

Massimo Marzeglia

Director, Multi Asset Strategies and Solutions

Sorrento, 23 Settembre 2021

BlackRock[®]

Oltre la ripartenza

Oltre la ripartenza



La ricerca macro e i temi aiutano ad identificare le esposizioni tattiche e strategiche tra le varie asset class.

1

Nuovo regime nominale

La decisa ripartenza economica prosegue, con l'Europa e le altre grandi economie che stanno recuperando terreno rispetto agli Stati Uniti. Ci aspettiamo un regime di inflazione più elevato nel medio termine e una risposta di politica monetaria più contenuta che in passato.

2

Ruolo crescente della Cina

L'importanza della Cina alla luce del crescente bipolarismo USA-Cina a livello globale, determina un ruolo fondamentale per gli asset cinesi nei portafogli. Vediamo un Cina più focalizzata sulla qualità della crescita rispetto al passato.

3

Percorso verso Net zero

Non esiste una tabella di marcia predefinita verso un'economia net zero e crediamo che i mercati stiano sottovalutando i profondi cambiamenti in arrivo. È improbabile che il percorso sia uniforme e pensiamo che questa transizione creerà opportunità su tutti gli orizzonti di investimento.

Un contesto di bassi rendimenti a lungo termine rimane il quadro dominante e favorisce le azioni rispetto al credito e alle obbligazioni governative.

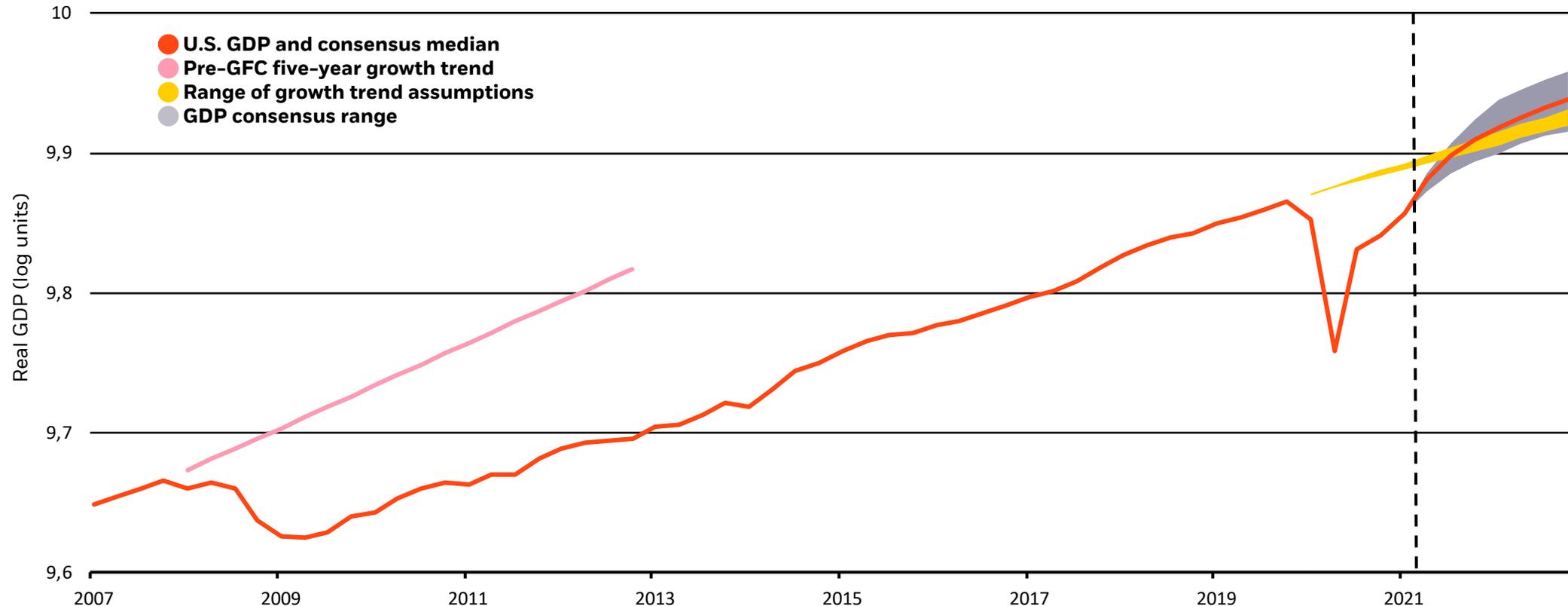
Gli asset cinesi e i private investments sono elementi strategici per i portafogli.

Le opinioni espresse sono al 30 Agosto 2021 e sono soggette a modifiche in qualsiasi momento a causa di cambiamenti nel mercato o nelle condizioni economiche

La ripartenza è reale e sostenuta

La produzione ha accelerato notevolmente con la ripartenza negli Stati Uniti, in contrasto con la prolungata debolezza a seguito della crisi finanziaria globale. Ma è improbabile che una forte crescita venga sostenuta una volta completato il restart.

Tendenza della crescita del PIL degli Stati Uniti dopo lo shock Covid e la crisi finanziaria globale

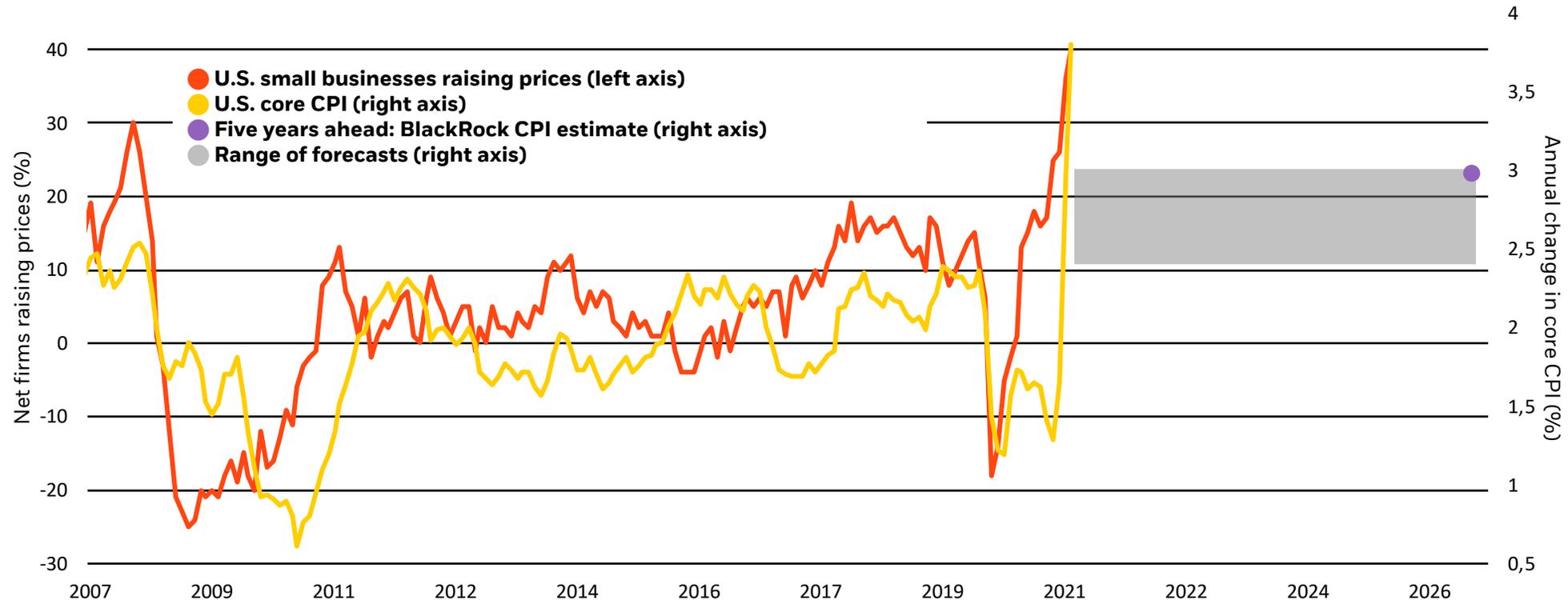


Le stime forward looking potrebbero non avverarsi. Fonti: BlackRock Investment Institute e Reuters News, con dati di Haver Analytics, luglio 2021. Note: la linea rosa rappresenta l'estrapolazione del trend di crescita quinquennale precedente la crisi finanziaria globale (GFC). L'area gialla rappresenta una serie di ipotesi di consenso per la crescita tendenziale a seguito dello shock Covid. La linea arancione rappresenta il PIL effettivo degli Stati Uniti fino al primo trimestre del 2021 e la previsione mediana dal secondo trimestre del 2021 all'ultimo trimestre del 2022, in base all'ultimo sondaggio Reuters del 10 giugno 2021. Tracciamo il registro del PIL in modo che la pendenza della linea indichi il tasso di crescita tendenziale.

