
Prospettive

Eccessivo autocompiacimento degli investitori — *pagina 3*

Una pausa dei mercati — *pagine 4-5*

L'eurozona raggiunge un punto di massimo — *pagine 5-6*

Investment Strategy Highlights — *pagina 9*

Non siamo di fronte a un'altra bolla tecnologica — *pagine 10-11*

L'impennata dell'M&A — *pagine 11-14*

Un periodo interessante per il settore bancario — *pagine 14-16*

La Svizzera sopravvive al Frankenshock — *pagine 17-19*

I pericoli e le promesse dei *quant* — *pagine 21-22*



Rialzo o ribasso?

Dopo forti guadagni, le attività rischiose hanno perso slancio per le valutazioni elevate e il persistere dei rischi. Un minore autocompiacimento e ulteriori nuovi catalizzatori saranno necessari per assicurare la salute dei mercati finanziari.

INDICATORI ECONOMICI E PREVISIONI

CRESCITA DEL PIL IN TERMINI REALI (%)

	2014	2015	2016	2017E		2018E	
				PWM - AA&MR*	Previsioni di consenso Bloomberg	PWM - AA&MR*	Previsioni di consenso Bloomberg
STATI UNITI	2.4	2.6	1.6	2.0	2.2	2.3	2.3
EUROZONA	1.3	1.9	1.7	1.9	1.8	1.6	1.6
Germania	1.6	1.5	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6
Francia	1.0	1.0	1.1	1.5	1.4	1.5	1.5
Italia	0.2	0.7	1.0	1.1	1.1	0.9	1.0
Spagna	1.4	3.2	3.2	2.8	2.8	2.2	2.2
SVIZZERA	2.0	0.8	1.3	1.4	1.4	1.7	1.7
REGNO UNITO	3.1	2.2	2.0	1.5	1.6	1.0	1.3
GIAPPONE	-0.1	0.6	1.0	1.3	1.3	1.0	1.0
CINA	7.3	6.9	6.7	6.5	6.6	6.2	6.3
BRASILE	0.1	-3.9	-3.6	1.0	0.5	1.7	2.1
RUSSIA	0.7	-2.8	-0.2	1.1	1.2	1.4	1.5

INFLAZIONE (%)

	2014	2015	2016	2017E		2018E	
				PWM - AA&MR*	Previsioni di consenso Bloomberg	PWM - AA&MR*	Previsioni di consenso Bloomberg
STATI UNITI	1.6	0.1	1.3	2.1	2.3	2.3	2.2
EUROZONA	0.4	0.0	0.2	1.6	1.6	1.3	1.5
Germania	0.8	0.1	0.4	1.7	1.7	1.6	1.6
Francia	0.6	0.1	0.3	1.4	1.3	1.3	1.3
Italia	0.2	0.1	-0.1	1.3	1.4	1.1	1.3
Spagna	-0.2	-0.6	-0.3	2.0	2.1	1.4	1.5
SVIZZERA	0.0	-1.1	-0.4	0.5	0.5	1.0	0.6
REGNO UNITO	1.5	0.0	0.8	2.8	2.7	2.3	2.6
GIAPPONE	2.7	0.8	-0.3	0.3	0.6	0.5	0.8
CINA	2.0	1.4	2.0	1.8	2.0	2.3	2.2
BRASILE	6.3	9.0	8.7	4.8	3.8	5.0	4.4
RUSSIA	7.8	15.6	7.1	4.9	4.3	4.8	4.1

* Pictet Wealth Management - Asset Allocation & Macro Research. Dati compilati il 30 giugno 2017.

ECCESSIVO AUTOCOMPIACIMENTO DEGLI INVESTITORI



CÉSAR PÉREZ RUIZ

Chief Investment Officer
Pictet Wealth Management

«In uno scenario di rischio tutt'altro che trascurabile, sembra esservi un eccessivo autocompiacimento negli investitori»

Negli ultimi due mesi non sono mancate le notizie in grado potenzialmente di spaventare i mercati. Sul fronte politico, ricordiamo le crescenti difficoltà del presidente americano Donald Trump per i presunti contatti con la Russia, lo scioccante risultato delle elezioni generali britanniche e lo scandalo di corruzione riguardo al presidente brasiliano Michel Temer. Anche il rischio geopolitico è rimasto elevato a livello globale; un esempio è stata la decisione dell'Arabia Saudita e dei suoi alleati di imporre un blocco di fatto al Qatar per la sua politica estera.

Infine, la Fed, dopo avere alzato i tassi d'interesse come previsto a marzo e giugno, ha anche indicato che il processo di riduzione delle dimensioni del suo bilancio - che erano aumentate considerevolmente per effetto dei suoi programmi di QE - forse inizierà prima del previsto, probabilmente nell'ultimo trimestre del 2017. L'impatto di tutto questo è una grande incognita per i mercati. Prima d'ora le banche centrali non avevano mai dovuto ritirare volumi di liquidità di questa entità.

Nonostante questi rischi, i mercati azionari continuano nel complesso a mostrare un buon andamento, anche se i listini statunitensi hanno perso slancio, consentendo alle azioni europee di chiudere il gap di performance. Le valutazioni rimangono però tirate su entrambe le sponde dell'Atlantico, a oltre 17x il rapporto prezzo/utile atteso a 12 mesi per lo S&P 500 e a 15,3x per lo Stoxx Europe 600, molto al di sopra delle medie a lungo termine.

Questo riflette le buone prospettive per la redditività delle imprese, con una crescita degli utili per l'intero anno che viene stimata a due cifre, e i dati economici incoraggianti con la ripresa economica globale che si ritiene destinata a continuare. Una impennata dell'M&A, soprattutto in Europa, da noi già evidenziata come uno dei temi salienti di quest'anno, è un segnale del miglioramento della fiducia delle imprese.

Eppure, in uno scenario di rischio tutt'altro che trascurabile, sembra esservi un eccessivo autocompiacimento negli investitori. I tassi dei titoli di Stato rifugio sono scesi e la volatilità appare troppo bassa sia sui mercati azionari che su quelli obbligazionari (ad esempio il VIX oscilla intorno a quota 10). Le massicce vendite di azioni tecnologiche a metà giugno hanno riportato alla mente dovrebbe potrebbe arrivare la volatilità con l'aumento delle preoccupazioni in merito alle valutazioni delle cosiddette FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google).

A inizio giugno abbiamo ritenuto che fosse il caso di approfittare della bassa volatilità per qualche presa di profitto. Abbiamo ridotto la nostra sovrapponderazione delle azioni dei mercati sviluppati e venduto gran parte della nostra allocazione nell'*high yield* in USD, particolarmente esposta a un aumento della volatilità: gli spread sono molto bassi e non ci sembra che scontino appieno il rischio di default. Le obbligazioni *high yield* in euro offrono a nostro avviso un profilo di rischio/rendimento migliore e il fatto che la BCE sia in ritardo rispetto alla Fed nel ciclo di politica economica giustifica l'assunzione di un maggior rischio nei conti in euro. Il ricavato è stato investito nelle obbligazioni societarie a breve termine o nelle *aggregate bond* (un mix di obbligazioni societarie e titoli di Stato), o nella liquidità in USD.

Riteniamo che sia importante rimanere investiti. Finora quest'anno i rendimenti sono stati buoni e noi restiamo positivi circa le prospettive delle attività rischiose. Con questo eccesso di autocompiacimento, sembra prudente monetizzare parte dei guadagni e acquistare protezione in vista dell'estate.



CHRISTOPHE DONAY

Chief Strategist,
Head of Asset Allocation &
Macroeconomic Research
Pictet Wealth Management

OPINIONE SUI MERCATI

Una pausa dei mercati

Dopo questo rallentamento per prendere fiato, i mercati potrebbero tornare a correre entro fine anno. Ma un migliore coordinamento di politica economica per mettere l'economia globale su un percorso più equilibrato manca ancora.

favorevoli saranno sostenibili. Sotto questo aspetto, il quadro è piuttosto confuso, in assenza di iniziative coordinate di politica economica per sostenere la recente ripresa economica. Siamo però lontani da iniziative di questo tipo. Guardando in Europa, in Asia e nelle Americhe, vediamo politiche economiche non coordinate e non collaborative. Il movimento rialzista apparentemente sincronizzato della crescita globale cui stiamo attualmente assistendo può rivelar-

“I mercati azionari hanno ancora un potenziale di notevoli guadagni”

si una circostanza fortuita temporanea in mancanza di un supporto di politica economica solido e sostenibile. Per mettere le economie su un percorso più equilibrato è necessario un maggiore slancio di politica economica. Per il momento, non vediamo però giustificazioni razionali per rivedere al rialzo lo scenario delineato a

gennaio circa l'inflazione e la crescita del PIL per quest'anno e per il 2018.

