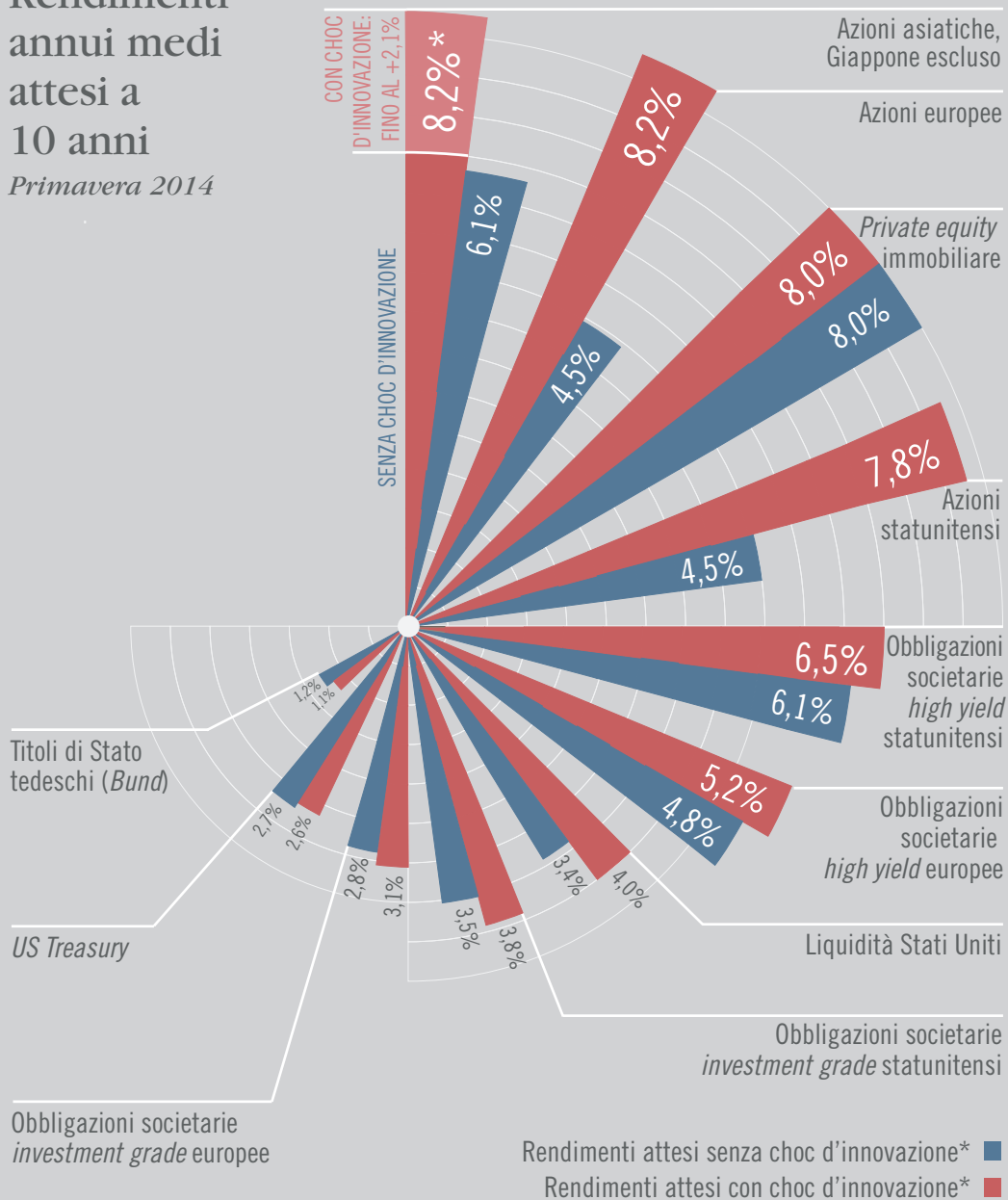


## Rendimenti annui medi attesi a 10 anni

Primavera 2014



*Il calcolo dei rendimenti attesi delle classi di attività è una delle pietre angolari dell'asset allocation. Un orizzonte temporale a lungo termine permette di tener conto dell'eventualità di uno choc d'innovazione all'origine dei cambiamenti di regime economico. L'orizzonte scelto per i nostri modelli è decennale. Per ciascuna classe di attività, presentiamo due proiezioni di rendimento annuo medio, variabili in funzione della presenza o dell'assenza di uno choc d'innovazione.*



---

\* Rendimenti nominali annui medi, cedole e dividendi inclusi, in moneta locale.

---

## EDITORIALE

### I nostri calcoli dei rendimenti attesi sono incentrati sull'offerta, non sulla domanda

Cara lettrice,  
Caro lettore,

il primo numero di «Orizzonte» a luglio 2013 ha evidenziato i regimi economici come il fattore essenziale della specificità della nostra metodologia di calcolo dei rendimenti a lungo termine delle classi di attività. Questo passaggio è il frutto di una lunga ricerca che ha permesso di giungere ad una conclusione semplice: a lunghissimo termine, i rendimenti delle attività sono influenzati principalmente dal tasso di crescita dell'economia in termini reali e dall'inflazione. Come conseguenza del forte rialzo del 2013, i rendimenti attesi delle azioni europee e americane sono scesi rispettivamente dal 6,4% e 5,7% al 4,5% e 4,5%. Analogamente, le obbligazioni societarie statunitensi di qualità *high yield* hanno visto il loro rendimento atteso diminuire dal 7,3% al 6,1%. Le variazioni dei rendimenti attesi delle altre classi di attività sono state minime.

L'evidenziazione di regimi economici molto diversi tra loro nell'arco dei decenni ci è servita come base per formulare gli scenari dei rendimenti del prossimo decennio. Oltre al carattere distintivo di ciascuno dei regimi che le economie hanno attraversato negli ultimi decenni, l'osservazione mostra che ad un periodo di peggioramento succede un periodo di netto miglioramento e viceversa. Questa regola dell'alternanza ha motivato la scelta del nostro scenario di normalizzazione dell'economia mondiale nel corso del prossimo decennio, così come da noi descritto nell'edizione precedente.

In aggiunta ai regimi economici di crescita e d'inflazione normalizzati, esploriamo la possibilità, molto concreta, che si verifichi un profondo cambiamento di regime della crescita economica risultante da una innovazione radicale. Nella seconda parte di questa edizione troverà un'analisi più dettagliata del ruolo essenziale che l'innovazione gioca nel processo di crescita economica. A nostro avviso nelle economie moderne mature la crescita economica duratura è generata dall'offerta e non dalla domanda. Inoltre, gli choc di offerta sono causati da choc d'innovazione. Nel nostro schema di analisi economica, invertiamo pertanto la formula tradizionale keynesiana, che sostiene che la spesa pubblica sia la soluzione per ottenere un rilancio dell'economia. In effetti, anche se riconosciamo che il rilancio keynesiano non è privo di effetti a livello dell'attività, noi riteniamo che esso sia solo transitorio. Al contrario, gli choc di offerta sono suscettibili di provocare una crescita a lunghissimo termine. Gli Stati hanno un ruolo da giocare in questi choc d'offerta. Dobbiamo constatare che le politiche fiscali e di bilancio praticate dai governi dei Paesi sviluppati nel corso degli ultimi decenni non sono state articolate intorno al binomio innovazione-investimento.

