte da premi al rischio impliciti elevati e (ii) le inefficienze di prezzo tattiche risultanti da “episodi” di natura comportamentale. Definiamo questi episodi come periodi durante i quali, a nostro avviso, i movimenti di prezzo degli asset sembrano essere determinati dalle emozioni e dalle influenze comportamentali, piuttosto che da una valutazione attenta dei fondamentali. Gli episodi sono tipicamente caratterizzati da movimenti di prezzo rapidi, da una focalizzazione eccessiva degli investitori su un’unica storia o da movimenti di prezzo incoerenti coi fatti.

Come suggerito dall’analisi di mercato precedente, in un contesto di volatilità ridotta abbiamo assistito a pochi episodi nelle principali asset class, anche se alcuni sviluppi specifici sui mercati emergenti hanno effettivamente generato qualche opportunità. Pertanto il capitale è stato impiegato principalmente sulla base di valutazioni relative di lungo periodo sulle varie asset class.

A nostro avviso, le valutazioni relative, a livello globale, indicavano un premio al rischio azionario implicito elevato. Ciò ha suggerito prospettive di rendimenti azionari superiori rispetto ai titoli di Stato G7 su scadenze più lunghe.

Lo scetticismo residuo sulle prospettive di crescita globale ha dato man forte a questa convinzione. Pertanto, l’esposizione netta positiva all’azionario e l’esposizione alla duration negativa nell’ambito del reddito fisso sono state mantenute nel corso dell’anno. Le modifiche di posizionamento più modeste su questa tematica principale hanno rispecchiato cambiamenti tattici in risposta alle variazioni di prezzo.

Le considerazioni di gestione del rischio hanno rappresentato una sfida in termini di bilanciamento della nostra opinione pro-crescita e della nostra responsabilità di mitigare volatilità e drawdown. Di conseguenza, l’esposizione azionaria non si è avvicinata al livello massimo consentito (in base alle linee guida interne). Sono state introdotte varie posizioni per una protezione dal rischio di ribasso in alcuni scenari, anche se, in un anno soddisfacente in termini di performance degli asset di rischio, queste posizioni hanno gravato sulla performance, come prevedibile.

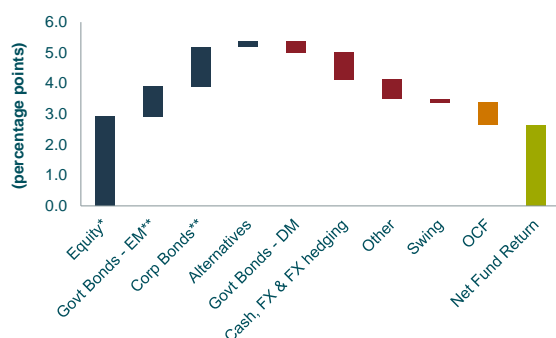
Diverse misure di rischio tradizionali quali il valore al rischio (VAR) o la volatilità si sono attestate a livelli costantemente ridotti durante l'anno, rispecchiando l'ambiente di mercato complessivo. Gli scenari di stress test, tuttavia, hanno indicato come le esposizioni al rischio del fondo fossero state probabilmente sottovalutate dalle misure di volatilità realizzata e

paneuropee, tecnologia statunitense, biotech USA, e imprese di edilizia abitativa statunitensi.

Nel corso dell'anno, diverse posizioni sono state incrementate o ridotte. Alcune, come ad esempio tecnologia e imprese edilizie abitative USA, sono state invece liquidate in seguito ai robusti guadagni. Sono stati introdotti altri panieri su base tattica, tra cui alcuni titoli minerari britannici, banche giapponesi e indici azionari europei tradizionali.

A metà anno circa sono state aggiunte opzioni call *out of the money* a più lungo termine, in base a una valutazione secondo la quale l'azionario avrebbe potuto registrare un rally più significativo del previsto in una fase di rialzo, qualora le condizioni economiche e monetarie fossero state favorevoli. Una bassa volatilità implicita ha offerto l'opportunità di ottenere un'esposizione al rialzo a un costo sostenibile. È stato attuato un delta hedging periodico nei *future* su indici relativi.

**Grafico 2 : Contributo alla performance per asset class, 2017**



Fonte: M&G, Xamin, rendimenti dell'investimento (a lordo delle commissioni) calcolati in sterline, al 31 dicembre 2017. \*Incluse opzioni; \*\*Inclusi credit default swap.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

modelli VAR utilizzando condizioni di mercato a breve termine come input. Date le posizioni attuali del fondo, è probabile che, se la volatilità di mercato tornasse alle medie di lungo termine, la volatilità del fondo sarebbe più prossima a un intervallo atteso di 3-7%.