Cosa significa tutto questo per i mercati, in particolare quelli azionari? Riteniamo che la mancanza di slancio della politica economica potrebbe essere indicativa di un prolungamento dell'attuale pausa dei mercati azionari fino all'apparire di nuovi catalizzatori. Questa pausa è già visibile dalla perdita di slancio dei mercati statunitensi. Il rialzo annualizzato di oltre il 50% dello S&P 500 registrato nelle prime settimane di quest'anno è sceso al 5% tra marzo e fine giugno, e le valutazioni elevate hanno iniziato a essere messe alla prova (come testimonia la breve ma brusca flessione delle azioni tecnologiche a inizio giugno). Lo stesso fenomeno è rilevabile in Europa da maggio poiché la spinta della diminuzione del populismo politico si è ormai esaurita e i mercati hanno iniziato a scontare la normalizzazione della politica economica da parte della BCE.

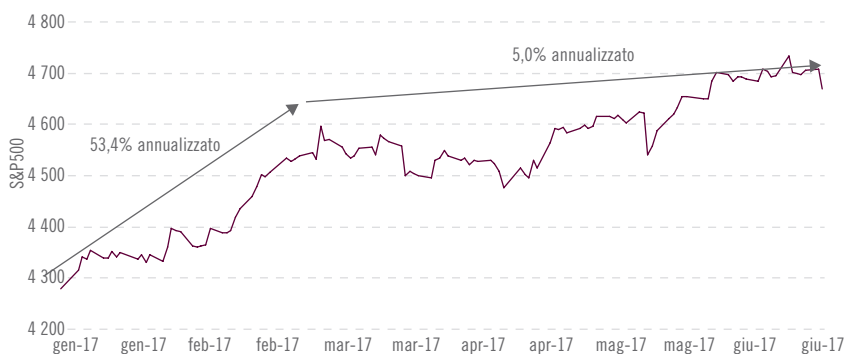
Comunque, non siamo necessariamente pessimisti sulle prospettive per le azioni. Le valutazioni rimangono al di sopra delle medie a lungo termine, ma sono giustificate dalla crescita degli utili, che potrebbe continuare anche l'anno prossimo. Attualmente prevediamo una crescita degli utili societari dell'ordine del 10%-12% negli Stati Uniti e in Europa, per cui vi è ancora un potenziale per un apprezzamento a due cifre su entrambe le sponde dell'Atlantico.

I mercati però non inizieranno a scontare le loro stime sulle crescita degli utili prima della fine di quest'anno. Fino ad allora, le attività rischiose potrebbero continuare a rimanere in stallo. Pur continuando a prevedere che l'amministrazione Trump introdurrà qualche forma di taglio di imposte o di pacchetto di spesa, azioni concrete

Giunti a metà 2017, lo scenario principale da noi delineato all'inizio dell'anno di una moderata ripresa della crescita globale e di inflazione contenuta rimane sostanzialmente valido. Le prospettive a breve termine per la crescita negli Stati Uniti e in Europa per il resto dell'anno sono molto buone e il miglioramento dell'occupazione potrebbe portare a un aumento dell'inflazione. Gli indicatori anticipatori puntano nella direzione giusta. L'economia mondiale sembra in generale essere in un ciclo rialzista sincronizzato.

La domanda per i mercati globali ora è se queste condizioni

PERDITA DI SLANCIO DELLO S&P 500 NEL CORSO DELL'ANNO



Dati al 3 luglio 2017
Fonte: PWM - AA&MR, Factset

si vedranno solo nelle ultime settimane di quest'anno. Nel contempo, è difficile pensare cosa potrebbe imprimere un deciso rialzo dei mercati.

La resilienza della crescita, e in particolare il miglioramento dei mercati del lavoro negli Stati Uniti e in

Europa, ci porta a credere che il cosiddetto «reflation trade», basato su un ritorno dell'inflazione e dell'espansione economica, non sia terminato, nonostante il crescente scetticismo tra i partecipanti del mercato. I mercati nei prossimi mesi potreb-

bero comunque rimanere alla ricerca di una direzione, in attesa di nuovi catalizzatori. ■



FREDERIK DUCROZET

Senior Europe Economist
Pictet Wealth Management

ECONOMIA DELL'EUROZONA

Più di così è difficile ipotizzare

I dati molto positivi hanno portato Pictet Wealth Management a rivedere al rialzo la sua previsione sulla crescita dell'eurozona, ma verso fine anno è ipotizzabile un rallentamento.

Landamento dell'economia migliore del previsto e alcuni aggiornamenti statistici ci hanno portati a rivedere al rialzo le nostre previsioni sulla crescita del PIL dell'eurozona. Anche se il nostro scenario principale rimane di una crescita robusta e superiore al potenziale e di pressioni inflazionistiche contenute, non abbiamo apportato cambiamenti importanti alle nostre previsioni per il 2° semestre 2017 e oltre.

Dopo il rilascio dei conti nazionali dettagliati del 1° trimestre, con una revisione della crescita allo 0,6% tri-

mestrale su trimestre nel 1° trimestre (rispetto alla precedente stima dello 0,5%), abbiamo confrontato con il mercato le nostre previsioni, tenendo conto anche delle notevoli revisioni dei dati del passato. Il significativo miglioramento delle stime in paesi come Francia, Italia, Austria, Irlanda, Finlandia e Grecia spingono automaticamente le nostre previsioni di crescita annua al rialzo, senza farci modificare il profilo di espansione del PIL europeo.

Ora prevediamo una crescita del PIL in termini reali dell'eurozona

VARIAZIONI NELLE PREVISIONI DI PICTET WEALTH MANAGEMENT SULLA CRESCITA E L'INFLAZIONE IN EUROPA PER IL 2017 E IL 2018

	Crescita del PIL in termini reali					Inflazione complessiva				
	2016	2017	2017 (Previsione gennaio 2017)	2018	2018 (Previsione gennaio 2017)	2016	2017	2017 (Previsione gennaio 2017)	2018	2018 (Previsione gennaio 2017)
EUROZONA	1.7%	1.9%	1.5% ↑	1.6%	1.5%	0.2%	1.6%	1.5%	1.3%	1.5% ↓
Germania	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	0.4%	1.7%	1.6%	1.6%	1.8%
Francia	1.1%	1.5%	1.2%	1.5%	1.3%	0.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
Italia	1.0%	1.1%	0.7%	0.9%	0.9%	-0.1%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%
Spagna	3.2%	2.8%	2.4%	2.2%	2.2%	-0.3%	2.0%	1.9%	1.4%	1.7%
REGNO UNITO	2.0%	1.5%	1.1% ↑	1.0%	1.2% ↓	0.8%	2.8%	3.0% ↓	2.3%	1.5% ↑
SVIZZERA	1.3%	1.4%	1.4%	1.7%	1.7%	-0.4%	0.5%	0.4%	1.0%	0.9%

Fonte: Pictet WM-AA&MR, 29 giugno 2017.

1,9%

La nostra previsione sulla crescita dell'eurozona nel 2017

dell'1,9% in media quest'anno, dopo l'1,7% nel 2016 e l'1,9% nel 2015, con alcuni rischi di miglioramento residui. All'incirca, più della metà del miglioramento delle nostre previsioni è dovuta a revisioni dei dati passati mentre il resto è attribuibile alle aspettative e ai dati sull'attività più robusti del previsto nel 1° semestre 2017. Automaticamente, a parità delle altre variabili nella seconda metà di quest'anno, la nostra previsione per la crescita annuale del PIL nel 2018 sale all'1,6% dal precedente 1,5%. Nonostante il miglioramento in Francia e un rallentamento dell'attività in Spagna, non prevediamo grandi cambiamenti nelle classifiche di crescita dei paesi (v. grafico).

Complessivamente, le nuove informazioni pubblicate negli ultimi sei mesi indicano che gran parte della convergenza tra dati «soft» e «hard» è stata determinata dalle revisioni al rialzo di questi ultimi. Le indicazioni dei dati dei sondaggi del 2° trimestre continuano a essere più positive degli ultimi hard data sulla crescita disponibili. Il più recente PMI composito è ora coerente con una crescita del PIL dell'eurozona dello 0,7% trimestre su trimestre nel 2° trimestre.

Vediamo una continuazione di un robusto quadro domestico nel 2° semestre, grazie alla discesa della disoccupazione, all'aumento del credito bancario e alla spesa per investimenti (comprese le costruzioni). A breve termine, il calo dei prezzi dell'energia dovrebbe sostenere il potere d'acquisto delle famiglie più a lungo di quanto inizialmente previsto. I dati sul PIL del 1° trimestre hanno rivelato che la domanda interna è rimasta il principale fattore di crescita nell'eurozona. La Spagna e la Germania hanno continuato a sovraperformare a livello regionale, mentre i paesi in basso nella classifica stanno recuperando, soprattutto la Francia.