Pertanto, gli sviluppi tecnologici hanno avuto un ruolo determinante in diversi settori, come Internet, l'automazione e i trasporti.

Le illustrazioni mostrano l'inesorabile continuazione della dinamica dell'innovazione nel corso degli anni. Non abbiamo dubbi sul fatto che agiranno a favore della costruzione di un avvenire prospero quando la crescita ritornerà. In ogni caso, questo è l'insegnamento della storia economica degli ultimi tre secoli, e ciò ci autorizza a restare ottimisti. ■

# I. Rendimenti attesi delle classi di attività

Abbiamo valutato i rendimenti attesi per ciascuna classe di attività e per ciascuna delle tre regioni economiche in base a due tipi di regimi di crescita e d'inflazione:

1. regimi in presenza di uno choc d'innovazione, e
2. regimi in assenza di uno choc d'innovazione

I risultati dei calcoli sono esposti nella tabella a fianco. I calcoli sono stati effettuati sulla base dei corsi al 25 aprile 2014. Essi tengono conto dell'analisi macroeconomica dei regimi di partenza e di arrivo per la crescita e per l'inflazione descritta nella terza parte del presente documento.

A titolo di confronto, vi abbiamo inserito i rendimenti attesi a luglio 2013 e le performance storiche medie delle classi di attività per il periodo 2011-2014. I risultati esposti sono rendimenti medi annualizzati, in moneta locale, cedole e dividendi reinvestiti.

*I rendimenti attesi a lungo termine cambiano da una pubblicazione all'altra. Questi cambiamenti sono la conseguenza di una modifica di regime economico e dell'evoluzione dei mercati. Ma queste variazioni non sono in alcun caso la conseguenza di una modifica della nostra metodologia (per maggiori dettagli su quest'ultima, si rimanda alla nota metodologica scaricabile su <http://perspectives.pictet.com/category/publications/horizon>).*

*Le modifiche che noi possiamo apportare ai regimi economici di partenza e di arrivo resteranno puntuali (maggiori dettagli sui nostri attuali scenari in merito ai regimi economici sono contenuti nella quarta parte di questa pubblicazione). Di conseguenza, le modifiche dei rendimenti attesi sono spiegate dall'evoluzione dei prezzi delle attività nel corso dei mesi.*

## Rendimenti attesi delle classi di attività, in

	Con choc d'innovazione	
	Proiezione (aprile 2014)*	Proiezione (luglio 2013)*
	2014 – 2024	2013 – 2023
<i>Private equity</i>	15.0%	15.0%
Azioni europee	8.2%	10.2%
Azioni statunitensi	7.8%	9.2%
Azioni asiatiche, Giappone escluso	8.2%	9.0%
<i>Private equity immobiliare</i>	8.0%	8.0%
Obbligazioni societarie <i>high yield</i> statunitensi	6.5%	7.0%
Obbligazioni societarie <i>high yield</i> europee	5.2%	6.9%
Obbligazioni societarie <i>investment grade</i> europee	3.1%	3.7%
Obbligazioni societarie <i>investment grade</i> statunitensi	3.8%	3.6%
Liquidità: Stati Uniti	4.0%	3.6%
<i>US Treasury</i>	2.6%	2.2%
Titoli di Stato tedeschi ( <i>Bund</i> )	1.1%	1.0%

\*Rendimenti nominali annui medi, cedole e dividendi reinvestiti, in moneta locale

## Rendimenti attesi a lungo termine al 25 aprile 2014

Dopo la nostra ultima pubblicazione del luglio 2013, i rendimenti attesi hanno conosciuto solo pochi cambiamenti, ad eccezione di quelli delle azioni americane ed europee. Come mostrato dalla tabella sottoriportata, i rendimenti annui medi sono passati dal 9,2% per le azioni americane al 7,8% nel caso dello scenario con choc d'innovazione. Senza choc d'innovazione, il rendimento atteso è sceso dal 5,7% al 4,5%. Per le azioni europee, sulla base degli stessi due scenari, i rendimenti attesi sono diminuiti rispettivamente dal 10,2% all'8,2% e dal 6,4% al 4,5%.

Questi risultati mostrano ancora una volta che, tra tutte le classi di attività, il rendimento atteso più elevato spetta, sia per lo scenario con choc d'innovazione che per quello senza choc d'innovazione, al *private equity*. Il

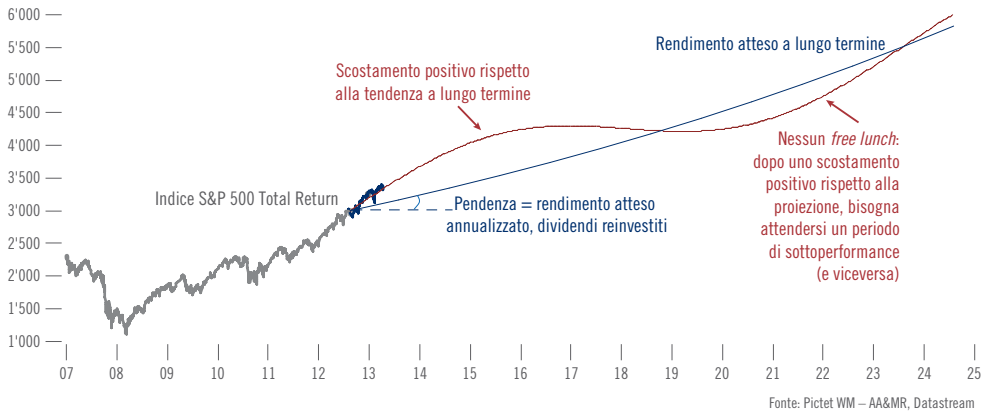
sovrarendimento fornito da questa classe di attività è il premio per la sua illiquidità. Dato che un ciclo completo d'investimento nel *private equity* dura circa sette anni, il rendimento sull'investimento viene realizzato pienamente solo alla conclusione di tale periodo. Il periodo di detenzione è eccezionalmente lungo e l'investitore richiede pertanto un rendimento supplementare.