Riteniamo che l'inflazione sia destinata a salire nel medio termine

Riteniamo che l'inflazione a medio termine possa attestarsi sull'estremità superiore delle previsioni, a causa dei nuovi paradigmi di politica monetaria e delle pressioni sull'offerta. Prevediamo una certa volatilità nel breve termine, con il realizzarsi della ripartenza. Ma un aumento dell'inflazione non vuol dire necessariamente un aumento dei tassi.

Tendenze dei prezzi delle imprese statunitensi, indice dei prezzi al consumo (CPI) e stime dell'inflazione, 2007-2026

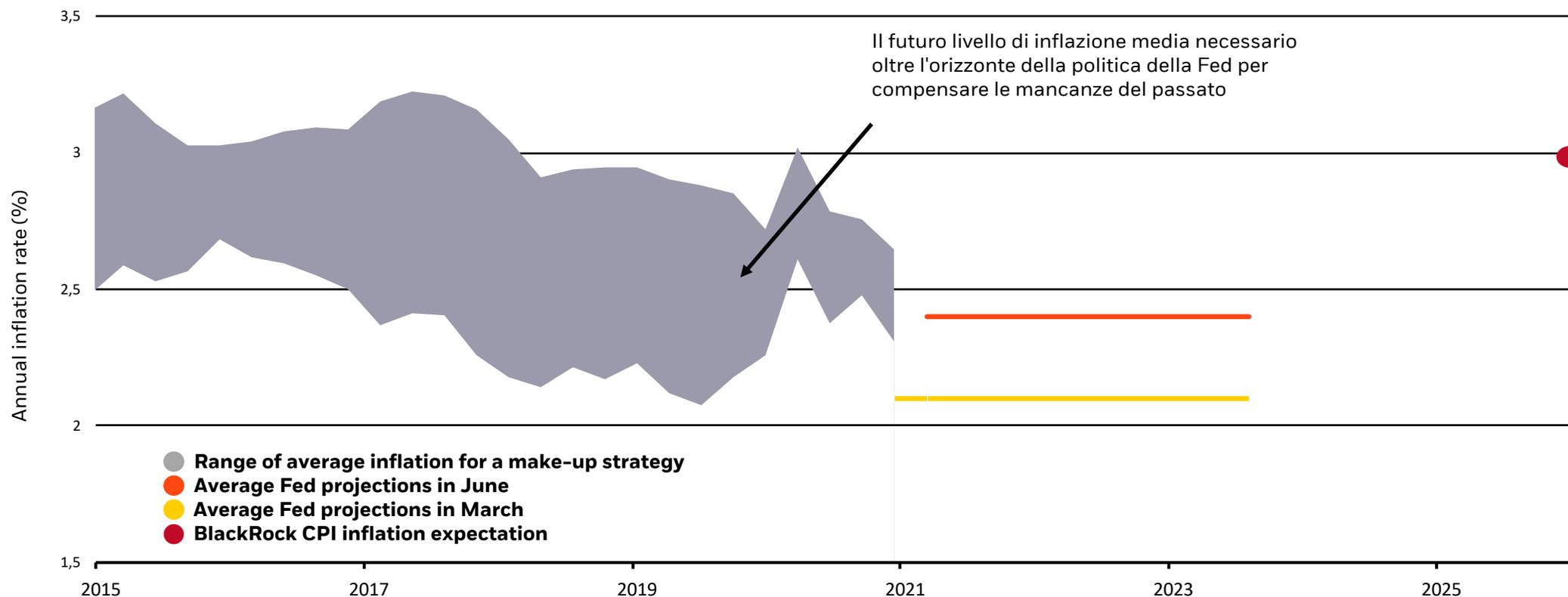


Fonti: BlackRock Investment Institute, National Federation of Independent Business (NFIB), U.S. Bureau of Labor Statistics, Philadelphia Federal Reserve e University of Michigan, con dati di Refinitiv Datastream e Haver Analytics, luglio 2021. Note: la linea arancione mostra il numero netto di imprese nell'indagine NFIB sulle piccole e medie imprese che riferiscono che stanno attualmente aumentando i loro prezzi. Un valore di 0 indica che lo stesso numero di aziende sta aumentando e riducendo i prezzi. La linea gialla solida mostra il cambiamento annuale del tasso d'inflazione CPI di base degli Stati Uniti. La banda grigia mostra una gamma di varie stime dell'IPC statunitense tra cinque anni. Questo intervallo include le aspettative di inflazione a medio termine dal sondaggio tra i consumatori dell'Università del Michigan e dal Survey of Professional Forecasters e una stima basata sui prezzi di mercato dell'inflazione media annuale utilizzando i tassi di inflazione di pareggio a cinque anni.

La Fed è solo agli inizi per quanto concerne l'inflazione

Le attuali stime della Fed sull'inflazione, che tengono conto dell'impennata nel breve termine, mostreranno presto il parziale "recupero" dell'inflazione media rispetto al target del 2.0%.

Tasso di catch-up dell'inflazione core PCE degli Stati Uniti rispetto all'obiettivo del 2% della Fed e alla nostra stima del CPI, 2015-2026

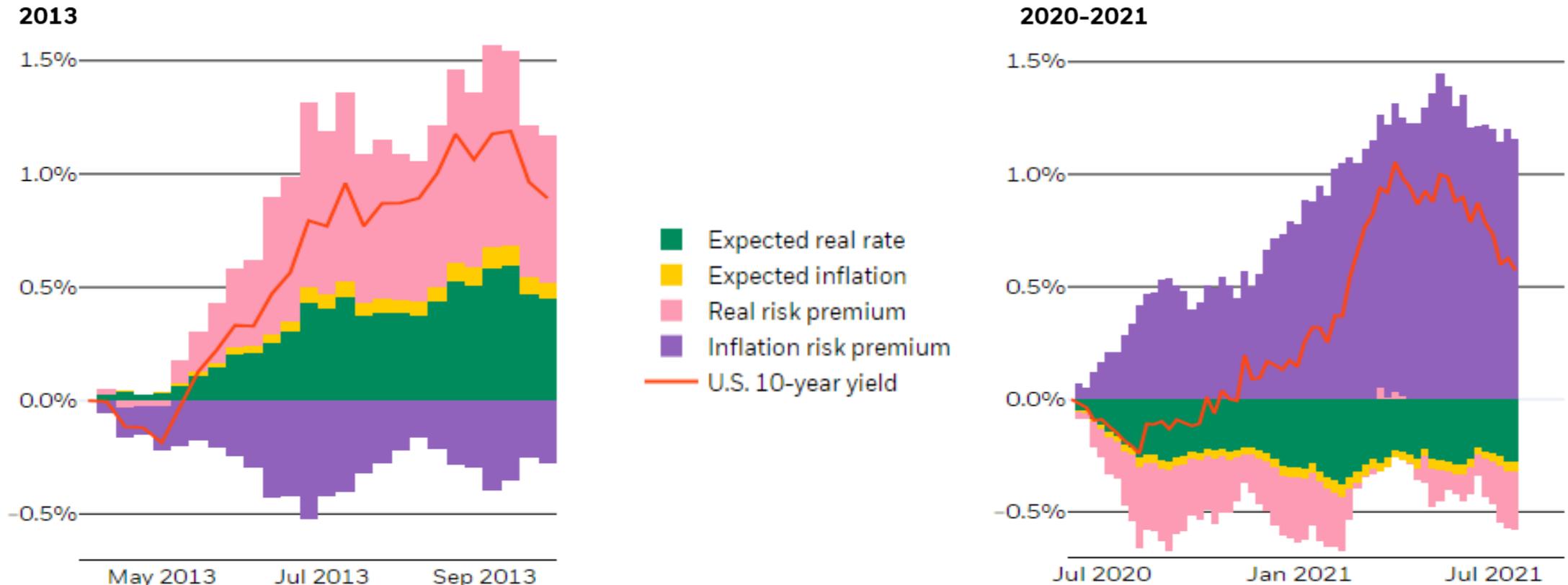


Fonti: BlackRock Investment Institute, U.S. Bureau of Economic Analysis e Federal Reserve, giugno 2021. Note: Il grafico mostra l'intervallo dei livelli futuri di inflazione PCE sull'orizzonte di policy della Fed, che abbiamo fissato a due anni, necessari in media per compensare l'insufficiente inflazione realizzata rispetto all'obiettivo del 2% della Fed. L'undershoot è calcolato come media dell'inflazione core PCE nei precedenti due-cinque anni. Le linee rossa e gialla mostrano la media delle previsioni della Fed sull'inflazione annuale della spesa per consumi personali di base nel 4° trimestre 2021, 4° trimestre 2022 e 4° trimestre 2023 dal suo Summary of Economic Projections trimestrale. Il punto rosso mostra la nostra stima per l'inflazione media CPI a 10 anni dal dicembre 2026-2036. L'inflazione CPI dovrebbe essere circa 0,3 punti percentuali sopra l'inflazione PCE nell'orizzonte di previsione. Le stime previsionali potrebbero non realizzarsi.