MODERATO RALLENTAMENTO IN VISTA

Con questo non si può dire che tutte le difficoltà siano scomparse. Continuiamo a prevedere un moderato rallentamento del ritmo dell'espansione economica, non fosse altro perché riteniamo che tassi di crescita superiori al 2% siano difficilmente sostenibili nell'eurozona. L'incertezza politica

non è venuta meno dopo le elezioni francesi. L'Italia rimane l'unico elefante nella stanza europea, con elezioni politiche che potrebbero tenersi nella primavera dell'anno prossimo. Il recente apprezzamento dell'euro *trade weighted* probabilmente peserà sulle prospettive per le esportazioni dell'eurozona e per l'inflazione. L'impatto della Brexit sul resto del Continente è stato molto debole, contribuendo alla resilienza delle aspettative complessive delle imprese nello scorso anno.

Complessivamente, prevediamo che la crescita del PIL dell'eurozona rallenterà ma che per il prevedibile futuro rimarrà largamente al sopra del potenziale, intorno all'1,75% in termini annualizzati. Questo implica un graduale e progressivo restringimento dell'output gap (il divario tra prodotto effettivo e potenziale), destinato probabilmente a chiudersi entro il 2019. Continuiamo a prevedere solo un aumento molto graduale dell'inflazione di base nello stesso arco temporale, intorno all'1,5% nel 2019, ma non molto di più, con l'isteresi (ovvero l'impatto ritardato della elevata disoccupazione) che continua a limitare verso l'alto i forti rimbalzi della crescita dei salari.

Gli importanti rischi di rialzo da noi precedentemente evidenziati non si sono ancora materializzati. Dopo l'elezione di Emmanuel Macron, sembra in effetti essere ritornato un certo desiderio di nuove iniziative per incrementare l'integrazione europea, a partire da una maggiore cooperazione nella difesa, ma potrebbero servire diversi anni (se non molto di più) prima che la «grande alleanza» tra Francia e Germania produca qualche risultato. ■



JEAN-PIERRE DURANTE

Head of Applied Research
Pictet Wealth Management

PREZZO DEL PETROLIO

Blowin' in the wind

Il prezzo del petrolio recentemente è sceso, spegnendo le speranze dei produttori tradizionali. L'analisi di Pictet vede scarso spazio per un deciso movimento delle quotazioni nel breve periodo.

A fine giugno il prezzo del greggio aveva perso il 20% rispetto ai massimi raggiunti a inizio gennaio, con la discesa dei prezzi che è accelerata dopo l'accordo di maggio da parte dell'OPEC e di altri grandi produttori di petrolio come la Russia di prorogare l'accordo per il contenimento della produzione.

Il calo dei prezzi può essere attribuito a diversi fattori, compreso lo scetticismo sull'effettivo rispet-

to dell'accordo sulla produzione, l'aumento dell'estrazione in paesi fuori da tale accordo, come la Libia e la Nigeria, una ripresa maggiore del previsto della produzione di petrolio di scisto statunitense, le scorte troppo abbondanti e la pura e semplice speculazione di mercato.

Il risultato è che a fine giugno il prezzo del petrolio era leggermente più basso della nostra stima per il prezzo di equilibrio (v. riquadro),

GRAFICO 1: PREZZI DEL PETROLIO WTI E BRENT

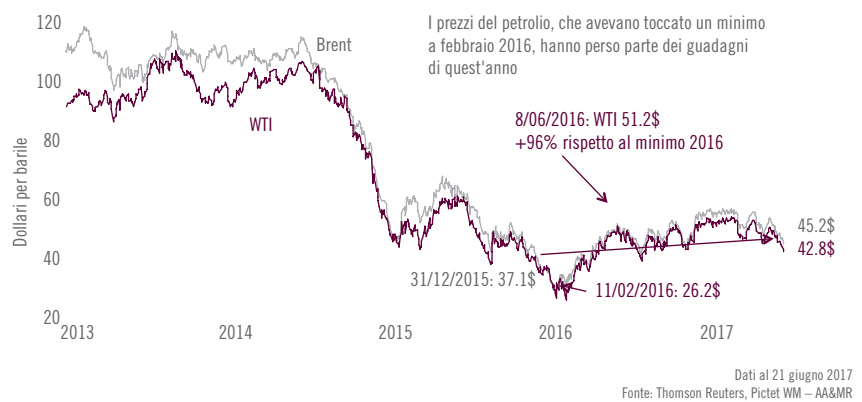
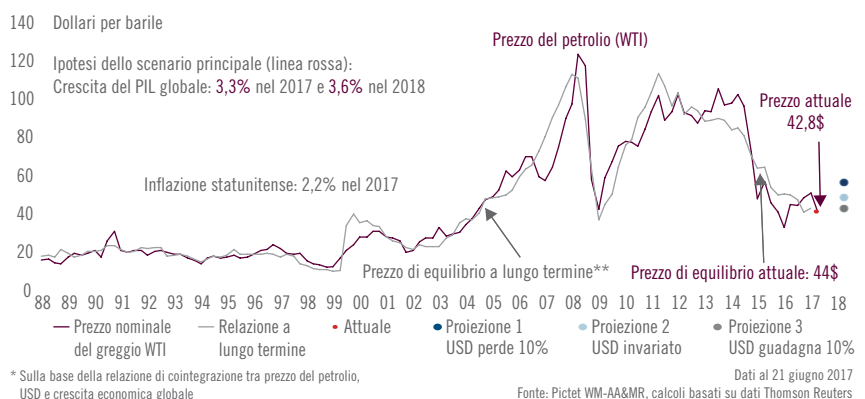


GRAFICO 2: PREZZO DI EQUILIBRIO DEL PETROLIO WTI



mentre a inizio anno ritenevamo che i mercati fossero divenuti troppo ottimisti circa il potenziale per le quotazioni del greggio. La nostra analisi mostra che i prezzi a pronti dovrebbero rimanere vicini ai 50 dollari per barile, molto al di sotto di alcune previsioni dell'inizio di quest'anno secondo cui il prezzo avrebbe superato il tetto di 60 dollari nel 2017.

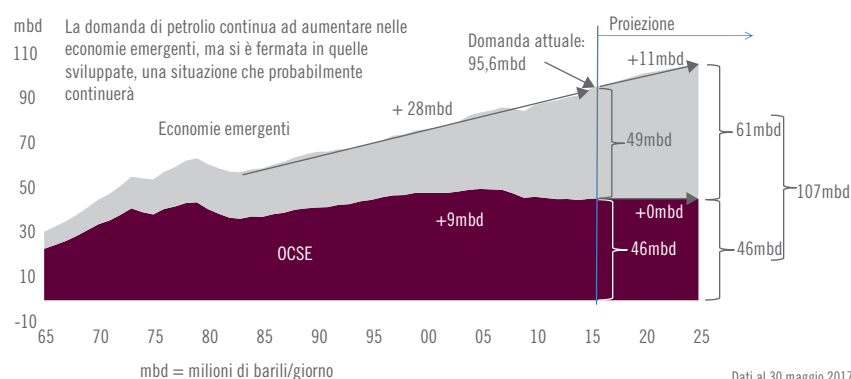
CHOC TECNOLOGICI

Due choc tecnologici aiutano a spiegare i motivi per cui il mercato del petrolio ha faticato a trovare un equilibrio tra domanda e offerta. Primo, la tecnologia ha consentito una transizione molto più rapida del previsto verso l'energia alternativa, con il risultato che la domanda di petrolio nel mondo sviluppato è molto debole e si prevede rimarrà tale. Secondo, i produttori di petrolio di scisto sono riusciti a ridurre significativamente i costi di produzione, al punto che il prezzo di breakeven per il petrolio di scisto è di appena 35 dollari per barile, rispetto a circa 80 dollari nel 2014.

Al 22 giugno, il petrolio WTI trattava a 42,8 dollari, al di sotto, ma abbastanza vicino, al nostro calcolo del prezzo di equilibrio di 43,6 dollari. La nostra analisi indica anche che, a meno di uno choc geopolitico, ora vi è una scarsa possibilità di movimenti significativi dei prezzi sia al rialzo che al ribasso.