**I nostri modelli di calcolo del rendimento atteso non offrono alcun *free lunch*<sup>1</sup>: l'anticipo registrato dai mercati azionari europei e americani nel 2013 si traduce in una riduzione dei rendimenti attesi a lungo termine.**

<sup>1</sup> Un «pranzo gratis», un'utilità che viene ottenuta senza alcun corrispettivo

## presenza e in assenza di uno choc d'innovazione

Differenza	Senza choc d'innovazione		Differenza	Performance storica annualizzata in %	Volatilità annualizzata in %
	Proiezione (aprile 2014)*	Proiezione (luglio 2013)*			
	2014 – 2024	2013 – 2023		2011-2014	2011 - 2014
0.0%	15.0%	15.0%	0.0%	-	-
-2.0%	4.5%	6.4%	-1.9%	9.2%	16.3%
-1.4%	4.5%	5.7%	-1.2%	15.0%	15.9%
-0.8%	6.1%	6.8%	-0.7%	1.6%	17.1%
0.0%	8.0%	8.0%	0.0%	-	-
-0.5%	6.1%	7.3%	-1.2%	9.3%	3.4%
-1.7%	4.8%	7.0%	-2.2%	11.1%	4.3%
-0.6%	2.8%	3.3%	-0.5%	6.1%	2.5%
0.2%	3.5%	3.7%	-0.2%	6.1%	4.3%
0.4%	3.4%	3.0%	0.4%	0.1%	0.0%
0.4%	2.7%	2.5%	0.2%	4.9%	7.1%
0.1%	1.2%	1.3%	-0.1%	7.2%	5.9%



Come comprendere il ribasso del rendimento atteso per le azioni americane ed europee sopradescritto? Esso si spiega con un rialzo dei mercati più rapido della tendenza prevista a lungo termine. A regimi di partenza e di arrivo invariati, le stime dei rendimenti possono conoscere modifiche importanti se, nel corso di un periodo, la performance della classe di attività considerata si scosta in modo significativo dalla traiettoria prevista nelle stime iniziali. Se la performance realizzata da una classe di attività è nettamente superiore al rendimento stimato a lungo termine, lo stesso rendimento stimato sarà automaticamente più basso in futuro.

È ciò che si è verificato sui mercati azionari dei paesi sviluppati dopo la nostra pubblicazione di metà 2013. Il principale indice azionario statunitense, lo S&P 500, è cresciuto del 18,0% tra la fine giugno 2013 e il 25 aprile 2014. Nello stesso periodo, l'indice delle azioni europee, lo Stoxx 600, ha guadagnato il 19,4%. Su base annualizzata, ciò corrisponde a performance del 21,3% e del 23,0%. Questi rendimenti realizzati sono pertanto circa tre volte più elevati dei rendimenti attesi a lungo termine. Le azioni americane ed europee si sono quindi, in qualche modo, mosse in anticipo rispetto alla loro tendenza di fondo. A scenario invariato, ciò si traduce in una riduzione dei rendimenti futuri. È quanto mostra il grafico sopraportato.

È vero anche il contrario: in caso di minore performance di una classe di attività rispetto alla

sua tendenza prevista, il suo rendimento futuro si troverà automaticamente aumentato.

### Pochi cambiamenti nella classe di attività obbligazionaria

La normalizzazione del contesto economico che avevamo richiamato nel primo numero di «Orizzonte» si sta diffondendo gradualmente all'insieme delle classi di attività. Tuttavia, i rendimenti attesi nella classe di attività obbligazionaria registrano solo pochi cambiamenti. Solo le obbligazioni societarie di minore qualità, quelle *high yield* (ad alto rendimento), stanno subendo una diminuzione dei rendimenti attesi.

Per quanto riguarda i titoli di Stato americani ed europei, i tassi a 10 anni degli US Treasury e dei Bund tedeschi sono variati di poco. Il tasso d'interesse delle obbligazioni americane a 10 anni è passato al 2,62% al 2,68%, con un rialzo di 6 punti base. Per i titoli di Stato tedeschi, i tassi d'interesse si sono marginalmente ridotti dall'1,71% all'1,48%. Dato che le variazioni dei tassi d'interesse sono una delle variabili importanti che determinano i cambiamenti dei rendimenti futuri, non stupisce che i rendimenti attesi in questo comparto siano cambiati solo marginalmente tra la metà del 2013 e la metà aprile 2014.

Per le obbligazioni societarie, la normalizzazione del contesto economico ha determinato un proseguimento del ribasso degli *spread* sulle

---

due sponde dell'Atlantico, in particolare nel segmento *high yield*. Gli *spread* (differenziali di rendimento) sono passati da 545 pb a 447 pb per le obbligazioni americane e da 403 pb a 256 pb per le obbligazioni europee. La maggior parte del ribasso dei rendimenti attesi in questo segmento obbligazionario proviene pertanto dalle variazioni di questi *spread*. Dato che non abbiamo modificato il nostro scenario a lungo termine sugli *spread* delle obbligazioni *high yield*, i rendimenti attesi sono leggermente diminuiti. Nello scenario senza choc d'innovazione, essi sono pertanto passati, cedole comprese, dal 7,3% al 6,1% per le obbligazioni americane e dal 7% al 4,8% per le obbligazioni europee.

Ricordiamo che i risultati che otteniamo in assenza di uno choc d'innovazione si basano su uno scenario di proseguimento della normalizzazione del contesto economico, come spieghiamo più avanti tramite i principi dei regimi economici di partenza e di arrivo. Questi regimi sono definiti dai livelli della crescita economica in termini reali e dell'inflazione. Un simile cambiamento di regime influisce chiaramente sui rendimenti attesi delle classi di attività, creando una speranza di rendimento più elevata per le attività più rischiose. Ovviamente questo processo di normalizzazione verrebbe sconvolto da uno choc economico importante come ad esempio un forte *credit crunch* in Cina. Il rendimento atteso delle attività più rischiose potrebbe quindi diminuire. ■

## II. Choc d'innovazione e crescita economica

*La nozione di choc d'innovazione è essenziale nell'analisi economica. La sua esistenza modifica in modo straordinario le prospettive di crescita economica. Basti pensare alla ferrovia, all'automobile o alla radio per percepire istantaneamente cosa intendiamo quando parliamo di importanza degli choc d'innovazione. L'innovazione è divenuta un tale oggetto di predilezione da fare nascere una nuova corrente di pensiero. Essa si articola intorno alla crescita endogena. I suoi teorici figurano tra i nuovi economisti dell'offerta. Questi concepiscono l'economia in modo diverso da quanto suggerito dalla teoria keynesiana, articolata intorno alla domanda.*

Nella prima edizione di Orizzonte avevamo identificato tre nature degli choc d'innovazione radicale: 1. tecnologici: modificano in profondità e durevolmente il livello dell'attività, aumentando la crescita economica grazie a forti guadagni di produttività e alla creazione di nuove capacità di produzione; 2. regolamentari: liberalizzazione dello spirito imprenditoriale nel mondo, estensione della democrazia nel mondo, e 3. cognitivi: modifica dello stile della politica monetaria (da obiettivi di contenimento dell'inflazione a obiettivi di livello dei prezzi/prezzi delle attività, nuova politica economica dell'offerta).