Le strategie a riduzione del rischio sono discusse in maniera più dettagliata in una sezione successiva del presente documento.

Il valore degli investimenti e il reddito derivante dagli stessi sono soggetti a oscillazioni che possono determinare movimenti, sia al rialzo che al ribasso, del prezzo del fondo e dell'eventuale reddito generato dallo stesso. Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo del fondo verrà realizzato ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo iniziale investito. I tassi di cambio possono influire sul valore degli investimenti.

## Segmento azionario

In ambito azionario, la nostra preferenza a inizio anno era incentrata su mercati asiatici ed emergenti rispetto ai benchmark convenzionali, un'opportunità offerta dalla debolezza di questi mercati alla fine del 2016. Altre posizioni lunghe comprendevano panieri settoriali di valore allettante o posizioni detenute negli indici, incluse azioni italiane, banche statunitensi/

## Segmento obbligazionario

La duration negativa è stata mantenuta nel corso dell'anno tramite un'esposizione corta ai titoli di Stato "rifugio". Questa posizione ha evidenziato la nostra view secondo la quale i tassi di interesse reali negativi prevalenti sui Treasury G7 rappresenterebbero scarso valore, in caso di continuo miglioramento delle condizioni economiche. A inizio 2017, le posizioni di duration negativa netta erano concentrate in Regno Unito e Giappone. Con il proseguire dei mesi, la duration è stata ridotta ulteriormente, andando a includere inoltre obbligazioni statunitensi, francesi e tedesche.

Negli Stati Uniti, la duration breve è stata mantenuta principalmente sui segmenti brevi e intermedi della curva, inizialmente con posizioni lunghe nette sul segmento lungo della curva. Queste posizioni sono state principalmente, ma non esclusivamente, adottate in ambito creditizio. La duration di lungo periodo è stata ridotta nel corso dell'anno da approssimativamente 1,4 anni (a livello di fondo) a circa zero alla fine del terzo trimestre. Il fondo ha pertanto beneficiato dell'appiattimento della curva dei rendimenti statunitense, data la robusta performance delle obbligazioni in dollari USA a lunga scadenza. Altre posizioni lunghe si sono concentrate sui Paesi emergenti, sia in valuta locale (Messico, Polonia, Ungheria e Brasile) che in valuta forte (Argentina e Brasile). Sono state adottate anche posizioni su obbligazioni dell'Europa periferica (principalmente Portogallo, ma brevemente anche Italia) per via degli spread di rendimento allettanti.

Complessivamente, le posizioni lunghe del fondo in ambito obbligazionario hanno generato performance molto interessanti, che hanno decisamente compensato l'impatto negativo di alcune posizioni corte.

## Valute

La nostra strategia valutaria si è principalmente concentrata sulle "strategie carry", con una predilezione per le valute con tassi di interesse elevati, finanziata da valute asiatiche e australiane con carry meno elevato e dall'euro. A nostro avviso, il carry disponibile appariva allettante considerando le valutazioni dei tassi di cambio reali per molte valute dei Paesi Emergenti, rispetto a livelli ben più solidi raggiunti solo pochi anni prima. Inoltre, si è pensato che il carry dei Paesi Emergenti potesse apportare una valida diversificazione di portafoglio, dato che il nostro segmento obbligazionario era posizionato per rendimenti obbligazionari globali più elevati. La posizione valutaria EM più ampia del fondo nel 2017 è stata rappresentata dal peso messicano, elemento analizzato in seguito nel presente documento.

L'esposizione netta all'euro è rimasta inferiore al 100% nel 2017, chiudendo l'anno al 96%. L'esposizione netta positiva alla sterlina e al dollaro statunitense ha frenato la performance del fondo.

## Asset alternativi

Gli asset alternativi hanno compreso partecipazioni selezionate in infrastrutture ed esposizione selezionata a titoli garantiti da asset (ABS) britannici. Questi titoli hanno offerto un modesto contributo positivo con rischio basso-moderato nel corso dell'anno.

## Strategie di riduzione del rischio

Diverse posizioni sono state detenute in portafoglio come protezione da drawdown inaccettabili in alcuni potenziali ambienti di mercato. Nell'insieme, queste posizioni hanno avuto un impatto netto negativo sui risultati e ciò non sorprende data la buona performance degli asset di rischio nel 2017, con una volatilità complessiva limitata.

Nel cercare di individuare possibili strategie di protezione, vengono considerati scenari nei quali il portafoglio complessivo potrebbe essere contrastato. Generalmente, le posizioni che potrebbero apportare una distribuzione alterata dei risultati in tali scenari, o che sono prezzate come a riflettere grandi certezze di esito, potrebbero rappresentare coperture potenzialmente allettanti e convenienti.