Sulla base del nostro scenario principale di una crescita globale del 3,3% nel 2017 e del 3,6% nel 2018, e ipotizzando che il dollaro USA *trade weighted* in termini reali rimanga stabile e non si verifichino choc imprevedibili, il prezzo di equilibrio del petrolio potrebbe salire a circa 51 dollari nei prossimi 12 mesi. ■

GRAFICO 3: LA CRESCITA DELLA DOMANDA DI PETROLIO NELLE ECONOMIE SVILUPPATE SI E' FERMATA



IL NOSTRO MODELLO DEL PREZZO DEL PETROLIO

La nostra stima del prezzo di equilibrio del petrolio è basata sulla relazione a lungo termine tra prezzo del petrolio, crescita globale e dollaro USA. Negli ultimi due anni, un periodo in cui i prezzi di mercato sono scesi precipitosamente per poi tornare a aumentare, questo modello ha fornito una indicazione affidabile dei trend del prezzo del petrolio.

43,6 dollari
La nostra stima del prezzo di equilibrio del petrolio

Investment Strategy Highlights

Una panoramica del posizionamento di Pictet Wealth Management nelle classi di attività*

POSIZIONAMENTO NELLE CLASSI DI ATTIVITÀ

- › Attualmente vi è troppo autocompiacimento tra gli investitori. La volatilità è insolitamente bassa, in parte per la diminuzione della correlazione tra le classi di attività (questo è pertanto un buon momento per la gestione attiva). Ciò rimarrà vero anche se la volatilità di singoli asset dovesse aumentare (escludendo un crash).
- › In parallelo con il ritiro del supporto delle banche centrali, la volatilità potrebbe effettivamente aumentare. La crescita economica e l'espansione degli utili rimangono comunque buone.
- › Siamo ancora leggermente *long* sulle azioni, visti i fondamentali favorevoli, ma abbiamo acquistato opzioni put sullo S&P 500 come protezione contro i rischi di ribasso.

COMMODITY

- › I corsi del petrolio negli ultimi mesi sono diminuiti, avvicinandosi però alla nostra valutazione del prezzo di equilibrio (circa 44 dollari per barile). A meno che non si verifichi uno choc geopolitico, questo implica scarse possibilità di movimento dei prezzi sia verso l'alto che verso il basso.

AZIONI

- › Il rallentamento della dinamica dei mercati si è verificato più tardi in Europa rispetto agli Stati Uniti, ma il margine per ulteriore sovraperformance dell'Europa si sta riducendo.
- › Le banche centrali hanno recentemente mostrato segnali di potere divenire una fonte di volatilità anziché di stabilità per i mercati.
- › Fintanto che i mercati non inizieranno a scontare le loro stime sugli utili 2018 verso la fine di quest'anno, le azioni potrebbero prendersi una pausa e la volatilità aumentare. La volatilità offre il potenziale di maggiori opportunità tattiche.

REDDITO FISSO

- › I titoli di Stato probabilmente saliranno per effetto della normalizzazione della politica monetaria e la possibile risalita dell'inflazione. La riduzione delle dimensioni del bilancio della Fed contribuirà in minor misura all'aumento dei tassi statunitensi.
- › Le obbligazioni societarie sono divenute progressivamente più care. L'*high yield* in USD appare particolarmente esposto a un aumento della volatilità.
- › L'*high yield* in euro offre in questo momento un profilo di rischio/rendimento migliore, in particolare per il netto ritardo della BCE rispetto alla Fed nel ciclo di politica monetaria.

IL NOSTRO ATTUALE POSIZIONAMENTO NELLE CLASSI DI ATTIVITÀ**

	POSIZIONAMENTO				
	Fortemente ribassista	Ribassista	Neutrale	Rialzista	Fortemente rialzista
LIQUIDITÀ/CAMBI					
USD (contro monete mercati emergenti e G10)				██████████	
EUR (contro USD)			██████████		
CHF (contro USD)			██████████		
AZIONI MERCATI SVILUPPATI					
STATI UNITI				██████████	
EUROZONA				██████████	
EUROPA			██████████		
GIAPPONE				██████████	
AZIONI EMERGENTI					
ASIA			██████████		
AMERICA LATINA		██████████			
TITOLI DI STATO					
STATI UNITI		██████████			
PERIFERIA EURO		██████████			
PAESI CORE EURO		██████████			
MERCATI EMERGENTI IN USD			██████████		
MERCATI EMERGENTI IN MONETA LOCALE			██████████		
OBBLIGAZIONI SOCIETARIE					
HIGH YIELD STATUNITENSI		██████████			
INVESTMENT GRADE STATUNITENSI				██████████	
HIGH YIELD IN EUR			██████████		
INVESTMENT GRADE IN EUR			██████████		
MERCATI EMERGENTI IN MONETA FORTE			██████████		
ORO					
			██████████		
HEDGE FUND					
				██████████	
PRIVATE EQUITY					
				██████████	
REAL ESTATE					
				██████████	

*Al 5 luglio 2017

** Orizzonte di 3/6 mesi

INVESTIMENTI ALTERNATIVI

- › Gli hedge fund godono di un notevole alfa e di un contesto molto favorevole soprattutto per le strategie M&A.
- › Le valutazioni, la concorrenza e gli afflussi di capitali nel private equity rimangono elevati, ma vi sono ancora buone opportunità di rendimenti attraenti in nicchie regionali, settoriali o di *mid market* (le imprese di medie dimensioni).
- › Il ciclo del real estate potrebbe essere a un punto di inversione. Gli asset che hanno un flusso di ricavi in grado di tenere il passo con l'aumento dell'inflazione dovrebbero diventare particolarmente attraenti.

Questo posizionamento nelle classi di attività viene fornito esclusivamente per finalità illustrative. In generale, le asset allocation saranno diverse tra gli investitori in relazione in particolare, alle circostanze individuali, alla tolleranza per il rischio, agli obiettivi di rendimento e all'orizzonte temporale. L'asset allocation descritta in questa pubblicazione pertanto può non essere adeguata per tutti gli investitori e non deve essere utilizzata come base per una decisione d'investimento.



CHRISTOPHER SEILERN
Senior Financial Analyst
Pictet Wealth Management

AZIONI TECNOLOGICHE

Alcuni prezzi sono elevati, ma non siamo di fronte a un'altra bolla tecnologica

L'inizio di giugno è stato caratterizzato da un paio di giornate borsistiche molto difficili, con una brusca flessione dei prezzi delle azioni tecnologiche. Alcune di queste perdite sono state recuperate, ed entro fine giugno la performance del settore della tecnologia è tornata ad essere il doppio di quella del mercato nel suo complesso da inizio anno a questa parte.

AZIONI TECNOLOGICHE: I RAPPORTI PREZZO/UTILE NON SONO MOLTO DIVERSI DA QUELLI DEL MERCATO IN GENERALE



Dati al 19 giugno 2017
Fonte: Bloomberg, Pictet Equity Research

Eppure uno degli aspetti più salienti dei mercati azionari negli ultimi 12 mesi era stato l'eccellente andamento del settore tecnologico. I media di massa e gli osservatori di mercato sono in estasi per questa o quell'altra azione tecnologica, a punto tale che la parola bolla viene ora frequentemente utilizzata.

Le azioni tecnologiche hanno raggiunto livelli da bolla? E la volatilità registrata a inizio giugno è un segnale premonitore di una tempesta in arrivo? Gli investitori devono essere preoccupati? In breve, la risposta a queste tre domande è no, anche se un po' di circospezione e di prudenza sono necessarie.

Primo, apparentemente vi è del vero nel discorso sulla bolla, dato che il rapporto prezzo/utile (PE) relativo del settore rispetto al mercato è a un massimo da sette anni. Oggi questo premio è pari a 1,11x. Ma

prima giungere a conclusioni affrettate, bisogna ricordare che il range negli ultimi cinque anni è oscillato tra 1,0x e 1,10x, e quindi gli attuali livelli sono elevati ma non troppo.

Secondo, siamo molto lontani dall'esperienza del 2000. Allora, il rapporto PE della tecnologia era arrivato a superare 55x (più del doppio della media di mercato), rispetto all'attuale 18x. In altri termini, le valutazioni sono elevate rispetto alla storia recente, ma ancora molto distanti da quello che avevamo qualificato come la bolla delle «dot com» nel 2000.

18x

Il rapporto prezzo/utile del settore tecnologico statunitense

Terzo, le imprese tecnologiche oggi creano ingenti importi di cashflow, mentre la bolla delle dot com è stata caratterizzata dalla quasi totale assenza di valore fondamentale: tutti sapevano che si trattava di una bolla e la situazione sottostante era simile al gioco delle sedie musicali, non all'investimento.

Oggi è vero il contrario. La maggior parte delle imprese tecnologiche sta generando più liquidità delle imprese di alto profilo in altri settori. I 53 miliardi di USD di free cashflow di Apple nello scorso anno, ad esempio, equivalgono a quelli di tre Johnson & Johnson, quattro Nestlé, cinque ExxonMobil o cinque Roche.