Prima di proseguire, tentiamo di rispondere a qualche domanda. Da dove viene la crescita economica? Perché la crescita economica è stata più forte in taluni paesi che in altri? Perché è stata più elevata in taluni periodi che in altri? Noi proponiamo di utilizzare il quadro fornito dalle teorie della crescita economica a lungo termine per tentare di fornire un chiarimento su questi temi e di comprendervi il ruolo dell'innovazione. La teoria dell'innovazione distingue due tipi di choc tecnologici: gli choc radicali e gli choc transitori. Gli choc radicali sono quelli la cui natura modifica profondamente il processo di produzione. Mutamenti sono osservabili anche a livello della società. Essi sono caratterizzati in particolare da una ridefinizione

del ruolo dello Stato e l'organizzazione sociale viene scompaginata. La combinazione di questi choc e di questi mutamenti porta l'economia su un sentiero di crescita durevolmente superiore. La diffusione delle conoscenze e delle nuove tecnologie all'insieme dell'economia procura dei guadagni di produttività ricorrenti e duraturi.

Per contro, gli choc tecnologici transitori accelerano la crescita solo temporaneamente. Senza investimenti ricorrenti, non vi è pertanto alcuna crescita supplementare ricorrente. Ma perché l'investimento gioca un simile ruolo? Secondo le teorie economiche, lo sviluppo a lungo termine di un'economia è condizionato dall'evoluzione di due grandi fattori fondamentali: la demografia e la produttività. La produttività a sua volta è influenzata dal progresso tecnico, che emerge come un terzo fattore esplicativo della crescita economica a lungo termine. È tramite quest'ultimo fattore che la nozione di choc, di rivoluzione tecnologica, si rivela. Più precisamente, il tasso di crescita economica in ogni momento è pari alla somma del tasso di crescita della popolazione attiva e dei guadagni di produttività. Per sperare di accedere a un sentiero di crescita superiore, una economia deve pertanto da un lato agire sulla sua demografia e dall'altro trovare un modo per migliorare i suoi guadagni di produttività.



Alla luce di questo approccio, l'invecchiamento della popolazione in atto nella maggior parte delle economie sviluppate sembra conferire al fattore demografico una caratteristica di freno alla crescita. Tuttavia, in un passato relativamente recente sulla scala dei cicli economici, negli anni 1990, la crescita dell'economia americana si era scostata dalla sua tendenza a lungo termine grazie a due fattori. Da una parte, essa aveva trovato una fonte di nuovi guadagni di produttività mediante l'utilizzo massiccio delle nuove tecnologie dell'informatica e della comunicazione. Inoltre, una demografia che si potrebbe qualificare come galoppante aveva permesso di trovare le risorse di lavoro necessarie per assicurare un livello di produzione più elevato.

Per il prossimo decennio, è probabile che si verifichi uno choc tecnologico. Ci troviamo di fronte ad una autentica rivoluzione tecnologica imminente, di cui non abbiamo ancora visto gli effetti benefici sulla crescita economica? Oppure siamo le vittime consapevoli di una speranza vana? La difficoltà nel percepire l'eventuale prossimo choc d'innovazione è accentuata dal fatto che le autentiche rivoluzioni tecnologiche impiegano del tempo prima di produrre effetti visibili e duraturi sulla crescita economica. Da questo punto di vista, lo sviluppo delle nuove tecnologie è ancora troppo recente perché gli effetti siano già visibili e misurabili sulla scala di un'intera economia, come quella degli Stati Uniti. Malgrado tutto, possiamo prevedere uno choc tecnologico radicale? La posta in gioco della questione è fondamentale. In caso di risposta positiva, dovremmo essere tutti pervasi dall'ottimismo, poiché ciò significherebbe che la crescita economica è destinata ad accelerare nei prossimi anni. ■

---

La teoria dell'innovazione distingue due tipi di choc tecnologici:

- gli choc radicali che modificano profondamente il processo di produzione
  - gli choc tecnologici che imprimono solo un'accelerazione temporanea alla crescita
-

### III. Approfondimento su uno choc d'innovazione La biotecnologia: lo choc d'innovazione potenziale del decennio 2014-2024

*Un vento di rinnovamento soffia sulla biotecnologia. Nei prossimi dieci anni, essa dovrebbe registrare una crescita sostenuta, con la disponibilità su larga scala della sequenziatura del genoma umano a meno di mille dollari che costituisce uno dei motori principali della dinamica del settore. Il progresso della genomica dovrebbe contribuire ad esempio a permettere di trattare un maggior numero di forme di cancro. Ma vi saranno avanzamenti anche in altri campi di applicazione, come i vaccini, le terapie per le malattie rare, i trattamenti personalizzati, l'agroalimentare, i biomateriali o ancora la produzione di energia come l'etanolo ottenuto tramite organismi geneticamente modificati. Questa fonte di energia potrebbe divenire commercialmente competitiva nell'arco di una decina di anni. Gli ostacoli a queste evoluzioni sembrano ormai riguardare più l'etica e la regolamentazione che non le difficoltà tecniche. Da questo punto di vista, le autorità sono molto spesso disarmate di fronte alla rapidità del progresso.*

Oggi, l'industria della biotecnologia comincia a raccogliere i frutti delle ricerche effettuate nell'arco di oltre mezzo secolo, a partire dalla scoperta del DNA. In malattie che vanno dai problemi cardiaci al diabete, più di 350 milioni di pazienti nel mondo beneficiano dei progressi ottenuti dalla biotecnologia. Lo sviluppo economico del settore è peraltro fortemente correlato alla crescita demografica, all'invecchiamento della popolazione e ai cambiamenti regolamentari che riguardano l'industria farmaceutica. Secondo l'agenzia indipendente *Economic Intelligence Unit*, mentre l'industria farmaceutica nel suo complesso dovrebbe crescere al tasso annuo del 5,3% tra il 2013 e il 2017, il segmento della biotecnologia dovrebbe vedere il suo ritmo di crescita evolvere «sovra-proporzionalmente» alla crescita demografica e all'invecchiamento delle popolazioni.

Secondo l'istituto IBIS World, il tasso medio di crescita annua del settore dovrebbe pertanto attestarsi al 9,2% tra il 2013 e il 2018. Sullo stesso periodo, il fatturato delle aziende biotecnologiche dovrebbe passare da USD 262 miliardi a USD 407 miliardi. La società di consulenza strategica McKinsey stima che il mercato della genomica di nuova generazione dovrebbe conoscere un *big bang*. Il livello del fatturato annuale potrebbe raggiungere USD 1600 miliardi entro il 2025.

Gli Stati Uniti raggruppano il 54% delle aziende biotecnologiche esistenti in tutto il mondo, la maggior parte del totale. L'Europa e l'Asia rappresentano insieme il 44%, con percentuali rispettivamente del 29% e del 15%. Questa asimmetria geografica si ritrova nelle opportunità d'investimento. Con circa USD 6,2 miliardi di nuove quotazioni in borsa negli Stati Uniti nel 2013, il settore sta vivendo un rinnovamento borsistico che non vedeva dal 2000. Tra il 31 dicembre 2008 e l'aprile 2014, la capitalizzazione dell'indice Nasdaq Biotechnology è passata da USD 277 miliardi a più di USD 570 miliardi. Questo stesso indice ha guadagnato il 243% in cinque anni, ossia una progressione annua media del 18,7%. Su questo periodo, il suo rialzo è stato due volte superiore a quello dello S&P 500.