Non un ritorno del taper tantrum

Il rialzo dei rendimenti di quest'anno e' molto diverso dal taper tantrum del 2013. Allora, si e' trattato di un brusco repricing del percorso dei tassi della Fed con tassi reali attesi piu' alti. Ora si tratta di un premio a scadenza più elevato.

Ripartizione dei driver de rendimento del Treasury USA a 10 anni, 2013 vs. 2020-2021

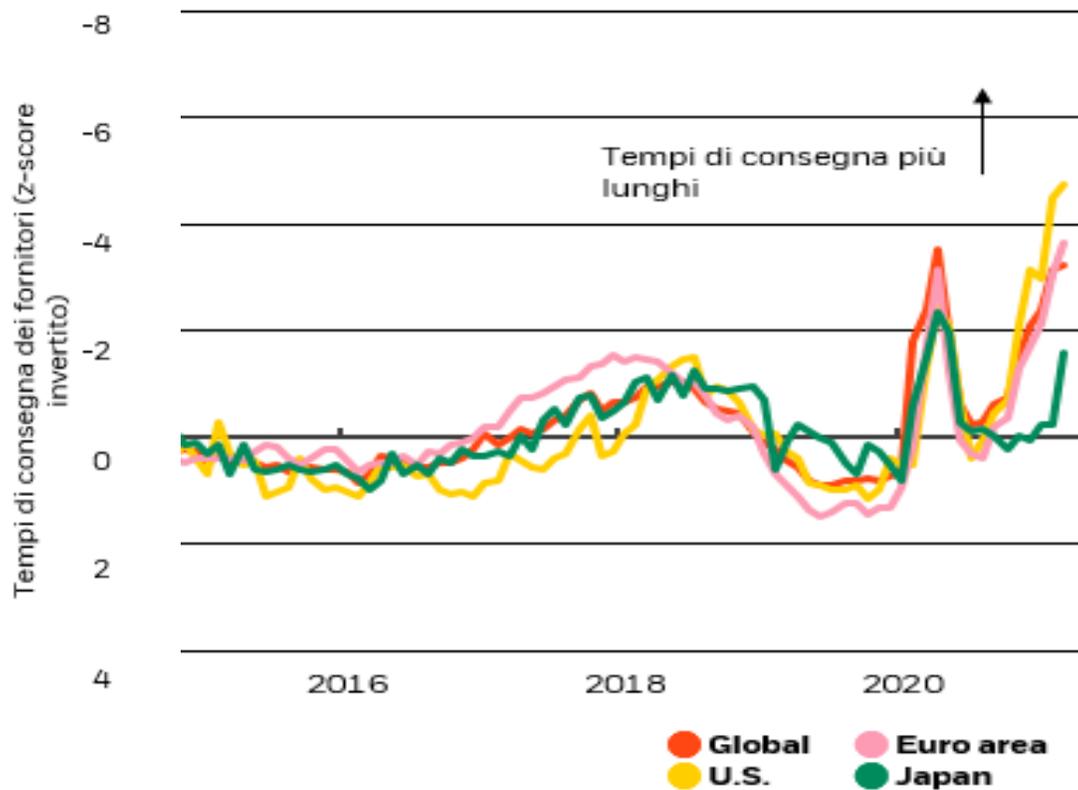


La performance passata non costituisce una garanzia di risultati futuri. Fonte: BlackRock Investment Institute, con dati di Haver Analytics, agosto 2021. Note: Il grafico mostra la ripartizione dei fattori che determinano l'aumento dei rendimenti dei Treasury decennali statunitensi in base ai prezzi storici di mercato dei tassi reali attesi, dell'inflazione prevista e del premio a termine, ovvero il premio che gli investitori tipicamente richiedono per detenere i titoli di stato a lungo termine più rischiosi. Il periodo del taper tantrum del 2013 mostra i cambiamenti nei mesi dopo che l'allora presidente della Fed Ben Bernanke ha lanciato l'idea di una riduzione degli acquisti di obbligazioni da parte della banca centrale. Il periodo 2020-2021 mostra i fattori che hanno guidato i rendimenti dopo lo shock iniziale del COVID-19 fino al periodo dei minimi storici. Il premio a termine - o l'importo che gli investitori si aspettano di ricevere per i prestiti su lunghi periodi - si basa su un modello simile a quello di Andreasen et. al. <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2017-11.pdf> (2017).

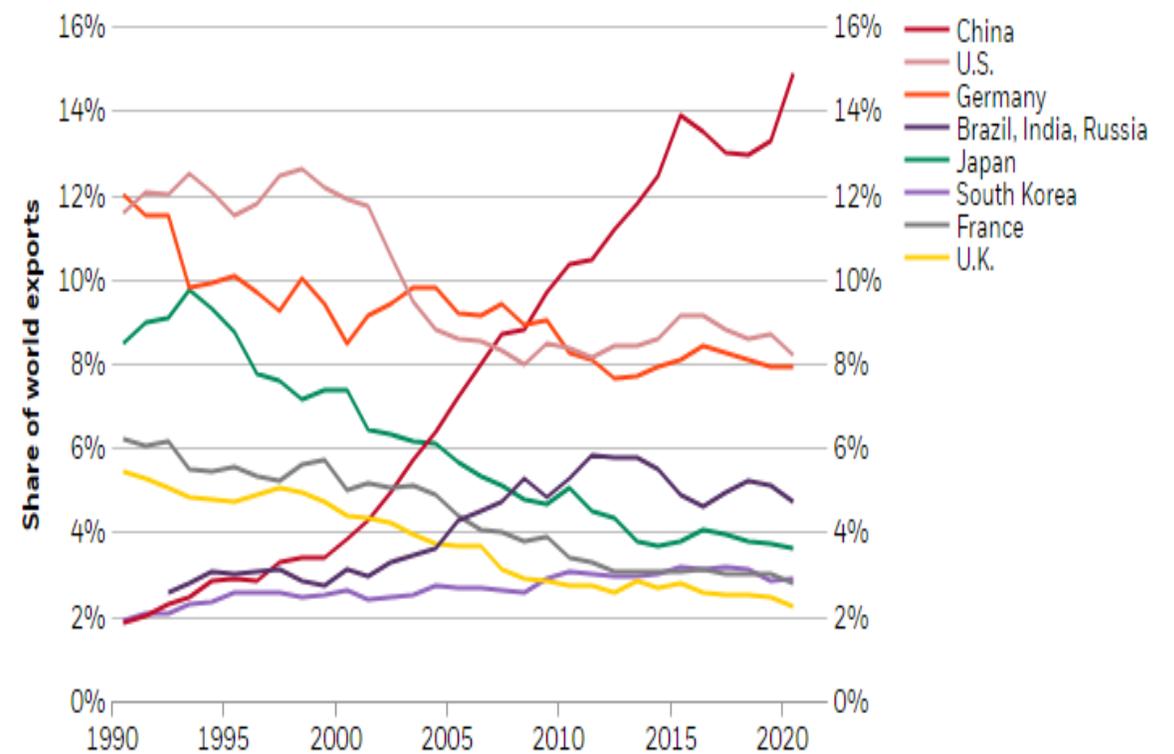
Pressione sulle supply chains evidenzia il trend di deglobalizzazione

PMIs mostrano tempi di consegna piu' lunghi, solo in parte per limitazioni nella capacità del trasporto navale. Nel lungo periodo, le relazioni commerciali si concentreranno sui due poli – U.S. e Cina