Questa generazione di liquidità non è inoltre solo una caratteristica di «cash cow» ipermature. Anche alcune delle mega capitalizzazioni tecnologiche più recenti e ancora in crescita sono una macchina di liquidità.

Google (17% di quota di mercato nella spesa pubblicitaria, con crescita a un ritmo di circa il 15%) ha generato lo scorso anno USD 28 miliardi, Facebook (quota di mercato 5%, con crescita superiore al 30%) USD 12 miliardi e Amazon, con solo circa il 2% delle vendite al dettaglio negli Stati Uniti, USD 10 miliardi. La crescita degli utili di alcune delle mega capitalizzazioni nella tecnologia rimane pertanto piuttosto solida.

Ma è anche una parte del settore in cui le valutazioni stanno divenendo troppo elevate. Tesla (automobili elettriche), nVidia (schede grafiche e GPU) e Micron (chip di memoria) hanno tutte registrato incrementi dei prezzi delle loro azioni decisamente superiori alla loro crescita degli utili, o anche a quanto giustificabile dalla crescita futura. Tesla, ad esempio, non produce utili, eppure le sue azioni si sono apprezzate del 75% nei 12

mesi a fine giugno, e nVidia è in rialzo del 233%, con una crescita degli utili «solo» del 132%.

Cosa succederà a questo punto? Chiaramente, alcune delle azioni ipercomprate che presentano qualche forma di deficit della crescita sono a rischio. Per quanto riguarda le altre, molte di esse a nostro avviso cresceranno nei loro alquanto ricchi multipli. In qualche caso, ciò potrà accadere molto più rapidamente di quanto non si pensi. Alla fine, un pizzico di buon senso comune dovrebbe essere il principale ingrediente per valutare il potenziale delle azioni tecnologiche.



FRANK BIGLER

Head of Equity Investment Research
Pictet Wealth Management

M&A EUROPEO

L'Europa in recupero sugli Stati Uniti

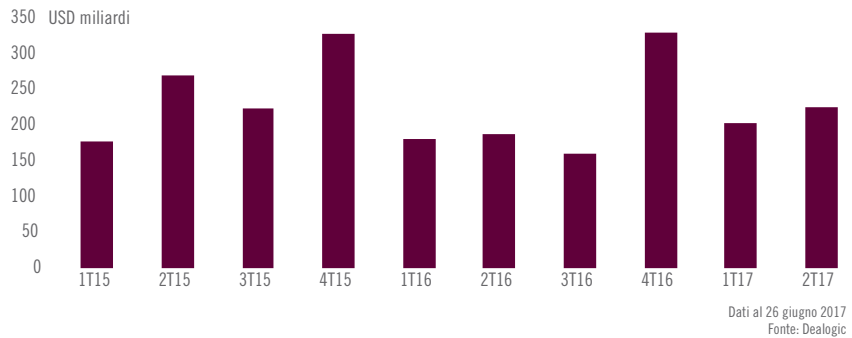
I volumi delle transazioni nel 1° semestre sono aumentati considerevolmente nel Vecchio Continente. Vi sono inoltre segnali che questo slancio potrebbe continuare.

Come riflesso delle condizioni di funding convenienti, delle valutazioni azionarie molto elevate e dell'abbondante liquidità nei bilanci, l'attività di M&A in Europa ha continuato a essere intensa nella prima metà del 2017. Gli ottimi risultati contabili del 1° trimestre e il perdurare della buona dinamica degli utili nel secondo, unitamente all'attenuazione del rischio politico, stanno ulteriormente alimentando gli «animal spirit», come dimostrato da livelli di fiducia delle imprese che non si vedevano da molto tempo in Europa. Il valore stimato delle transazioni, secondo Dealogic, a fine giugno era pari a USD 429 miliardi, in aumento del 18% rispetto allo stesso periodo

dell'anno precedente, mentre i volumi delle transazioni nello stesso periodo sono diminuiti del 19% negli Stati Uniti e del 6% in Asia.

Il 1° trimestre è iniziato molto positivamente, con l'annuncio di due grandi operazioni: il gigante della salute americano Johnson & Johnson ha acquistato la svizzera Actelion e il produttore di lenti ottiche francese Essilor International si è fuso con il produttore di occhiali italiano Luxottica. Il valore di queste due transazioni da sole è ammontato a USD 50 miliardi. La più grande transazione annunciata nel 2° trimestre è stata l'acquisto da parte di Atlantia, un operatore italiano di strade a pedaggio e di aeroporti, del grup-

VALORE DELLE FUSIONI E ACQUISIZIONI ANNUNCIATE IN EUROPA



po spagnolo Abertis Infraestructuras per un valore complessivo di USD 34 miliardi, la più importante operazione da inizio anno in Europa. Vi sono state anche numerose transazioni più piccole. Mentre alcune possono chiaramente essere considerate strategiche, con acquisizione di tecnologia o di quote di mercato, altre sono legate a considerazioni molto meno fondamentali. Il caso più evidente è stato con i gruppi cinesi, il cui attivismo nell'M&A europeo viene ritenuto da molti come il frutto di una fuga di capitali dalla Cina. Ma l'autorità di regolamentazione bancaria cinese probabilmente metterà fine a questa tendenza, disponendo che i prestatori interni controllino il rischio sistemico rappresentato dalle strategie di acquisizione delle grandi imprese.

LE CONDIZIONI CONTINUERANNO A ESSERE FAVOREVOLI

Guardando al futuro, prevediamo che la Banca centrale europea e la Federal reserve statunitense adotteranno un approccio molto prudente nel porre fine alle loro politiche monetarie accomodanti. Di conseguenza, le condizioni finanziarie rimarranno probabilmente favorevoli almeno per tutto il 2017 e nel 2018 in Europa. Nelle ultime settimane, diversi gruppi hanno emesso debito per finanziare le grandi transazioni annunciate alla fine dello scorso anno. Ad esempio, Reckitt Benckiser è andata sul mercato per rifinanziare un prestito ponte di USD 8 miliardi al fine di potere completare la sua acquisizione di Mead Johnson. L'emissione è stata accolta bene, con le condizioni finali ridotte di ben 23 pb rispetto alle indicazioni di prezzo iniziali. Il book degli ordini è stato ipersottoscritto 2,7 volte, a dimostrazione della domanda del mercato per offerte di questo

tipo. Questo contesto di bassi tassi d'interesse e la ricerca di rendimento aggiuntivo da parte degli investitori nel reddito fisso offrono alle società una opportunità unica per finanziare le transazioni in termini favorevoli.

Inoltre la liquidità nelle casse delle grandi imprese è destinata ad aumentare in parallelo con il miglioramento in corso delle condizioni economiche. Il cashflow delle società comprese nell'indice Stoxx Euro 600 dovrebbe crescere del 18% nel 2017. La spesa per investimenti non sembrerebbe espandersi in modo significativo, dato che i tassi di utilizzo non sono particolarmente elevati e vi è ancora capacità disponibile. Non sorprende pertanto la previsione di mercato di una crescita del 22% anno su anno del free cashflow rispetto al dato di USD 300 miliardi del 2016. Infine, un solido scenario economico (anche se il *momentum* della crescita dovesse diminuire leggermente nella seconda metà dell'anno come prevediamo) continuerà sicuramente a guidare gli «animal spirit» nei board delle imprese europee, facilitando l'assunzione di decisioni strategiche. Prevediamo pertanto che l'attività di M&A rimarrà sostenuta. Alla ricerca di nuovi fattori di crescita in un mercato maturo, le grandi imprese di beni di consumo appaiono particolarmente predisposte per altre transazioni. Anche i settori con liquidità abbondante come la salute e la tecnologia continueranno a essere attivi nel desiderio di trovare attività complementari alla loro offerta di prodotti. Ma anche i settori più ciclici, che sono entrati nella mischia più recentemente, potrebbero divenire sempre più attivi, come testimonia l'acquisizione di Peugeot della rivale Opel da General Motors. ■



GREGORY KUNZ

Consumer Sector Analyst
Pictet Wealth Management

M&A STATI UNITI

Una rivoluzione nelle vendite al dettaglio

Annunciata a metà giugno, la proposta di acquisizione dei supermercati premium Whole Foods avanzata da Amazon è una risposta innovativa alle mutevoli tendenze dei consumatori. Abbiamo intervistato Gregory Kunz.

Oltre a considerarla come una degli esempi di più vasta portata della convergenza tra «retailing» fisico ed «e-tailing», come interpreta la proposta di acquisizione di Whole Foods avanzata da Amazon?