Questo rialzo eccezionale è spiegato sia dalla grande attrazione degli investitori specializzati e istituzionali per il settore, sia da un miglioramento dei fondamentali delle società. I risultati operativi, prima degli interessi, delle tasse, degli ammortamenti e degli accantonamenti sono aumentati di due volte e mezzo in questo stesso periodo. È non è tutto. Secondo il consenso degli analisti, i profitti dovrebbero aumentare di circa il 40% nel 2014. Il fervore degli investitori per questo segmento del listino può peraltro talvolta sconfinare nella monomania, e noi ritroviamo eccessi simili a

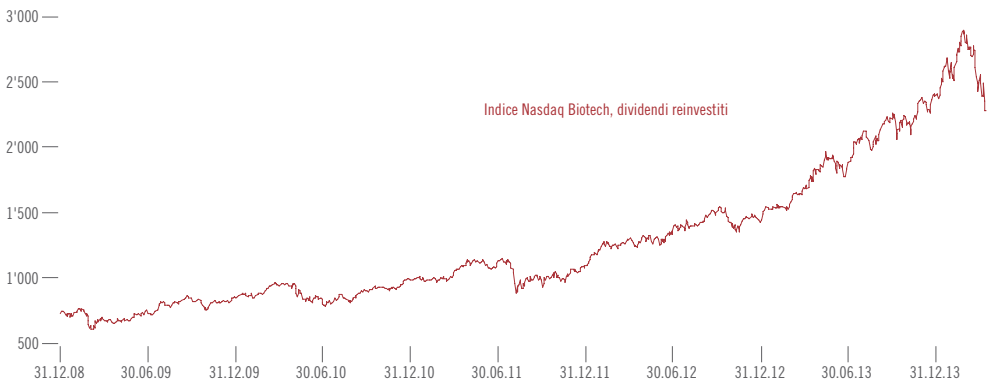
quelli della bolla di Internet. Ad esempio, la società Pharmacyclics ha visto la sua quotazione moltiplicarsi per un fattore di 116 da fine 2008, per raggiungere un rapporto prezzo/utile (P/E) di 115.

L'impennata del prezzo delle azioni segnala pertanto il rischio di una correzione importante. Quest'ultima potrebbe essere già iniziata. Ma, indipendentemente da quale sarà l'evoluzione dei corsi nei prossimi mesi, la biotecnologia vedrà il suo contributo alla crescita economica aumentare poiché i suoi campi di applicazione sono estremamente ampi. Oltre allo sviluppo dei farmaci, essa avrà un ruolo nell'agroalimentare. Le aziende specializzate sono destinate a svilupparsi. Le Google o le Amazon della biotecnologia devono ancora essere costruite. La biotecnologia continuerà quindi nei prossimi anni ad appassionare tanto l'economista quanto l'investitore. ■

---

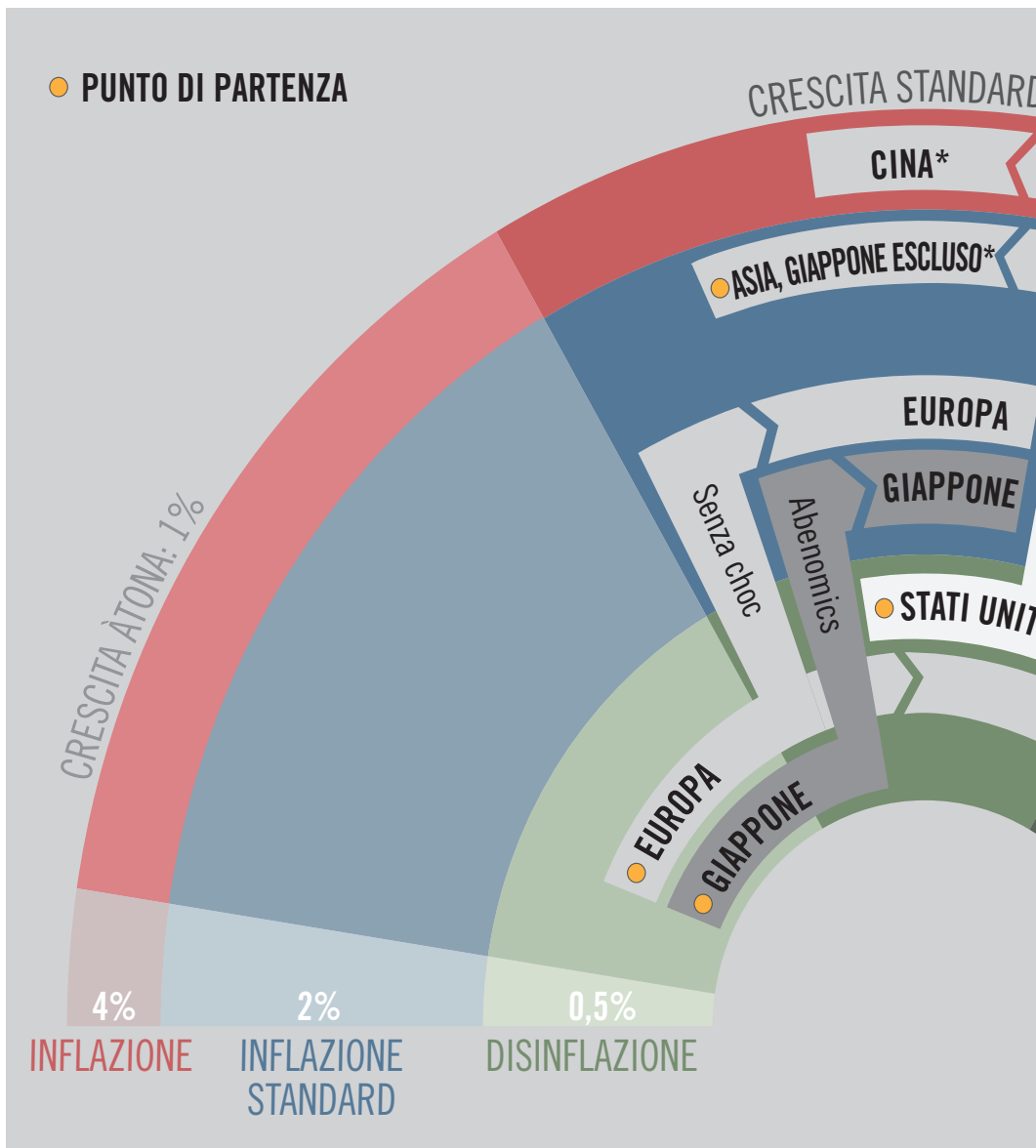
#### LA DINAMICA DEI PROFITTI DELLE SOCIETÀ BIOTECNOLOGICHE SI RIFLETTE IN BORSA