Indice PMI tempi di consegna dei fornitori, 2018-21



% Esportazioni globali per paese, 1990-21

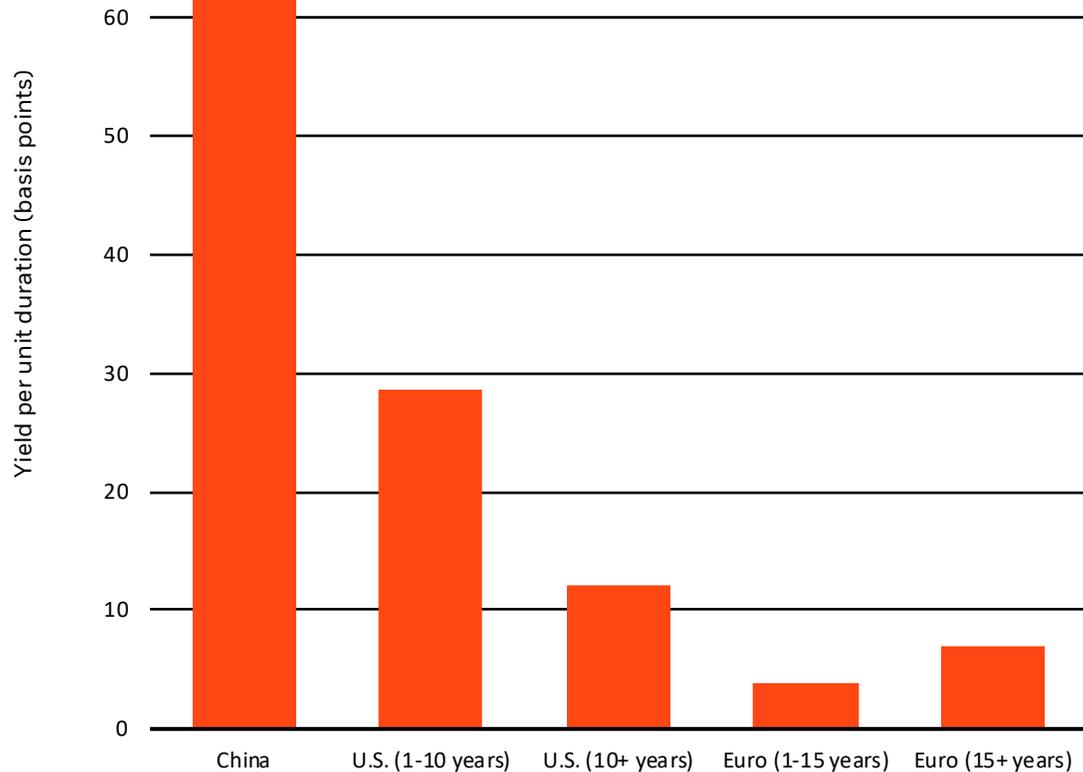


Fonti: BlackRock Investment Institute, Markit, con dati di Refinitiv Datastream e Haver Analytics, marzo 2021. A solo scopo illustrativo. Note: Il grafico a sinistra mostra i tempi di consegna per prodotti utilizzati nel processo produttivo, per la aziende manifatturiere. Quando i tempi di consegna si allungano (ad esempio per vincoli nella capacità produttiva) il livello dell'indice diminuisce (nota che l'asse Y è invertito). Il grafico sulla destra mostra la quota di mercato delle esportazioni di alcune delle principali economie, espresse come quota sul totale delle esportazioni globali.

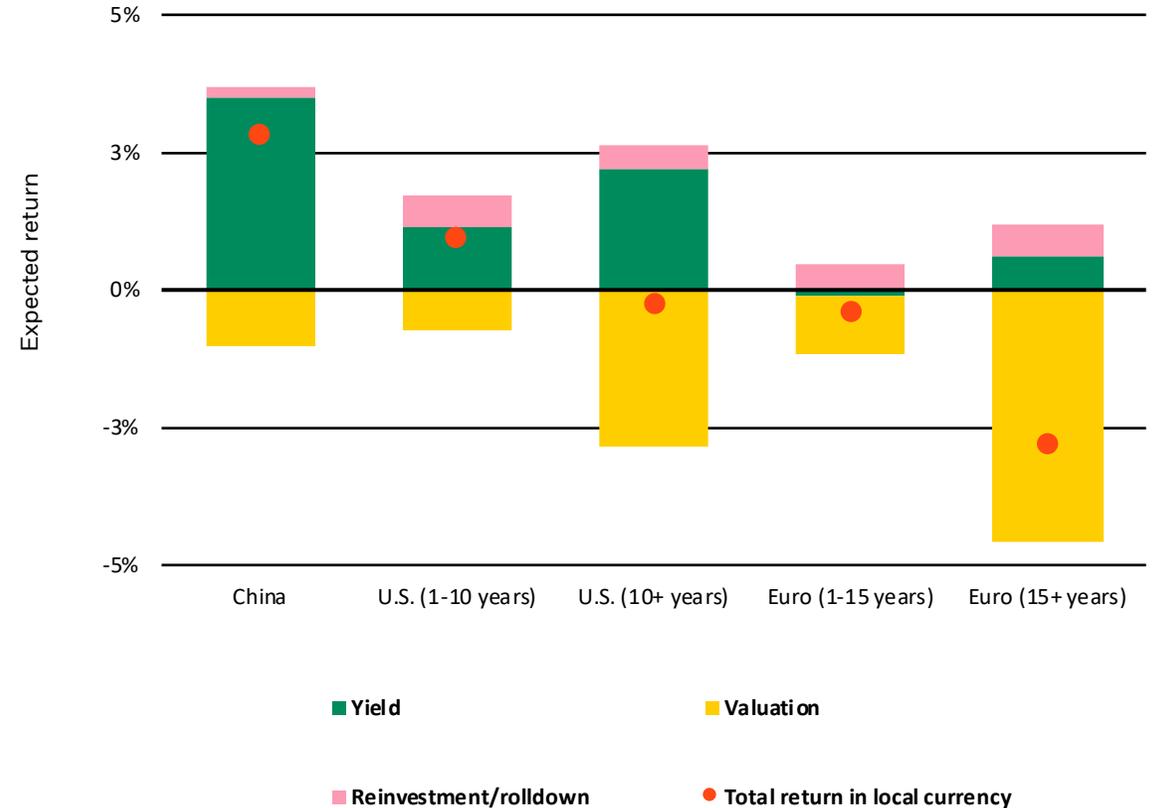
Il caso strategico delle obbligazioni cinesi

Il caso strategico per i titoli di stato cinesi è forte, a nostro avviso. La Cina sta perseguendo una politica più rigorosa, con tassi d'interesse reali e nominali positivi e relativamente alti rispetto a quelli globali.

Cina vs DM, yield per duration, agosto 2021



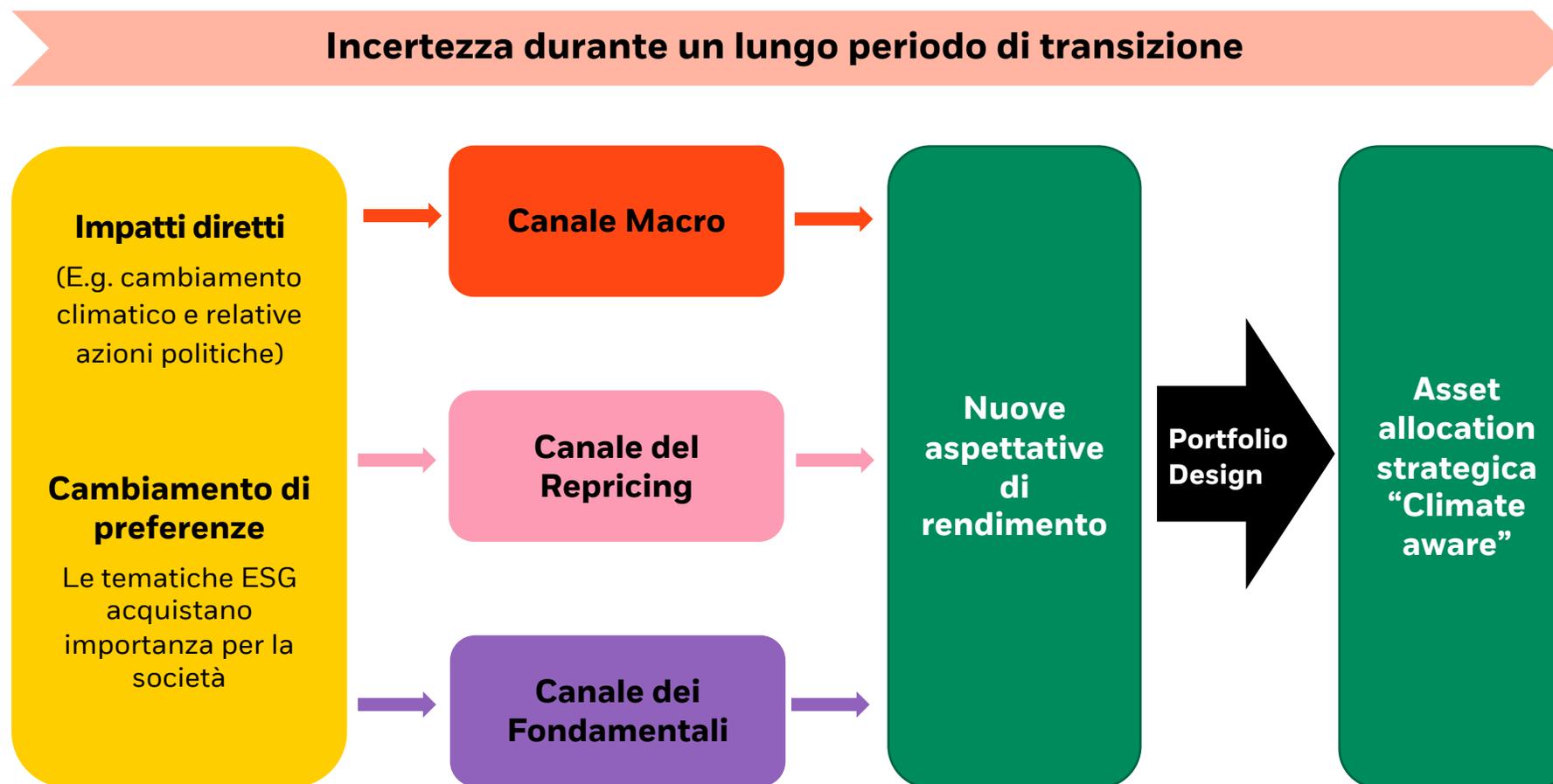
Breakdown CMA dei titoli di stato, agosto 2021