Bisogna ricordare che Amazon gestisce già da 10 anni una sua affiliata dedicata alla vendita online di prodotti alimentari chiamata Amazon Fresh. Pur essendo ancora di piccole dimensioni, questa partecipata dimostra che Amazon ha un'idea su come la vendita al dettaglio online di generi alimentari potrebbe funzionare negli Stati Uniti, ancora molto indietro rispetto all'Europa e ad altri paesi sotto questo aspetto. Le vendite online di alimentari negli Stati Uniti rappresentano meno del 2% del totale, rispetto ad esempio al 17% della Corea del Sud. Grazie ai suoi database, Amazon dispone già di molte informazioni sul comportamento dei clienti e sta persino iniziando a utilizzare il machine learning per gestire le scorte di prodotti freschi. Combinata con Whole Foods, essa è ben posizionata per una efficace integrazione di una piattaforma online con un network di negozi fisici.

Fondamentalmente, la mossa di Amazon può essere vista come una risposta al modo con cui la vendita al dettaglio sta cambiando. Lo si può vedere dal costante declino dei centri commerciali negli Stati Uniti. Le persone sentono sempre meno la necessità di passare il loro prezioso tempo libero nel fare acquisti, a meno che questo non offra un qualche tipo di esperienza unica. Questa può essere procurata da una visita a un negozio di lusso per spendere molti soldi in un singolo oggetto, come ad esempio una borsa, ma non dall'acquisto di qualche maglietta a basso prezzo. Allo stesso modo, nei negozi di generi alimentari, ci si può immaginare lo sviluppo di una proposta «click and pay» per gli alimentari di base e i prodotti di uso giornaliero, mentre lo spazio fisico verrà sempre più dedicato a prodotti a margine elevato non facilmente vendibili online, come ad esempio gli alimentari freschi di alta qualità. Avendo presenti queste considerazioni, il posizionamento di Whole Foods sulla fascia altissima del mercato dei generi alimentari negli Stati Uniti (con un margine di profitto lordo di quasi il 35%) rappresenta una combinazione perfetta con la competenza nel marketing online di Amazon.

Quali altre strade è probabile che Amazon esplori con Whole Foods?

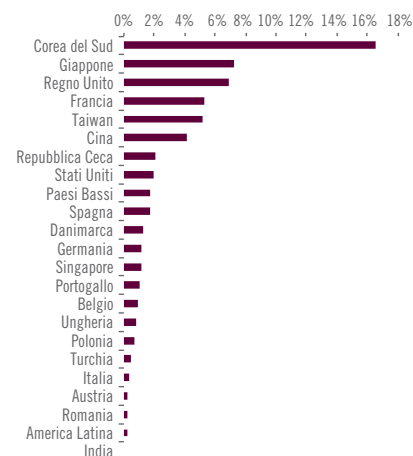
Amazon potrebbe utilizzare i supermercati di Whole Foods come centri di distribuzione, aumentando la capacità della sua attuale attività di consegna di generi alimentari, e reimmaginando il modo con cui gli spazi al dettaglio sono concepiti, con il marketing online di Amazon utilizzato per indurre i consumatori a

provarli. La combinazione offre anche la possibilità di aumentare le vendite di prodotti a proprio marchio, anch'essi meno sviluppati negli Stati Uniti rispetto all'Europa. Insieme, Amazon e Whole Foods potrebbero costruire una attività private label come proposta di qualità e progressivamente spingere fuori mercato i marchi nazionali. Potenzialmente, potremmo anche vedere aumentare le pressioni sui produttori di prodotti alimentari e bevande per adeguare la loro strategia e riuscire ad attrarre nuovi consumatori.

Cosa significa questa transazione per altri operatori nelle vendite al dettaglio?

La fusione Amazon-Whole Foods sta chiaramente mandando in fibrillazione tutti i consigli di amministrazione delle altre imprese di vendite al detta-

PENETRAZIONE DELLE VENDITE AL DETTAGLIO ONLINE DI ALIMENTARI



Dati al 31 dicembre 2016
Fonte: Kantar, Statista, JP Morgan

glio. Alcuni retailer sono ora costretti a spingere seriamente verso le vendite online e a pensare ad un uso ottimizzato delle loro reti. In altre parole, pensiamo che aprire un numero sempre maggiore di negozi fisici per raggiungere meglio i clienti sia un concetto del passato e che avere una solida proposta multicanale abbia ora una importanza cruciale. L'operazione Amazon-Whole Foods dovrebbe anche accelerare il consolidamento tra i venditori di generi alimentari al dettaglio. Gli enormi investimenti nella rivoluzione al dettaglio potrebbero non essere alla portata di alcuni dei player più deboli, che potrebbero semplicemente avere i giorni

contati. Nonostante i margini risicati, la vendita al dettaglio di generi alimentari genera abbondante liquidità. Le società del settore che hanno privilegiato la distribuzione di dividendi a scapito degli investimenti in beni capitali potrebbero però trovarsi vicine a un punto di non ritorno dopo l'iniziativa di Amazon.

Alcuni retailer di generi alimentari, specialmente negli Stati Uniti, beneficerebbero inoltre di queste proposte di valore innovative. Ma i «perturbatori» digitali come Amazon non saranno gli unici catalizzatori. Non bisogna dimenticare che le catene di hard discount stanno mettendo sempre più sotto pressione i player

esistenti e che Lidl ha appena aperto il suo primo supermercato negli Stati Uniti a giugno. Lidl e altri retailer discount potrebbero costringere i player statunitensi esistenti ad adeguare la loro offerta di conseguenza, mediante un pricing ancora più competitivo e, potenzialmente, maggiore attenzione sulla qualità. ■



YANN GOFFINET

Senior Financial Analyst
Pictet Wealth Management

SETTORE BANCARIO

In ripresa e pronte per nuove sfide

I rapporti sulla fine del sistema bancario sono stati in gran parte esagerati, vista la ripresa delle banche europee e le prospettive positive a breve termine negli Stati Uniti, mentre forse è la Cina a presentare importanti rischi di credito. Ne abbiamo parlato con Yann Goffinet in una recente intervista.

Come giudica la situazione del settore bancario americano dopo la sua recente visita negli Stati Uniti?

Dopo qualche mese di sovraperformance in concomitanza con l'elezione di Donald Trump lo scorso novembre, la performance delle banche statunitensi è stata deludente da inizio anno. Questo nonostante il fatto che il rialzo dei tassi d'interesse (due aumenti della Fed fino a questo punto dell'anno, con un altro in previsione) sta aiutando il margine netto da interessi delle banche, dato che circa due terzi dei prestiti delle banche sono prezzati sopra il Libor, che aumenta in parallelo con i tassi della Fed statunitensi. Tra gli investitori sono sorti però dubbi sulla capacità dell'amministrazione Trump di rispettare le promesse

sulle riforme delle imposte e la spesa per infrastrutture, che sarebbero state positive per l'economia e per le banche. Di conseguenza, i tassi obbligazionari sono nuovamente scesi, lasciando sul terreno metà del rialzo registrato prima e dopo l'elezione di novembre. Si osserva una forte correlazione tra la performance delle azioni delle banche e i tassi obbligazionari: la performance relativa delle azioni bancarie tende ad aumentare in parallelo con i tassi sui titoli di Stato a 10 anni. Questo è vero sia negli Stati Uniti che in Europa. Le banche torneranno a essere attrattive quando i tassi obbligazionari punteranno decisamente verso l'alto, come prevediamo. Un potenziale revival di qualsiasi tipo di stimolo fiscale (sia esso riforma delle imposte

o spesa nelle infrastrutture) non ci sembra scontato dai mercati, in un momento in cui i repubblicani sono sempre più sotto pressione per realizzare il programma di Trump in vista delle elezioni di medio termine del prossimo anno. Questo potrebbe dare alle banche americane un altro aiuto. La crescita dei prestiti bancari si è ridotta negli ultimi mesi, ma potrebbe riprendere nuovamente in presenza di un catalizzatore come i tagli delle imposte o semplicemente la diminuzione dell'incertezza.

Il mercato può non scontare altri sviluppi riguardanti le banche americane. Le normative introdotte dopo la crisi finanziaria impongono alle banche di detenere ingenti importi di capitale e liquidità al fine di renderle più sicure. D'ora in avanti, si potrebbe invece andare verso una minore regolamentazione bancaria. A inizio giugno, il dipartimento del Tesoro americano ha annunciato quasi 100 proposte di alleggerimento del peso della regolamentazione per le banche, e due terzi di queste proposte non richiedono l'approvazione del Congresso per entrare in vigore. Se adottate, le nuove norme dovrebbero portare a una maggiore creazione di credito e a minori costi per le banche, nonché a minori requisiti di capitale e di liquidità. Dopo anni di assoggettamento a regole sempre più stringenti, la deregolamentazione è chiaramente nell'aria. Come si dice spesso, «le persone sono espressione della politica» e l'amministrazione intende nominare a posizioni chiave nelle autorità di regolamentazione esperti pronti ad abbracciare la volontà di Trump di vedere ridotto il peso della regolamentazione sulle banche. Un esempio può essere Randal Quarles, percepito da molti come un «amico delle banche» e che si ritiene entrerà nel board della Federal reserve.