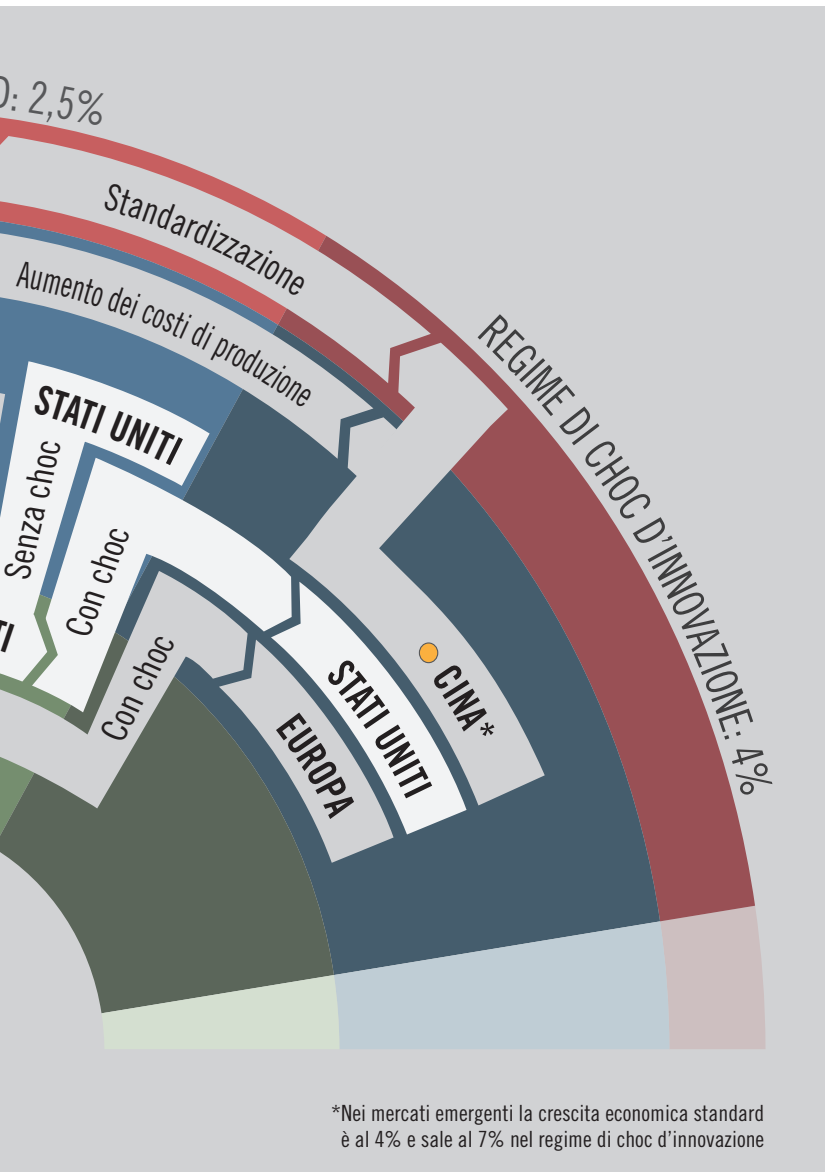
---



Fonte: Pictet WM – AA&MR, Datastream

# Inflazione e crescita in termini reali: i due fattori di rischio e gli scenari possibili





I nostri scenari in materia di cambiamento dei regimi di crescita e d'inflazione, per le tre grandi regioni economiche considerate, sono riassunti in questo diagramma, in funzione del verificarsi o meno di uno choc d'innovazione. Vi sono due dimensioni. Sulla prima viene illustrato il cambiamento di regime atteso per il nostro primo fattore di rischio, l'inflazione, e, sul secondo, il cambiamento di regime previsto per la crescita economica in termini reali.

## IV. Quadro di lavoro per il calcolo dei rendimenti attesi delle classi di attività

Per effettuare i nostri calcoli dei rendimenti delle classi di attività sui prossimi dieci anni, abbiamo sviluppato una metodologia basata su un approccio denominato «per fattore di rischio».

Questa metodologia è scaricabile all'indirizzo: <http://perspectives.pictet.com/category/publications/horizon>

Su un orizzonte temporale strategico, le nostre ricerche hanno messo in evidenza due fattori di rischio. Sono fattori di tipo fondamentale, non fattori di mercato. Essi sono la crescita del PIL in termini reali di una determinata economia e l'inflazione nell'ambito della medesima economia.

### Il modello utilizzato

Per procedere a questi calcoli, formuliamo gli scenari per il prossimo decennio dell'evoluzione dei nostri due fattori di rischio, la crescita del PIL in termini reali e l'inflazione. L'analisi riguarda tre grandi regioni economiche: Europa, Stati Uniti ed economie emergenti.

Gli scenari relativi a questi due fattori di rischio sono basati su un ragionamento per regime. Delimitiamo il quadro di lavoro per tre regimi di crescita reale e tre regimi d'inflazione (v. tabella sottoriportata). I nostri calcoli di rendimento delle classi di attività si basano pertanto sugli scenari di crescita e d'inflazione formulati per le tre regioni economiche.

### Senza choc d'innovazione: l'inflazione e la crescita vanno verso regimi standard

Per formulare gli scenari dei regimi nei quali evolvono i nostri due fattori di rischio bisogna definire un regime di partenza e un regime di arrivo per ciascuna delle tre regioni economiche. Nei nostri modelli, i regimi di partenza governano i calcoli tra il 2014 e il 2016, e i regimi di arrivo quelli tra il 2017 e il 2024.

#### CLASSIFICAZIONE DEI NOVE REGIMI ECONOMICI

	Crescita àtona $g_t = 1\%$	Crescita standard $g_t = 2,5\%$	Choc d'innovazione $g_t = 4\%$
Disinflazione $\pi = 0,5\%$	Contesto deflazionistico Europa anni 2010	Improbabile	Non realistico
Inflazione standard $\pi = 2\%$	Nuovo regime «normale» Stati Uniti anni 2000	Scenario ideale Stati Uniti anni 1990	Età d'oro Stati Uniti anni 1980
Inflazione $\pi = 4\%$	Stagflazione Stati Uniti anni 1970	Contesto inflazionistico Mercati emergenti anni 1970	Contesto di surriscaldamento Cina anni 2000