Queste informazioni non sono da intendersi come una raccomandazione a investire in una particolare classe di attività o strategia o come una promessa - o anche una stima - di performance futura. Gli indici non sono gestiti e non tengono conto delle commissioni. Non è possibile investire direttamente in un indice. Fonti: BlackRock Investment Institute, con dati di Refinitiv Datastream, agosto 2021. Note: Il grafico di sinistra mostra il rendimento per unità di durata - o il rendimento di un indice diviso per la durata media dei costituenti - che misura il reddito ricevuto rispetto al rischio di durata. La performance passata non è garanzia di risultati futuri. Il grafico di destra mostra la ripartizione delle componenti sottostanti che guidano i nostri rendimenti attesi tra i benchmark dei titoli di Stato regionali. Proxy dell'indice: China Treasury + Policy Bank Total Return Index, Bloomberg Barclays U.S. Treasury 1-10 Year Index, Bloomberg Barclays U.S. Treasury 10+ Year Index, Bloomberg Barclays Euro Treasury 1-15 Year Index, Bloomberg Barclays Euro Treasury 15+ Year Index. Per ulteriori informazioni, consultare la pagina della metodologia sul nostro sito web sulle ipotesi del mercato dei capitali.

Incorporare il rischio climatico nelle ipotesi sui rendimenti

Il framework di BlackRock per i portafogli sostenibili

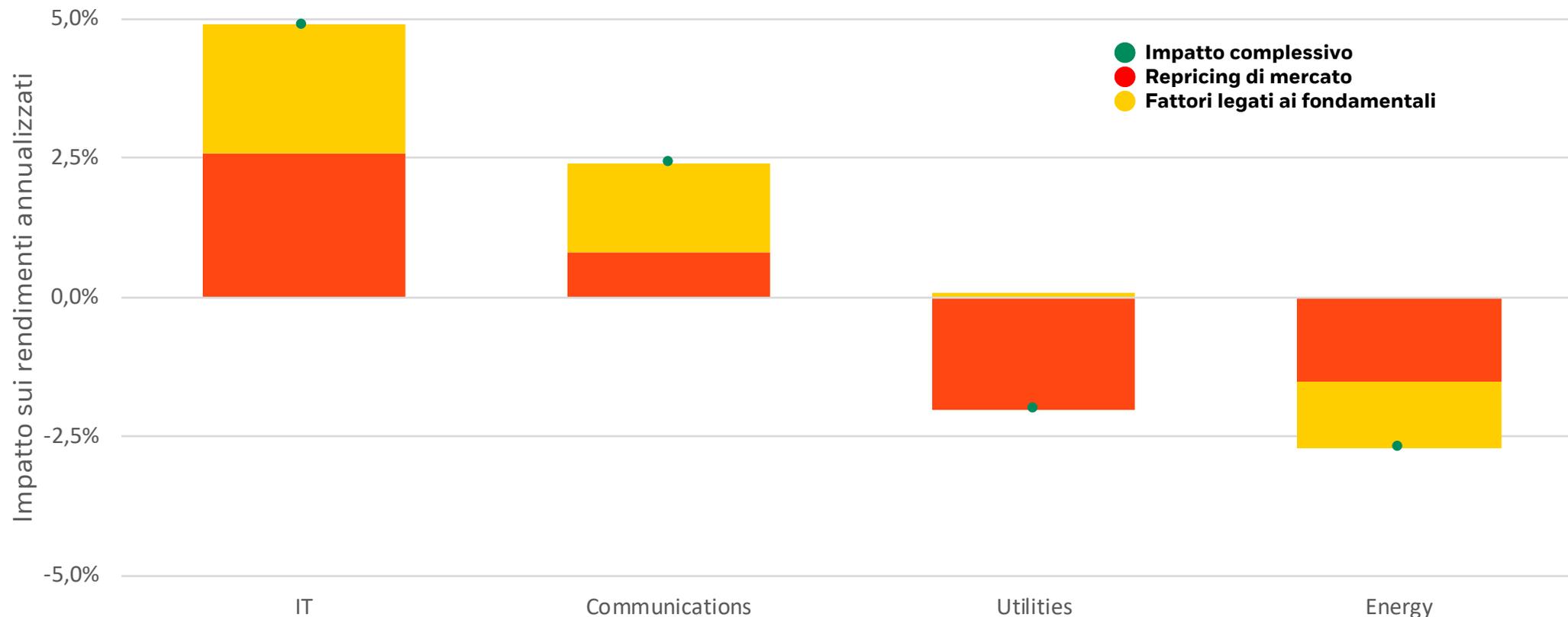


Fonte: Blackrock, a puro scopo illustrativo, Febbraio 2021.

La transizione verde è favorevole per gli asset rischiosi

Incorporiamo il cambiamento climatico nelle nostre ipotesi di rendimento. Vediamo la transizione verde realizzarsi sia a livello di industria che di settore, garantendo un'asset allocation granulare.

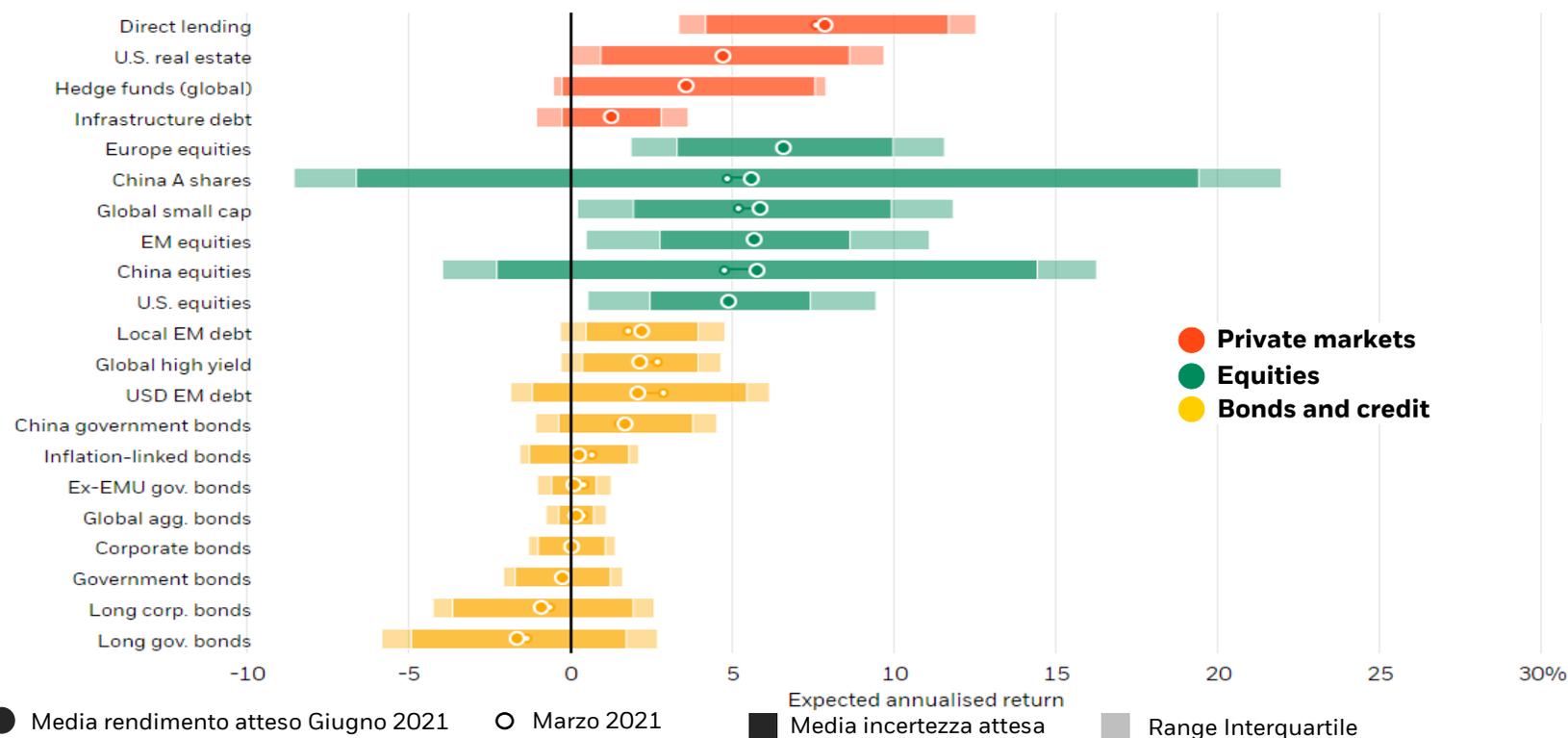
Impatto sui rendimenti a 5 anni: scenario di transizione green vs. nessuna azione dal punto di vista climatico