Dove vede rischi di una nuova crisi finanziaria?

Analizzando i mercati sviluppati oggi, vi sono sacche di rischio in aree come il credito al consumo, le carte di credito e i prestiti per l'acquisto di automobili negli Stati Uniti e potenzialmente anche nel Regno

Unito. I bassi tassi d'interesse hanno portato le imprese a indebitarsi, in particolare negli Stati Uniti, tramite ad esempio i riacquisti di azioni proprie nel caso di alcuni gruppi large cap, o tramite l'emissione di debito nell'area *high yield*.

A mio avviso il rischio maggiore è però costituito dalla Cina. La Cina ha reagito alle turbolenze dei mercati finanziari dell'estate 2015 e dei primi mesi del 2016 concedendo maggior credito all'economia per calmare le acque. Solo il debito delle imprese rappresenta ora circa il 170% del PIL, mentre il credito totale supera probabilmente il 250% del PIL, un dato molto elevato per un paese nella fase di sviluppo della Cina. La Banca dei regolamenti internazionali ha recentemente indicato che la Cina presenta un divario tra credito e PIL molto elevato e che è divenuta ad «alto rischio» sotto questo aspetto. Le banche cinesi sono naturalmente esposte a questa montagna di credito. Le autorità dispongono dei mezzi per fare continuare questo stato di cose per un altro anno o due, e stanno iniziando a dare un giro di vite ai prestiti eccessivi e alla speculazione finanziaria, nella speranza che i loro sforzi non abbiano un impatto negativo significativo sull'economia nel suo complesso. Prima o poi verrà però il giorno della resa dei conti.

E le banche europee?

Le banche europee sono su una curva orientata verso l'alto. Escludendo i problemi di qualità dell'attivo in alcuni paesi, soprattutto in Italia, le grandi banche sono ora relativamente ben capitalizzate e la redditività sta migliorando, aiutata dalla ripresa dell'economia della regione. Anche le revisioni al rialzo degli utili per il settore quest'anno sono state pari a quelle del mercato azionario nel suo complesso (+5% per le stime degli utili attesi).

Nel settore recentemente sono state fatte pulizie significative. L'acquisizione del Banco Popular da parte del Banco Santander in Spagna è stata definita un «salvataggio da manuale» dal Single Resolution Board (SRB) costituito dalle autorità europee per gestire la risoluzione delle banche. Essenzialmente, le

GRAFICO 1: CORRELAZIONE TRA S&P 500 BANKS E TASSO DEGLI US TREASURY A 10 ANNI



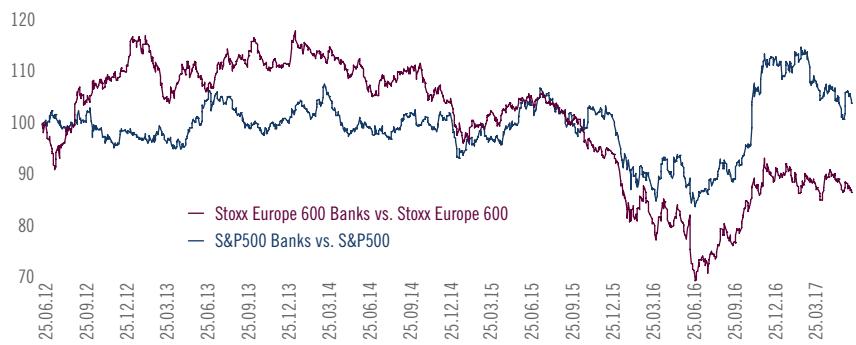
autorità di regolamentazione europee hanno assunto il controllo del Banco Popular a inizio giugno, trasferendo le azioni e gli altri strumenti di capitale e le obbligazioni junior e vendendo la banca nel giro di 24 ore a Santander al prezzo simbolico di 1 euro. Questa operazione, svoltasi senza problemi, potrebbe avere costituito un modello per altre banche in via di risoluzione. Successivamente è stato però approvato il salvataggio pubblico di Banca Monte dei Paschi. L'utilizzo del denaro dei contribuenti per consentire la cessione delle parti sane delle due banche venete a Intesa San Paolo ed evitare di colpire i detentori di obbligazioni prima di liquidarli non ha rispettato le nuove regole, a dimostrazione che l'unione bancaria europea deve fare ancora molta strada.

Si ritiene comunemente che la Banca centrale europea (BCE) restringerà la sua politica monetaria quest'anno. Quali saranno gli effetti sulle banche europee?

Una economia in miglioramento potrebbe facilitare per la BCE l'annuncio di un percorso per il ritiro del supporto di liquidità per i mercati il prossimo anno, ma i segnali che la BCE sta ritirando il supporto monetario dovranno essere monitorati attentamente, poiché potrebbero portare a un allargamento degli spread rispetto ai titoli di Stato in alcuni paesi periferici, con ripercussioni per le loro banche.

La BCE potrebbe anche cambiare la sua politica sui tassi d'interesse negativi, con i tassi sui depositi delle banche fermi al -0,40% da marzo 2016. L'impatto dei tassi negativi non è stato uniforme. Introdotti per sostenere i prestiti e l'inflazione, essi hanno avuto l'effetto di tassare le banche che avevano le maggiori riserve in eccesso (generalmente le banche nei paesi core dell'eurozona) dato che gran parte dei clienti non è stata penalizzata, e pertanto anche un piccolo aggiustamento al tasso sui depositi potrebbe avere un effetto positivo sui margini netti d'interesse delle banche, e farà ulteriormente migliorare il sentiment nei confronti del settore.

GRAFICO 2: PERFORMANCE RELATIVA DELLE BANCHE STATUNITENSIS ED EUROPEE DAL 2012



Dati al 23 giugno 2017
Fonte: Pictet Equity Research, Bloomberg

In merito a un tema a più lungo termine, cosa pensa della disintermediazione?

La disintermediazione rimane un tema importante. Questo probabilmente in maggior misura in Europa, dove il funding dei mercati dei capitali rimane meno sviluppato rispetto agli Stati Uniti. L'Europa potrebbe però lentamente recuperare, aiutata dagli sforzi dell'Unione europea per costruire una «unione dei mercati dei capitali». La Brexit ha complicato questi sforzi, ma vi è chiaramente l'ambizione di rendere più facile per le varie tipologie di prestito l'accesso a fonti di finanziamento diverse dal credito bancario.

L'esperienza degli Stati Uniti negli ultimi 30 anni mostra che lo sviluppo dei finanziamenti di mercato può andare di pari passo con la concentrazione bancaria. L'aumento dello spessore del mercato negli Stati Uniti ha anche consentito agli istituti finanziari di alleggerire in parte i loro bilanci, migliorando i rendimenti sul capitale investito e sui mezzi propri. Il processo probabilmente sarà simile in Europa, dove la disintermediazione potrebbe potenzialmente innescare una nuova ondata di consolidamenti

transfrontalieri, come alcuni CEO bancari vanno dicendo. La disintermediazione potrebbe anche aumentare i ricavi da commissioni delle banche a scapito del margine d'interesse. Anche le attività di asset management e di investment banking delle banche potrebbero beneficiarne. ■



NADIA GHARBI

Europe Economist
Pictet Wealth Management

ECONOMIA SVIZZERA

L'attenta guardia della BNS

Dopo essere sopravvissuta al Frankenshock, l'economia svizzera va in direzione di un rialzo della crescita e dell'inflazione. La Banca nazionale svizzera deve però affrontare diverse sfide.

La Svizzera ha dimostrato maggiore resilienza del previsto al forte apprezzamento del franco svizzero all'inizio del 2015, il cosiddetto «Frankenshock». Mentre il PIL in termini reali è cresciuto dell'1,3% nel 2017, l'economia svizzera dovrebbe però espandersi dell'1,4% nel 2017 e dell'1,7% nel 2017, livelli ancora al di sotto del suo potenziale.