All'interno del portafoglio nel 2017, uno shock di crescita negativa proveniente dalla Cina ha rappresentato uno scenario apparso come un rischio plausibile dato l'aumento del debito cinese negli ultimi anni e la poca trasparenza del sistema finanziario cinese e delle politiche economiche del Paese. Chiaramente, il rischio non si è verificato e la crescita asiatica è stata robusta, a beneficio delle posizioni azionarie asiatiche ed EM del fondo.

Le coperture di portafoglio relative a questo tema hanno incluso una posizione corta sul dollaro di Hong Kong rispetto al dollaro USA (10% del NAV), diverse posizioni valutarie corte in Asia e una protezione del credito su un paniere di mercati del debito sovrani (Corea del Sud, Cina, Filippine e Cile). Il costo aggregato di queste posizioni è stato ampiamente compensato dai considerevoli guadagni derivati dalle azioni asiatiche e dei Paesi Emergenti e dalle posizioni obbligazionarie lunghe su credito ed EM.

Altre fonti di protezione "risk off" hanno incluso l'acquisto di protezione del credito da indici high yield in Europa e Stati Uniti contemporaneamente all'introduzione di opzioni call azionarie a più lunga scadenza come posizioni di valore relativo. Il fondo ha detenuto inoltre opzioni put sull'indice S&P 500 per buona parte dell'anno, e brevemente sui mercati azionari europei, per attutire l'impatto di un possibile brusco calo dei mercati azionari, data la posizione azionaria netta lunga. Infine, la posizione obbligazionaria francese corta e l'esposizione valutaria corta all'euro hanno, in parte, rappresentato una copertura dal riemergere di rischio sovrano in Europa in vista delle elezioni francesi.

Proprio come con tutte le polizze assicurative, l'obiettivo non è tanto quello di trarre vantaggio dal contratto stesso, quanto di apportare l'auspicata protezione in caso di shock indesiderati. In un contesto di portafoglio, il ruolo delle misure volte a mitigare il rischio consiste nel permettere un'esposizione sufficiente ad aree del mercato più remunerative. Detto ciò, pagare regolarmente un prezzo troppo elevato per la protezione può condurre a risultati poco allettanti. In questo senso, tutti i fondi che mirano a contenere la volatilità devono far fronte a tale sfida.

## Posizionamento attuale

**Opzioni su azioni (nominale):** Valore totale di tutte le opzioni su azioni detenute nel fondo, espresso come percentuale del valore patrimoniale netto (NAV).

**Opzioni su obbligazioni (nominale):** Valore totale di tutte le opzioni su obbligazioni detenute nel fondo,

espresso come percentuale del valore patrimoniale netto (NAV).

Il fondo può fare uso di derivati al fine di trarre vantaggio da un aumento o un calo di valore atteso per un asset, ma potrebbe subire una perdita qualora la variazione effettiva fosse diversa da quella prevista.

## Opportunità episodiche

Data la loro importanza per la strategia di investimento del fondo, vale la pena di prestare attenzione ai pochi episodi individuati nel corso dell'anno. Ancora una volta, si ricorda agli investitori che la revisione della performance passata dei mercati e del fondo è unicamente fornita a scopi di contesto, e non è indicativa di risultati futuri.

Gli asset messicani hanno offerto l'opportunità più interessante, che ha giustificato la quantità di capitale stanziato a tale scopo nel portafoglio. Le oscillazioni dei prezzi degli asset di Turchia e Brasile sono state descritte come "mini-episodi".

### Messico, quarto trimestre 2016

Il peso e il mercato obbligazionario del Messico hanno registrato una forte correzione in seguito alla vittoria delle elezioni presidenziali statunitensi da parte di Donald Trump. Ciò è avvenuto dopo un periodo di debolezza sostenuta del peso, che aveva indubbiamente già condotto il tasso di cambio reale in territorio interessante. In seguito al risultato elettorale, il peso ha perso un ulteriore 15% rispetto al dollaro USA (20% una volta raggiunta la minima di gennaio), per via dei timori relativi alle implicazioni che la politica di Trump avrebbe avuto sugli asset messicani.

È stato un movimento dettato dalla speculazione, dalla percezione del rischio e dalla paura. Eppure, a dire il vero, nessuno poteva ben sapere quali sarebbero state le conseguenze della nuova presidenza per il prezzo degli asset messicani nel più lungo termine. Tutte le valutazioni oggettive dei fondamentali economici e del loro rapporto con i prezzi degli asset messicani sono state messe da parte. I commentatori di mercato sembravano di fatto più interessati a capire se la nuova amministrazione statunitense avrebbe o meno "costruito un muro".