Queste informazioni non sono intese come una raccomandazione a investire in una particolare classe di attività o strategia o come una promessa - o addirittura una stima - della performance futura. Fonti: BlackRock Investment Institute, con dati di Refinitiv Datastream e Bloomberg, luglio 2021. Dati al 31 marzo 2021. Note: il grafico mostra la differenza stimata nei rendimenti attesi in dollari USA nei prossimi cinque anni per quattro settori dell'indice MSCI USA nel nostro caso base di una transizione "verde" (politiche e azioni intraprese per mitigare i cambiamenti climatici e i danni e per limitare l'aumento della temperatura a non più di 2 gradi Celsius entro il 2100) rispetto a uno scenario senza azione per il clima. L'impatto settoriale stimato si basa sulle differenze previste nella crescita economica, negli utili societari e nelle valutazioni delle attività nei due scenari.

Le nostre Capital Market Assumptions (CMAs) mostrano un futuro molto differente

Aspettative di rendimento e incertezza, in EUR , su un orizzonte a dieci anni



Queste informazioni non devono essere considerate come una raccomandazione ad investire in alcuna specifica asset class o strategia di investimento né come una promessa di rendimenti

Fonte: BlackRock Investment Institute, dati al 30 Giugno 2020. Note: le ipotesi sui rendimenti sono basate su ritorni totali nominali. Le attese di rendimento in dollari per tutte le asset class sono rappresentate con copertura dal Rischio di cambio, ad eccezione dei mercati azionari regionali, Chinese government bonds, local-currency EM debt e private markets esclusi gli hedge funds. Le nostre CMAs generano attese di rendimento geometriche di mercato (beta). I rendimenti attesi delle asset class sono da intendersi al lordo di spese e commissioni. Per una lista degli indici utilizzati si può visitare l'appendice o il seguente link blackrock.com/institutions/en-zz/insights/charts/capital-market-assumptions per ulteriori dettagli. Utilizziamo proxies di BlackRock per alcuni mercati private data l'assenza di dati sufficienti. Queste proxies sono costituite da un mix di esposizione ai fattori di Rischio che riteniamo rappresentino la sensibilità economica all'asset class in questione. Attorno alla media di rendimento atteso, ci sono due bande: quella più scura rappresenta la nostra stima di incertezza attorno alla media. Quella più chiara si basa sul 25esimo e sul 75esimo percentile dei possibili ritorni attesi. Per ulteriori dettagli si può consultare [Portfolio perspectives](#). Gli indici utilizzati non sono gestiti e vengono usati solo per scopi illustrativi. Non sono intesi per essere indicativi della performance di alcun fondo o strategia. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Appendice 1 - Metodologia delle Capital Market Assumptions

Si prega di notare che alcune parti della metodologia potrebbero non essere applicabili al materiale.

Incertezza e ottimizzazione

I rendimenti attesi e la volatilità dei prezzi delle attività sono difficili da prevedere. Crediamo che qualsiasi tecnica che costruisce portafogli debba incorporare questa incertezza intrinseca. Consideriamo i fattori di rendimento sia a lungo che a breve termine. Nel lungo periodo, ci aspettiamo che un numero relativamente ridotto di fattori macroeconomici - crescita economica, tassi, inflazione, credito e valute - determini il rendimento di un asset. Nel breve periodo, altri fattori possono sopraffare i driver strutturali causando fluttuazioni più ampie dal fair value di un asset. Le valutazioni possono essere utili per stimare i rendimenti a breve termine. Combiniamo i contributi dei fattori di rendimento a lungo e a breve termine per produrre un insieme finale di aspettative di rendimento con una gamma di incertezza intorno a ciascuno.

Il passo successivo è utilizzare questo insieme di aspettative di rendimento in un motore di ottimizzazione che offre il miglior compromesso tra rischio e rendimento. L'ottimizzazione della media-varianza produrrebbe un portafoglio che massimizza il rendimento atteso in uno scenario di base con un dato livello di rischio. Al contrario, noi cerchiamo di costruire un portafoglio "least-worst" - un portafoglio che massimizza i rendimenti per ogni livello di rischio attraverso i peggiori risultati, diciamo per il 50% inferiore della distribuzione, da un insieme di scenari generati stocasticamente (vedi sotto). Questo aiuta a garantire che il portafoglio non sia eccessivamente dipendente dal solo rendimento mediano. Questo processo cerca di produrre un portafoglio che sia robusto a piccoli cambiamenti nelle stime del rendimento centrale.

Motore stocastico

Usiamo la simulazione Monte Carlo per creare distribuzioni casuali informate dalle distribuzioni storiche dei rendimenti e centrate sui nostri rendimenti attesi. Il motore simula migliaia di percorsi di rendimento per ogni asset, rappresentando la gamma di risultati possibili su un orizzonte temporale da cinque a 30 anni. Sfruttiamo i modelli di rischio di BlackRock per garantire il rispetto delle co-dipendenze tra i rendimenti degli asset. La gamma di scenari incorpora il nostro lavoro sull'incorporazione dell'incertezza nelle aspettative di rendimento. Il modello Black-Litterman (1990), un modello ben noto per l'allocazione del portafoglio, combina visioni a lungo e medio termine in un unico periodo. Il nostro modello usa un filtro di Kalman - un algoritmo che estrae intuizioni sui potenziali percorsi futuri mettendo insieme una serie di input incerti - per estendere questo approccio in un contesto multiperiodale. Questo ci permette di catturare la variazione dei rendimenti attesi nel tempo sotto vari scenari, da quelli legati all'economia a quelli guidati dal sentimento del mercato. Gran parte di queste variazioni non è prevedibile. Costruire portafogli che siano robusti o in grado di sfruttare queste variazioni è una grande sfida per gli investitori. La capacità di calibrare il motore con le viste delle classi di attività con incertezza a orizzonti temporali arbitrari, e di far evolvere questa incertezza in modo stocastico, guida la dispersione dei risultati di rendimento. Evidenziare l'incertezza che gli investitori affrontano quando costruiscono i portafogli aiuta a garantire che aspettative di rendimento apparentemente precise non portino gli investitori a portafogli concentrati.

I percorsi di rendimento simulati supportano una gamma più ampia di applicazioni, come la modellazione di attività e passività. Gli scenari di rendimento generati stocasticamente permettono agli investitori di andare facilmente oltre la media-varianza e di ottimizzare i portafogli rispetto alle loro esigenze individuali. Gli investitori possono porre maggiore enfasi sulle code della distribuzione o concentrarsi sul percorso dei rendimenti piuttosto che solo sul rendimento totale. Possono incorporare i flussi in entrata o in uscita dal portafoglio nel corso dell'orizzonte temporale dell'investitore o porre maggiore enfasi sugli scenari che sono impegnativi per l'attività dell'investitore oltre il suo portafoglio. Gli investitori con complessi requisiti di corrispondenza tra attività e passività, come gli assicuratori, si affidano tipicamente a simulazioni stocastiche dei rendimenti per valutare e costruire i portafogli.