Fonte: Pictet WM - AA&MR

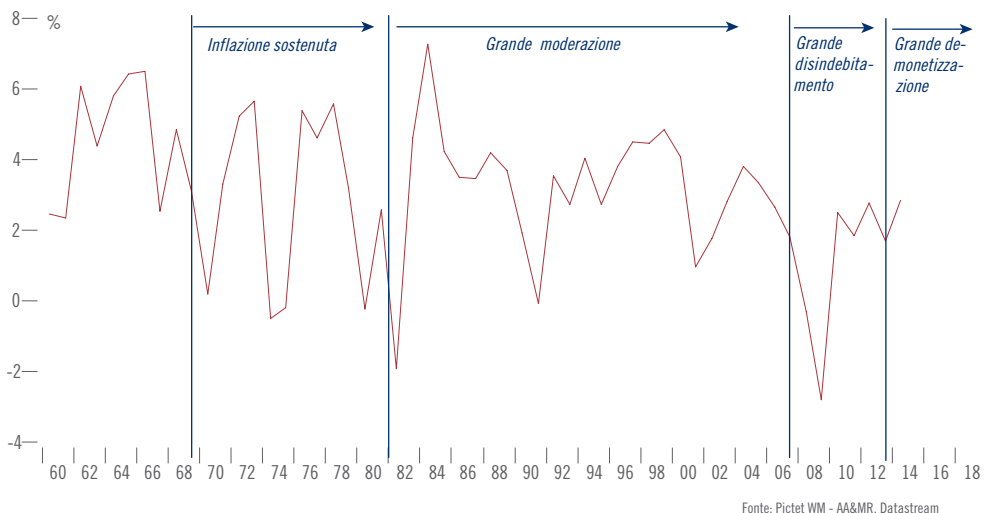
## Stati Uniti

- **Regimi di partenza:** Il processo di normalizzazione da noi evocato nel precedente numero di Orizzonte si concretizza in una ripartenza concomitante dei cicli immobiliare, del credito e dell'occupazione. Dopo un progresso medio di circa il 2% negli ultimi tre anni, la crescita economica americana si sta normalizzando, attestandosi su un livello di circa il 3%. L'inflazione resta tuttavia a livelli contenuti, intorno all'1,2%. Il regime di crescita di partenza del PIL americano corrisponde pertanto a quello che noi definiamo come standard, mentre il regime d'inflazione resta àtono.
- **Regimi finali:** inflazione e crescita standard. Negli Stati Uniti si accumulano i segnali di una crescita sempre più autoalimentata. La Federal reserve ha attuato una riduzione del suo terzo programma (QE3) di acquisto di titoli (*tapering*) - fenomeno che denominiamo «Grande de-monetizzazione» - dopo una politica monetaria senza precedenti a seguito della crisi dei *subprime* nel 2008. Secondo questo scenario, la principale economia mondiale sta andando verso regimi di arrivo di crescita e d'inflazione corrispondenti a valori che possiamo definire standard, ossia rispettivamente un tasso di crescita annua di circa il 2,5% e un tasso d'inflazione del 2%.

## Europa:

- **Regimi di partenza:** crescita debole e disinflazione. Con una crescita economica in termini reali media intorno all'1,5% negli ultimi tre anni, una previsione vicina all'1% per il 2013 e un tasso d'inflazione in decelerazione a meno dello 0,8%, classifichiamo l'economia europea in un regime di crescita àtona e in un regime di disinflazione. L'economia europea resta avvilita in una spirale inquietante che denominiamo «Grande divergenza», caratterizzata dalla traiettoria rialzista del debito pubblico e dalla traiettoria ribassista della crescita economica, che potrebbe potenzialmente portare taluni Stati a un *default*.
- **Regimi di arrivo:** inflazione e crescita standard. Anche per l'Europa la continuazione del processo di normalizzazione è il nostro scenario preferito. L'impegno della BCE a fine luglio 2012, con l'affermazione «ad ogni costo» da parte del suo presidente Mario Draghi, seguito dall'annuncio delle OMT (*Outright monetary transactions*) a inizio settembre, ha prodotto una distensione significativa e duratura dei tassi d'interesse a lungo termine dei Paesi della periferia europea. Se le pressioni deflazionistiche dovessero perdurare, nuove misure potrebbero essere attuate dalla Banca centrale europea nel corso dei prossimi

### STATI UNITI: CRESCITA DEL PIL IN TERMINI REALI (TASSO MOBILE ANNUALE)



mesi, vale a dire: un ultimo taglio del tasso di riferimento, nuove LTRO (*Long Term Financing Operations*) e acquisti di attività private. Sotto l'impulso della ripresa economica negli Stati Uniti, l'Europa dovrebbe tuttavia anch'essa ritornare a regimi di crescita e d'inflazione che definiremo «standard», ossia vicini rispettivamente al 2,5% e al 2%.

### **Economie emergenti, e Cina in particolare:**

- **Regimi di partenza:** inflazione standard e crescita forte. I regimi d'inflazione prevalenti nella maggior parte delle economie emergenti possono anch'essi essere qualificati come standard. Per contro, la liberalizzazione dello spirito imprenditoriale e lo sviluppo del capitalismo hanno creato un regime di crescita forte, soprattutto in Asia. I loro regimi di crescita corrispondono pertanto a una crescita pari a circa due volte quella di una economia sviluppata come quella degli Stati Uniti, ovvero mediamente tra il 4% e il 5% (il 6% in Asia), contro il 2,5%. È la caratteristica principale di tali economie, che denominiamo «Grande dinamica». I loro regimi d'inflazione restano, in media, vicini a quelli osservati nelle economie sviluppate.
- **Regimi di arrivo:** inflazione e crescita standard. La Cina costituisce ad un tempo un buon esempio e la locomotiva delle economie emergenti, in particolare in Asia. La sua economia si colloca in una fase di transizione: il ritmo di crescita del PIL è in fase di normalizzazione, con una stabilizzazione progressiva su regimi di crescita e d'inflazione standard, facendo passare il tasso di crescita economica annuo dal 13% in media degli ultimi 15 anni al 6% previsto per il prossimo decennio. Il regime d'inflazione potrebbe invece aumentare, a causa di un aumento del costo del lavoro, che sta andando verso il 6%.

### **Con choc d'innovazione: accelerazione della crescita per le economie sviluppate**

I regimi di arrivo per l'insieme delle tre regioni economiche verrebbero profondamente modificati dal verificarsi di uno choc d'innovazione. Per l'effettuazione dei nostri calcoli, i regimi di partenza rimangono identici a quelli soprammenzionati, mentre i regimi di arrivo assumerebbero la seguente forma:

**Stati Uniti:** inflazione controllata e crescita forte. L'illustrazione alle pagine 10 e 11 mostra l'effetto che produrrebbe uno choc d'innovazione proveniente da un settore economico come la biotecnologia sui regimi di crescita e d'inflazione dell'economia americana. Quest'ultima passerebbe progressivamente a regimi di crescita sostenuta, intorno al 4%, e d'inflazione controllata, intorno al 2%, sotto l'effetto concomitante dello choc propriamente detto e di una banca centrale attenta.

**Europa:** inflazione controllata e crescita forte. Sulla scia degli Stati Uniti, la crescita economica dovrebbe accelerare anche in Europa, per attestarsi ad un regime elevato, di circa il 4%. Grazie alla politica di contenimento dell'inflazione, o di obiettivo dei prezzi delle attività, da parte della banca centrale, il regime d'inflazione non dovrebbe discostarsi dal 2%.

**Economie emergenti, e Cina in particolare:** inflazione standard e crescita forte. La crescita economica nelle economie emergenti dovrebbe anch'essa accelerare a seguito di uno choc d'innovazione. Un regime di crescita dell'ordine dell'7% potrebbe pertanto essere verosimile. Per le stesse ragioni che nelle economie sviluppate, le pressioni inflazionistiche dovrebbero rimanere contenute. Stimiamo che l'inflazione possa rimanere in un regime standard per le economie emergenti, intorno al 4%.