Al lancio del fondo, era stata avviata una posizione aggregata del 5% su obbligazioni messicane con scadenza 2026 e 2042, senza copertura valutaria. Come poi avvenuto, le sorti del peso hanno preso a cambiare il giorno dell'insediamento del presidente Trump. A metà giugno 2017, la valuta era tornata ai suoi livelli pre-elettorali. Il suo comportamento era

divenuto più correlato con altre valute EM, e si erano ormai smorzati i timori su Trump e relative implicazioni per gli asset messicani. Complessivamente, quindi, un segnale che l'episodio fosse volto al termine.

La posizione sulle obbligazioni messicane e sul peso è stata ridotta al 3% a giugno. Dopo la conseguente debolezza, probabilmente legata alle paure sulle trattative NAFTA, la posizione è stata incrementata del 4% a fine ottobre.

### Turchia, primo trimestre 2017

Anche la lira turca ha perso notevole terreno a partire dal 2013 e ha subito crescenti pressioni nel periodo culminato con gennaio 2017. Da fine settembre 2016 alla minima di gennaio, la valuta ha perso il 31% sul dollaro USA.

	Long exposure	Short exposure	Net exposure
<b>Equity</b>	<b>17,4</b>	<b>0,0</b>	<b>17,4</b>
UK	1,7	0,0	1,7
Europe	5,1	0,0	5,1
US	2,7	0,0	2,7
Japan	3,0	0,0	3,0
Asia Pacific			
ex Japan	3,8	0,0	3,8
Other	1,0	0,0	1,0
<b>Equity options (nominal)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>
<b>Government bonds</b>	<b>16,3</b>	<b>-62,6</b>	<b>-46,3</b>
UK	0,0	-9,1	-9,1
Europe	6,5	-19,8	-13,2
US	2,0	-25,8	-23,8
Japan	0,0	-7,9	-7,9
Asia Pacific			
ex Japan	1,0	0,0	1,0
Other	6,8	0,0	6,8
<b>Corporate bonds</b>	<b>7,8</b>	<b>0,0</b>	<b>7,8</b>
Investment grade	7,8	0,0	7,8
High yield	0,0	0,0	0,0
<b>Bond options (nominal)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
CDS	0,0	-37,4	-37,4
Other	0,7	0,0	0,7
Convertible bonds	0,0	0,0	0,0
Property funds/Infrastructure	0,7	0,0	0,7

Fonte: M&G, 31 dicembre 2017

I timori sono scaturiti principalmente dagli sviluppi politici, e molti attori di mercato sembravano convinti che la lira turca fosse divenuta una "scommessa a

senso unico”. La combinazione di movimenti di prezzo rapidi, clima di fiducia unilaterale e un movimento al rialzo del carry implicito sui mercati dei cambi a pronti ha indicato una potenziale opportunità. È stata aperta una posizione FX dell'1% contro l'euro a metà gennaio e chiusa a fine febbraio, a seguito del forte rimbalzo.

Per completezza informativa, sono state prese nel corso dell'anno altre posizioni su asset turchi in base alle valutazioni.

## Brasile, maggio 2017

A maggio, il presidente Temer è stato coinvolto nell'ennesimo scandalo di corruzione per la politica del Brasile. Percepiti da molti come significativi per le prospettive di riforma nel Paese, i timori che Temer dovesse dimettersi o far fronte a un potenziale impeachment hanno determinato una notevole flessione degli asset brasiliani. Sulla scia di queste notizie, l'iShares Brazil ETF (IBZL) prezzato in sterline e quotato sul listino di Londra ha ceduto il 15%.

Quella descritta sopra ci è apparsa come una reazione molto forte, avvenuta poco dopo che lo scandalo “Lava Jato” (autolavaggio) ha gettato luce su un altro scandalo di corruzione da diversi miliardi di dollari che ha travolto la politica e le grosse imprese in Brasile. Dato che questa flessione degli asset brasiliani avrebbe potuto rivelarsi solo temporanea, è stata avviata una modesta posizione dello 0,8% sull'ETF brasiliano (IBZL). A metà luglio, una volta raggiunto l'obiettivo di rendimento di questa posizione di minore convinzione, la posizione stessa è stata chiusa.

La partecipazione ha costituito l'unica posizione diretta detenuta sull'azionario brasiliano nel corso dell'anno. Abbiamo detenuto esposizione valutaria e obbligazionaria visti i rendimenti elevati, ma queste posizioni non sono state dovute a movimenti di prezzo di natura episodica.