Appendice 1 - Metodologia delle Capital Market Assumptions

Tassi di interesse

Il nostro modello fornisce un modo per tracciare la curva dei rendimenti a più orizzonti temporali nel futuro. Questo si basa sulla stima (1) del tasso breve e (2) dei premi a termine impliciti nel modello. Le stime dei tassi brevi si basano su dati di mercato nel breve termine e su dati macro informati nel lungo termine. Più specificamente, nel lungo periodo, assumiamo che le opinioni degli investitori sull'inflazione di lungo periodo e sulla crescita reale, insieme al cambiamento delle preferenze in materia di risparmio e all'avversione al rischio, determineranno le aspettative per i tassi brevi (il "Long Run Short Rate"). I premi a termine impliciti nel modello sono calcolati da un modello basato sulla classe di modelli a struttura temporale affine (Adrian, Crump e Moench, 2013) che descrive la curva dei rendimenti utilizzando le prime cinque componenti principali del rendimento. I premi a termine impliciti nel modello della struttura a termine affine sono ulteriormente calibrati sui premi a termine impliciti nel mercato, con i relativi pesi che dipendono dall'orizzonte temporale rilevante.

Azioni

Le aspettative dei flussi di cassa e i tassi di sconto possono aiutare a spiegare la variabilità dei rendimenti azionari, come dimostrato da Campbell (1990). Abbiamo usato questa intuizione per sviluppare un modello di flusso di cassa scontato (DCF), con alcune caratteristiche chiave innovative. La maggior parte della ricerca accademica si concentra sulla questione se i rendimenti azionari siano prevedibili o meno. Noi ci preoccupiamo di fare le migliori stime possibili. Diamo due contributi aggiuntivi. In primo luogo, il modello DCF di base stima gli utili facendo leva sulle stime degli utili degli analisti nel breve termine, come discusso da Li et al (2013) per ricavare il costo implicito del capitale. L'ipotesi comune negli studi sul costo implicito del capitale (ICC) è che la crescita degli utili implicita nelle stime degli analisti a breve termine dovrebbe tendere alla crescita del PIL a lungo termine. Questo può introdurre un presupposto involontario di continua espansione dei margini di profitto. Abbiamo introdotto una modifica per tenere conto delle dinamiche del tardo ciclo economico. Permettiamo ai margini di profitto aziendali di ritornare al trend (la mediana su una storia di 10 anni) poiché i margini tipicamente raggiungono il picco alla fine del ciclo. Il metodo ICC standard tipicamente verifica i rendimenti azionari usando test di regressione lineare. Per il nostro modello DCF, prendiamo l'orizzonte temporale desiderato come input (numero di anni) e stimiamo il tasso di sconto appropriato per l'orizzonte temporale specifico usando il nostro costo implicito aggregato del capitale. In questo modo, teniamo conto di entrambe le fonti chiave di variabilità dei rendimenti azionari, vale a dire le variazioni dei flussi di cassa e le variazioni del tasso di sconto.

Credito

Il nostro modello per i rendimenti (in eccesso) delle attività di credito è ancorato a due elementi chiave: 1) la nostra stima dello spread di credito a un dato orizzonte e 2) la nostra stima delle perdite dovute a default e downgrade sull'orizzonte. La prima componente è proiettata in modo coerente con la nostra visione della crescita del PIL reale e del legame tra spread creditizi e volatilità azionaria. Il nostro approccio aiuta a spiegare il comportamento degli spread creditizi utilizzando un numero limitato di variabili predittive. Tuttavia, come convalidato da test rispetto a metodi più complessi, mantiene la capacità di aiutare a spiegare un'alta percentuale della varianza degli spread creditizi. La seconda componente è stimata sulla base delle nostre prospettive per gli spread, la durata dell'attività e una matrice di transizione presunta che cattura le migrazioni e i default attraverso più cicli di credito. Attualmente basiamo la nostra matrice di transizione sui dati di transizione a lungo termine di Moody's. Miriamo a sviluppare ulteriormente il nostro modello modellando direttamente le transizioni basate sulle condizioni macroeconomiche, al fine di catturare meglio le dinamiche dei cicli e la rispettiva variazione delle perdite dovute agli eventi creditizi. Oltre a rendere le nostre stime degli spread creditizi coerenti con le nostre visioni macroeconomiche, il nostro nuovo modello di (eccesso di) rendimento del credito consente una maggiore flessibilità nel calibrare i nostri rendimenti attesi a diverse composizioni di rating del credito che possono prevalere sull'intero orizzonte temporale.

Appendice 1 - Metodologia delle Capital Market Assumptions

Mercati privati

I modelli di rendimento del mercato privato possono essere raggruppati in due categorie - equity e debito. I modelli equity - rilevanti per il core real estate e i buyout di private equity - si basano su un quadro contabile. Stimiamo la crescita degli utili e le valutazioni future delle attività sottostanti, che vengono utilizzate insieme ai dati di mercato osservabili (valutazioni attuali, costi di finanziamento, leverage, ecc.) per modellare l'evoluzione della struttura del capitale nel tempo e dedurre i rendimenti azionari. La crescita stimata degli utili e le valutazioni future sono collegate alle componenti delle nostre aspettative di rendimento del mercato pubblico per le azioni, i tassi e gli spread di credito. Fondamentalmente, considerano anche le dinamiche uniche di ogni classe di attività, come i cambiamenti dei tassi di occupazione per gli immobili. I rendimenti per il debito del mercato privato - debito per infrastrutture e prestiti diretti - sono stimati utilizzando un approccio build-up. Il rendimento totale è un accumulo di rendimenti sottostanti del mercato pubblico (tassi privi di rischio, spread del credito societario) e driver di rendimento specifici del mercato privato come lo spread pubblico-privato, le perdite dovute a default e downgrade, la leva finanziaria e i costi di prestito. A differenza della maggior parte dei mercati del debito pubblico, il debito infrastrutturale e i prestiti diretti sono modellati come investimenti buy-and-hold, in linea con il modo in cui gli investitori accedono a queste asset class. Le fonti di dati esterne includono S&P Capital IQ per le operazioni e Preqin e S&P Capital IQ per i dati aggregati e a livello di mercato. La contabilizzazione delle commissioni nel private equity può essere impegnativa, in parte a causa di un'ampia varietà di clausole che consentono ai fondi di adeguare le commissioni nel tempo e della varietà di commissioni coinvolte (gestione, carried interest, spese del fondo, costi di transazione) (Phalippou, 2018). Utilizziamo la letteratura accademica e le indagini professionali che hanno iniziato a tracciare i limited partnership agreement (LPA) dei fondi di private equity. Usiamo i dati Preqin sui flussi di cassa dei deal da e verso i fondi per simulare le commissioni applicate dai tipici LPA. Aggiungiamo le stime delle commissioni a questi dati di flusso di cassa per calcolare i nostri dati sui rendimenti al lordo delle commissioni. Le stime delle commissioni medie sono in linea con la più recente ricerca accademica su questo argomento (Doskeland Stromberg, 2018).

Appendice 1 - Metodologia delle Capital Market Assumptions

Indici proxy

| Asset class | Proxy index |
|--|---|
| <p><u>Broad market:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ US cash ▪ US credit ▪ US TIPS ▪ US aggregate bonds ▪ US Treasuries ▪ US long Treasuries ▪ US long credit ▪ US high yield ▪ US bank loans ▪ US agency MBS ▪ US large cap equities ▪ US small cap equities ▪ DM ex US large cap equities ▪ DM high yield ▪ DM government bonds ▪ DM ex US government bonds ▪ DM ex US credit ▪ Europe large-cap equity ▪ EM debt -hard currency ▪ EM debt -local currency ▪ EM equity ▪ Global infrastructure debt ▪ Hedge funds (global) ▪ US infrastructure debt ▪ US real estate ▪ Global core real estate ▪ Global direct lending ▪ US private equity (buyout) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Citigroup 3-Month Treasury Bill Index ▪ Bloomberg Barclays U.S. Credit Index ▪ Bloomberg Barclays US Government Inflation-Linked Index ▪ Bloomberg Barclays US Aggregate Total Return Index ▪ Bloomberg Barclays US Aggregate Government Index ▪ Bloomberg Barclays U.S. Long Treasury Index ▪ Bloomberg Barclays U.S. Long Credit Index ▪ Bloomberg Barclays U.S. High Yield Index ▪ S&P/LSTA Leveraged Loan Index ▪ Bloomberg Barclays US MBS Index ▪ MSCI USA Index ▪ MSCI USA Small Cap Return Index ▪ MSCI World ex-US Index ▪ Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return Index ▪ Bloomberg Barclays Global Aggregate Treasuries ▪ Bloomberg Barclays Global Aggregate Treasury Index ex US ▪ Bloomberg Barclays Global ex-USD Credit Index ▪ MSCI Europe Index ▪ JP Morgan EMBI Global Diversified Total Return Index ▪ JP Morgan GBI-EM Total Return Index ▪ MSCI Emerging Markets Index ▪ 50% Bloomberg Barclays European Infrastructure EUR Index/50% Bloomberg Barclays US Corporate 10+ Baa3-A3 Utility ▪ HFRI Composite Index ▪ BlackRock proxy |
| <p><u>Equity style:</u></p> <p>Global momentum</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Global min vol ▪ Global quality ▪ Global value | <ul style="list-style-type: none"> ▪ MSCI ACWI Momentum Index ▪ MSCI ACWI Minimum Volatility Index ▪ MSCI ACWI Quality Index ▪ MSCI World Enhanced Value Index |