I nostri calcoli dei rendimenti attesi delle classi di attività, come presentati nella prima parte di questa pubblicazione, prendono pertanto in considerazione, in modo quantificato, i regimi di crescita e d'inflazione in funzione della presenza o dell'assenza di uno choc d'innovazione. ■



## CONTESTO DEL DECENNIO

Al termine della guerra del Kippur nel **1973** tra Israele e una coalizione guidata dall'Egitto e dalla Siria, l'Opec orchestra un rialzo del prezzo del barile di petrolio, che triplica in meno di 3 mesi, passando da 3 a 10 dollari.

## LO CHOC ECONOMICO

La manovra dell'Opec induce uno choc petrolifero, determinando una situazione inedita nelle economie sviluppate: la «stagflazione», ovvero una crescita economica molto bassa e un tasso annuo d'inflazione che raggiunge il 12%.

1970

## L'ATTIVITÀ DEL DECENNIO

### Liquidità Stati Uniti

▶ **6,3%\***

Le elevate performance della liquidità negli Stati Uniti sono determinate da tassi d'interesse che balzano dal 5% all'inizio del decennio al 14% all'inizio di quello successivo.

L'elezione di Ronald Reagan alla presidenza americana nel **1981** porta all'attuazione di una nuova politica fiscale, comprendente numerose riduzioni delle imposte, e di una nuova politica monetaria molto restrittiva, tesa al contenimento dell'inflazione.

La *supply side economics* di Ronald Reagan, coniugata alla politica monetaria di contenimento dell'inflazione di Paul Volcker, permette di rilanciare la crescita economica americana a un ritmo vicino al 3,5% come media annua e di ridurre l'inflazione a un livello di circa il 2% alla fine del decennio. Ciò determina un apprezzamento delle azioni statunitensi, che si propaga ai listini azionari europei.

1980

### Azioni europee

▶ **22,7%\***

Il progressivo ribasso dei livelli dei tassi d'interesse produce livelli di rendimenti senza precedenti per le azioni.

L'invenzione di Internet nel **1990** coincide con l'apparizione di una miriade di nuove tecnologie nel corso del decennio, posizionando l'innovazione e gli investimenti come i motori della crescita economica.

Grazie agli investimenti e ai consumi collegati alle nuove tecnologie, i tassi di crescita economica reale negli Stati Uniti e in Europa progrediscono in modo sostenuto, a livelli medi rispettivamente superiori al 3% e al 2%. Le politiche monetarie permettono inoltre di contenere l'inflazione intorno al 2%.

1990

### Azioni statunitensi

▶ **18,2%\***

Il rialzo dei mercati azionari americani ed europei riflette le previsioni di una crescita molto elevata degli utili.

Lo scoppio della bolla di Internet nel **2000**, gli attentati dell'11 settembre **2001** a New York e la crisi dei subprime nel **2007-2008** pongono fine a un periodo di bassa volatilità delle variabili economiche (come l'inflazione o la crescita economica in termini reali) e segnano l'inizio di una crisi sistemica del debito sovrano dei paesi periferici europei.

Negli Stati Uniti e in Europa nel decennio si verificano due choc: 1. lo scoppio della bolla immobiliare americana e la successiva crisi mondiale, segnata tra l'altro dal fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008, e 2. la necessità di attuare piani di salvataggio per gli Stati europei non più in grado di finanziarsi sui mercati dei capitali.

2000

### Titoli di Stato tedeschi decennali

▶ **10,3%\***

Le politiche monetarie e le misure non convenzionali provocano un rialzo sostenuto dei mercati dei titoli di Stato.

Dopo le crisi a ripetizione del decennio 2000, la crescita della principale economia mondiale si sta attestando ad un livello del 3%. Uno choc d'innovazione potrebbe spingerla verso un regime superiore.

Il decennio è caratterizzato da tre categorie di choc potenziali: 1. choc **tecnologici**, 2. choc **regolamentari**, e 3. choc **cognitivi** (pagina 8)

2010

### Azioni Paesi sviluppati

▶ **7,8%\***

Il rendimento atteso delle azioni delle economie sviluppate ci sembra il più attraente, tenuto conto dei rischi presentati dalle economie emergenti.

\* rendimento decennale nominale annualizzato (proiettato sul periodo 2014-2024) in moneta locale, cedole e dividendi reinvestiti

**Autori:** Christophe Donay

**Responsabile editoriale:** Wilhelm Sissener

**Concetto e consulenza editoriale:** Kalina Moore, Production Multimédia Pictet

**Traduzione:** Mario Clapis

**Disclaimer** | Il presente documento non è destinato alle persone aventi cittadinanza, residenza o domicilio o alle entità registrate in un Paese o una giurisdizione in cui la sua distribuzione, pubblicazione, messa a disposizione o utilizzo sono in contrasto con norme di legge o regolamentari in vigore.

Le informazioni e i dati contenuti nel presente documento sono comunicati a titolo puramente informativo, non impegnano la responsabilità del Gruppo Pictet e non costituiscono in nessun caso una offerta o una sollecitazione per l'acquisto, la vendita o la sottoscrizione di titoli o di qualsiasi altro strumento finanziario.

Inoltre, le informazioni, le opinioni e le stime qui contenute sono il frutto di un apprezzamento alla data della pubblicazione iniziale e sono suscettibili di cambiamento, senza preavviso. Il valore e il reddito dei titoli o degli strumenti finanziari menzionati nel presente documento sono basati su corsi ottenuti dalle fonti d'informazioni finanziarie d'uso e possono subire fluttuazioni. Il valore borsistico può cambiare in funzione di cambiamenti di ordine economico, finanziario o politico, della vita residua, delle condizioni di mercato, della volatilità e della solvibilità dell'emittente o dell'emittente di riferimento. I tassi di cambio possono inoltre influire positivamente o negativamente sul valore, sul prezzo o sul reddito dei titoli o degli investimenti ad essi relativi menzionati nel presente documento.

I rendimenti del passato non devono essere considerati come una indicazione o una garanzia delle performance future, e le persone destinatarie del presente documento sono interamente responsabili dei loro eventuali investimenti. Non viene fornita alcuna garanzia esplicita o implicita in merito alle performance future.

Il contenuto del presente documento è confidenziale e può essere letto e/o utilizzato solo dalla persona cui è indirizzato. Il Gruppo Pictet non è responsabile dell'utilizzo, della trasmissione o dell'elaborazione dei dati contenuti nel presente documento. Di conseguenza, qualsiasi forma di riproduzione, copia, divulgazione, modifica e/o pubblicazione del contenuto è sotto la responsabilità esclusiva del destinatario del documento, a completo scarico del Gruppo Pictet. Il destinatario di questo documento si impegna a rispettare le norme di legge e regolamentari applicabili nelle giurisdizioni in cui potrebbe essere portato a utilizzare i dati riprodotti in questo documento.

Il presente documento è emesso dal Gruppo Pictet. La presente pubblicazione e il suo contenuto possono essere citati, a condizione che venga indicata la fonte. Tutti i diritti riservati. Copyright 2014.