## Prospettive

Le motivazioni che hanno determinato il posizionamento del fondo non sono cambiate in modo significativo, nonostante gli ingenti aumenti dei prezzi azionari globali. Questo in quanto, ad eccezione degli Stati Uniti, la crescita degli utili è andata principalmente di pari passo con i crescenti livelli dell'indice. Il rendimento degli utili di MSCI World ex-US, un discreto indicatore dei rendimenti reali di lungo termine attesi, è oggi pari a 6,6%, rispetto al 6,7% di un anno fa (Fonte: Bloomberg, gennaio 2018).

Di conseguenza, il premio al rischio azionario globale resta allettante, considerando che i rendimenti reali

sulla liquidità e i titoli di Stato G7 sono perlopiù negativi. I rendimenti dei titoli governativi nel G7 hanno registrato perlopiù movimenti laterali lo scorso anno e indubbiamente appaiono oggi ancora meno allettanti, date le condizioni economiche globali più robuste. La nostra aspettativa che l'azionario globale generi rendimenti più elevati dei titoli di Stato del G7 tra il medio e lungo termine resta invariata.

Detto ciò, nel 2018 le condizioni di mercato potrebbero rivelarsi ben meno vantaggiose. Anche se le valutazioni azionarie al di fuori degli Stati Uniti non sono cambiate in modo drastico, l'opinione comune è che le condizioni economiche globali siano favorevoli, in contrasto con i precedenti timori di “stagnazione secolare”. Inoltre, le valutazioni azionarie statunitensi sono aumentate, anche se l'azionario presenta prezzi più allettanti altrove. Inoltre, la recente esperienza positiva legata al possesso di titoli azionari potrebbe lasciare i mercati esposti a potenziale volatilità, qualora gli investitori fossero scossi dal loro attuale stato di fiducia.

Il premio al rischio azionario potrebbe comprimersi ad esempio attraverso un brusco aumento dei rendimenti dei titoli di Stato. Potenziali fattori catalizzanti potrebbero includere un'inversione della tendenza recente di sorprese al ribasso sul fronte inflazione, le variazioni di percezione dell'orientamento relativo alle politiche monetarie o semplicemente un cambiamento delle preferenze di rischio con una conseguente necessità di rendimenti più elevati sugli attivi obbligazionari. In uno scenario di rendimenti obbligazionari in ascesa, il fondo dovrebbe generare risultati discreti, data la sua attuale duration negativa pari a circa -4,8%.

Il rischio più ampio per la performance del fondo deriverebbe probabilmente da un imprevisto shock deflazionistico per l'economia globale. Dato il posizionamento del portafoglio, ciò rappresenterebbe una sfida in termini di gestione del rischio e ne siamo ben consapevoli.

Il capitale a rischio è stato stanziato per trarre vantaggio dalle principali considerazioni del team, ma anche per lasciare spazio, da un punto di vista della gestione del rischio, a nuove posizioni, nell'eventualità di una dislocazione sui mercati globali, che potrebbe verificarsi nel corso dell'anno.

A mio avviso, nel 2018 andrebbe adottato un approccio pazientemente opportunistico. Le condizioni economiche non cambiano con il volgere del calendario, ma esiste la possibilità che vi siano più sorprese rispetto a quelle registrate lo scorso anno. In

tal caso, assisteremmo a un aumento della volatilità, che a sua volta genererebbe opportunità per gli investitori pazienti.

**Tristan Hanson, gestore del fondo**

Per questo fondo è consentito un ampio ricorso ai derivati.

**Riservato a investitori professionali e istituzionali. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute.**

**Il presente documento è concepito a uso esclusivo di investitori qualificati. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute.** Queste informazioni non costituiscono un'offerta o una sollecitazione di offerta per l'acquisto di azioni di investimento di uno dei Fondi qui citati. Gli acquisti relativi a un Fondo devono basarsi sul Prospetto Informativo corrente. Copie gratuite degli Atti Costitutivi, dei Prospetti Informativi, dei Documenti di Informazione Chiave per gli Investitori (KIID) e delle Relazioni annuali e semestrali sono disponibili presso l'ACD: M&G Securities Limited, Laurence Pountney Hill, London, EC4R 0HH, GB. Tali documenti sono disponibili anche sul sito: [www.mandgitalia.it](http://www.mandgitalia.it). **Prima della sottoscrizione, leggere il Prospetto Informativo**, che illustra i rischi di investimento associati a questi fondi. Questa attività di promozione finanziaria è pubblicata da M&G Securities Limited. Sede legale: Laurence Pountney Hill, Londra EC4R 0HH, società autorizzata e disciplinata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

270405