Appendice 1 - Capital Market Assumptions Disclosures

Informativa sulle Capital Market Assumption:

- Queste informazioni non sono da intendersi come una raccomandazione a investire in una particolare classe di attività o strategia o prodotto o come una promessa di performance futura. Si noti che queste ipotesi sulle classi di attività sono passive e non considerano l'impatto della gestione attiva. Tutte le stime in questo documento sono in termini di dollari USA, se non diversamente indicato. Data la complessità dei compromessi rischio-rendimento coinvolti, consigliamo ai clienti di affidarsi al proprio giudizio oltre che ad approcci di ottimizzazione quantitativa nel definire le allocazioni strategiche a tutte le classi di attività e strategie. I riferimenti ai rendimenti futuri non sono promesse o stime dei rendimenti effettivi che il portafoglio del cliente potrebbe ottenere. I presupposti, le opinioni e le stime sono forniti solo a scopo illustrativo. Non devono essere considerate come raccomandazioni di acquisto o vendita di titoli. Le previsioni delle tendenze dei mercati finanziari basate sulle attuali condizioni di mercato costituiscono il nostro giudizio e sono soggette a modifiche senza preavviso. Riteniamo che le informazioni qui fornite siano affidabili, ma non garantiamo la loro accuratezza o completezza. Se il lettore sceglie di fare affidamento sulle informazioni, lo fa a proprio rischio e pericolo. Questo materiale è stato preparato solo a scopo informativo e non è inteso a fornire, e non dovrebbe essere considerato come una consulenza contabile, legale o fiscale.
- I risultati delle ipotesi sono forniti solo a scopo illustrativo e sono soggetti a limitazioni significative. Le stime dei rendimenti "attesi" sono soggette a incertezze ed errori. I rendimenti attesi per ogni classe di attività possono essere condizionati da scenari economici; nel caso in cui un particolare scenario si verifichi, i rendimenti effettivi potrebbero essere significativamente superiori o inferiori alle previsioni. A causa dei limiti intrinseci di tutti i modelli, i potenziali investitori non dovrebbero fare affidamento esclusivamente sul modello quando prendono una decisione di investimento. Il modello non può rendere conto dell'impatto che i fattori economici, di mercato e di altro tipo possono avere sull'implementazione e la gestione continua di un portafoglio di investimento effettivo. A differenza dei risultati effettivi del portafoglio, i risultati del modello non riflettono le negoziazioni effettive, i vincoli di liquidità, le commissioni, le spese, le tasse e altri fattori che potrebbero influire sui rendimenti futuri.

Informazioni sull'indice:

- I rendimenti ottenuti dall'indice sono solo a scopo illustrativo e non rappresentano alcun rendimento effettivo del fondo. I rendimenti dell'indice non riflettono commissioni di gestione, costi di transazione o spese. Gli indici non sono gestiti e non si può investire direttamente in un indice.

Informazioni generali:

- Questo materiale è preparato da BlackRock e non deve essere considerato come una previsione, una ricerca o un consiglio di investimento, e non è una raccomandazione, un'offerta o una sollecitazione ad acquistare o vendere titoli o ad adottare una strategia di investimento. Le opinioni espresse sono al dicembre 2020 e possono cambiare al variare delle condizioni successive. Le informazioni e le opinioni contenute in questo materiale derivano da fonti proprietarie e non proprietarie ritenute affidabili da BlackRock, ma non sono necessariamente onnicomprensive e non sono garantite in termini di accuratezza. In quanto tale, non viene fornita alcuna garanzia di accuratezza o affidabilità e BlackRock, i suoi funzionari, dipendenti o agenti non accettano alcuna responsabilità derivante in altro modo da errori e omissioni (compresa la responsabilità nei confronti di qualsiasi persona a causa di negligenza). Se il lettore sceglie di utilizzare le informazioni nella propria strategia d'investimento e di fornirle a terzi, non deve attribuire le informazioni a BlackRock in alcun modo che possa dar luogo a responsabilità da parte di BlackRock o dei suoi affiliati. Questo materiale può contenere informazioni "forward-looking" che non sono di natura puramente storica. Tali informazioni possono includere, tra l'altro, proiezioni e previsioni. Le previsioni non sono un indicatore affidabile della performance futura e non vi è alcuna garanzia che le previsioni fatte si realizzino. L'affidamento sulle informazioni contenute in questo materiale è a sola discrezione del lettore. Questo materiale è inteso solo a scopo informativo e non costituisce un consiglio di investimento o un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli, fondi BlackRock o qualsiasi strategia di investimento, né alcun titolo deve essere offerto o venduto a qualsiasi persona in qualsiasi giurisdizione in cui un'offerta, sollecitazione, acquisto o vendita sarebbe illegale secondo le leggi sui titoli di tale giurisdizione. L'investimento comporta dei rischi. La performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati attuali o futuri e non dovrebbe essere l'unico fattore di considerazione nella scelta di un prodotto o di una strategia.

Rischi

Capitale di rischio. Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante sono soggetti a oscillazioni al rialzo o al ribasso e non sono garantiti. L'investitore potrebbe non recuperare l'importo inizialmente investito.

La performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati presenti o futuri e non dovrebbe essere l'unico fattore da considerare quando si seleziona un prodotto o una strategia.

Eventuali variazioni dei tassi di cambio possono causare la diminuzione o l'aumento del valore dell'investimento. Le oscillazioni possono essere particolarmente marcate nel caso di un fondo ad alta volatilità e il valore dell'investimento potrebbe registrare ribassi improvvisi e importanti. I livelli e le basi di imposizione possono di volta in volta subire variazioni.

Informazioni Importanti

Il presente materiale è destinato a essere distribuito esclusivamente ai Clienti professionali (ai sensi delle norme della Financial Conduct Authority o della MiFID) e non dovrebbe essere preso come riferimento da qualsiasi altra persona.

Pubblicato da BlackRock (Netherlands) B.V.. BlackRock (Netherlands) B.V. è autorizzata e disciplinata dall'Autorità per i mercati finanziari olandese. Sede legale: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam - Tel.: 020 – 549 5200 - Tel.: 31-20-549-5200. Iscrizione al Registro delle Imprese n. 17068311. A tutela dell'utente le telefonate potranno essere registrate.

Il presente documento non è destinato - e non deve essere inteso come messaggio promozionale rivolto - a persone residenti negli Stati Uniti, in Canada o in qualsiasi provincia o territorio appartenente agli Stati Uniti o al Canada, né a soggetti residenti in paesi in cui le azioni delle Società/Fondi non sono autorizzate o registrate per la distribuzione o in cui il Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali. Le azioni delle Società/Fondi non possono essere acquistate, appartenere o essere detenute da un piano ERISA.

Qualsiasi ricerca riportata nel presente documento è stata fornita e potrebbe essere stata eseguita da BlackRock per finalità interne. I risultati di tale ricerca sono resi disponibili esclusivamente in via accessoria. Le opinioni espresse non costituiscono una consulenza all'investimento o di altro tipo e sono soggette a variazioni. Esse non riflettono necessariamente le opinioni di qualsiasi società del Gruppo BlackRock o di qualsiasi parte dello stesso e non se ne garantisce l'accuratezza.

Il presente documento viene fornito unicamente a scopo informativo e non costituisce un'offerta o un invito a investire nei fondi BlackRock né è stato preparato in relazione a una qualsiasi di tali offerte.

iShares® e BlackRock® sono marchi commerciali registrati di BlackRock, Inc. o di società controllate negli Stati Uniti e in altre parti del mondo.

© 2021 BlackRock (Netherlands) B.V. Numero di iscrizione al registro delle imprese 17068311. Tutti i diritti riservati. Le telefonate possono essere controllate o registrate.

© 2021 BlackRock, Inc. Tutti i diritti riservati. BLACKROCK, BLACKROCK SOLUTIONS, iSHARES, BUILD ON BLACKROCK, SO WHAT DO I DO WITH MY MONEY, sono marchi registrati o non registrati di BlackRock, Inc. o società consociate o affiliate negli Stati Uniti o altrove. Tutti gli altri marchi appartengono ai rispettivi proprietari.