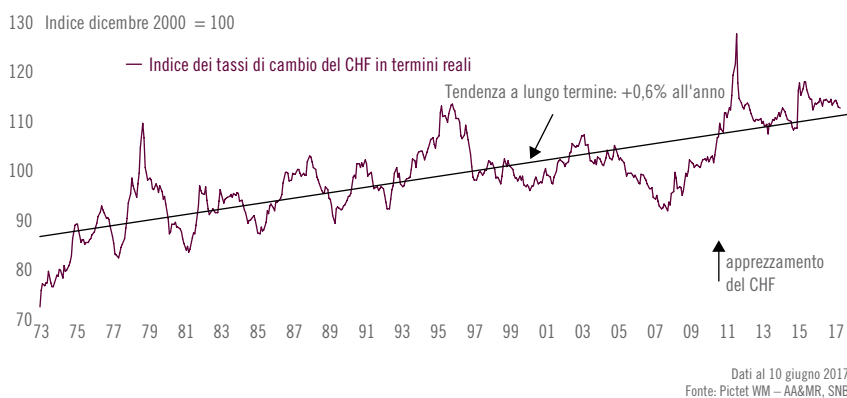
La domanda interna probabilmente avrà un impatto notevolmente positivo sulla crescita quest'anno e anche se la forza del franco svizzero continuerà a pesare sulle esportazioni, l'effetto dovrebbe diminuire e potrebbe in parte essere compensato dalla maggiore domanda globale. Lo scorso anno la performance delle esportazioni di beni della Svizzera è stata attribuibile principalmente ai settori della farmaceutica e della chimica. A meno di un ulteriore marcato apprezzamento della moneta, la crescita delle esportazioni quest'anno potrebbe avere una base più ampia. La situazione del mercato del lavoro continua a migliorare, seppure a ritmo moderato. Il tasso di disoccupazione è sceso al 3,3%, dopo il picco di 3,5% a metà 2016. Ciononostante, le imprese rimangono prudenti nell'assumere nuovo personale, in particolare nel settore manifatturiero.

La Svizzera dovrebbe ritornare a un tasso di inflazione complessiva positivo dopo anni in cui il calo dei prezzi delle commodity e la forza del franco svizzero l'avevano mantenuta in territorio negativo. Prevediamo che il tasso d'inflazione raggiungerà il +0,5% in media quest'anno e il +1,0% nel 2018. I prezzi delle abitazioni continuano ad aumentare, anche se a ritmo inferiore rispetto al passato.

Dopo l'abbandono del tasso di cambio minimo contro euro a inizio 2015, la Banca nazionale svizzera (BNS) ha mantenuto invariata la sua politica monetaria accomodante, che è basata su due pilastri: un tasso d'interesse negativo (attualmente il -0,75%) e la volontà di intervenire sul mercato dei tassi di cambi se necessario. L'anno scorso, la sua politica monetaria ha portato la banca centrale ad acquistare valuta estera per circa CHF 67 miliardi. Nel complesso, includendo le variazioni nelle valutazioni e i redditi da interesse e dividendi, le riserve in moneta estera della BNS sono aumentate di CHF 86 miliardi nel 2017.

Nel breve periodo, è improbabile che la BNS cambi in modo significativo la sua politica monetaria. Anche se in leggero aumento, l'inflazione è ancora vicina allo zero e l'output gap (il divario tra prodotto effettivo e potenziale) è negativo. La BNS rimane altresì convinta che il franco svizzero sia «significativamente sopravvalutato». Infine, una economia piccola e aperta come la Svizzera è altamente dipendente dagli sviluppi nelle altre regioni. Di conseguenza, la BNS difficilmente impedirà alla Banca centrale europea (BCE) di normalizzare la sua politica monetaria. Sulla base delle nostre aspettative di una graduale uscita della BCE dal suo allentamento quantitativo, la BNS dovrebbe attuare un primo aumento dei tassi verso la metà del 2018. Nel contempo, gli interventi sul mercato

INDICE DEI TASSI DI CAMBIO DEL CHF IN TERMINI REALI



dei cambi probabilmente rimarranno lo strumento di politica monetaria preferito per contrastare l'eccessiva pressione rialzista sul franco svizzero.

PERDITE SU CAMBI

Oltre all'uscita dal territorio dei tassi d'interesse negativi, la BNS deve affrontare diverse altre sfide. La banca centrale svizzera è il terzo più grande detentore di riserve di valuta estera al mondo. Il suo bilancio è aumentato di sette volte dopo la crisi finanziaria e ora

supera come dimensioni il PIL svizzero. Come moneta rifugio, il franco svizzero rimane vulnerabile alla pressione rialzista, costringendo periodicamente la BNS a intervenire sul mercato dei cambi. Uno dei principali problemi della BNS è gestire questo bilancio sempre più grande. Un altro problema è dato dalle oscillazioni dei suoi risultati annuali. Il bilancio della BNS è più esposto di prima alla volatilità dei mercati, in particolare alle oscillazioni dei tassi di cambio. Le perdite non possono es-

sere escluse poiché la BNS non effettua coperture del rischio di cambio, dato che questo determinerebbe un ulteriore apprezzamento del franco svizzero. Perdite occasionali non costituiscono un problema per la BNS, poiché questa potrebbe continuare a operare anche se il suo capitale azionario dovesse divenire temporaneamente negativo. Quanto più a lungo durerà la sopravvalutazione della moneta, tanto più difficile sarà la situazione per la BNS. ■



PASCAL FRANCO

Senior Investment Manager
Pictet Wealth Management

AZIONI SVIZZERE

Care, ma motivatamente

L'ottima performance del mercato azionario svizzero negli ultimi anni è attribuibile a una serie di aziende particolarmente flessibili che operano in un contesto economico favorevole. Questa situazione può durare?

Il benchmark Swiss Performance Index (SPI) ha prodotto un rendimento complessivo mediamente superiore del 2% all'anno rispetto all'indice MSCI World negli ultimi 30 anni (in franchi svizzeri), e questa sovraperformance sta continuando anche nel 2017. Dietro l'ottima performance dell'indice vi è una serie di aziende di alta qualità in grado di produrre rendimenti sia nei periodi positivi che in quelli negativi e che beneficiano dei punti di forza a lungo termine della Svizzera a livello di

infrastrutture, istruzione, imposizione fiscale e stabilità politica.

Le società comprese nello SPI tipicamente hanno modelli di business ben equilibrati capaci di navigare nel ciclo economico e realizzare prodotti innovativi che hanno una reputazione di affidabilità. Esse solitamente hanno una situazione finanziaria molto solida, con abbondante free cashflow, eccellente controllo dei costi e politiche di dividendi sostenibili. Indipendentemente dalla loro diversificazione, le società

SWISS PERFORMANCE INDEX E MSCI WORLD INDEX, DAL 1986 AL 16 GIUGNO 2017



Fonte: Pictet Equity Research, Bloomberg, 26 giugno 2017

comprese nello SPI sono state all'avanguardia nell'internazionalizzazione, spesso focalizzando la loro espansione sui mercati in più rapida crescita. L'azienda produttrice di ascensori Schindler, ad esempio, è presente in Cina fin dagli anni 1980.

Le aziende svizzere hanno anche dimostrato la loro capacità di adattamento con il modo con cui hanno affrontato la forza del franco svizzero, soprattutto dopo il cosiddetto «Frankenshock» dell'inizio del 2015, quando la Banca nazionale svizzera ha desistito dai tentativi di contenere l'apprezzamento del franco svizzero di fronte alla debolezza dell'euro. Le aziende svizzere non hanno avuto tracolli, nonostante la flessione dei ricavi denominati in CHF, in gran parte la bassa incidenza dei costi denominati in franchi nel caso delle imprese multinazionali basate in Svizzera come Nestlé (solo il 2% dei costi totali contabilizzati in Svizzera), Clariant (4%) e Novartis (10%). Nonostante la forza della moneta, le esportazioni di beni sono tornate ad aumentare l'anno scorso, con la debolezza del settore dell'orologeria che è stata compensa-

ta dai settori meno sensibili ai prezzi come la farmaceutica e la chimica, che rappresentano oltre il 40% delle esportazioni svizzere.

La qualità però raramente è a buon mercato, e questo è sicuramente vero per le azioni svizzere. Recentemente, le valutazioni relative dello SPI si sono avvicinate al massimo del range decennale. Ma con la ripresa in corso dell'Europa e con la stabilizzazione del franco (sia pure a un livello elevato), le imprese nello SPI dovrebbero avere un buon andamento quest'anno, con una stima di crescita dell'utile per azione (EPS) di circa il 16% per il 2017. A nostro avviso vi sono diverse azioni large cap nello SPI che hanno catalizzatori interessanti e offrono ancora un potenziale di rialzo, unitamente a numerose altre aziende solide, ma anche con valutazioni elevate, che varrebbe la pena di considerare al verificarsi di un punto d'entrata interessante.

L'indice SPI Mid e Small Caps (SPISMC) comprende 180 società che rappresentano circa il 18% della capitalizzazione di mercato totale svizzera. Questo indice ha sovraperformato

rispetto agli indici globali anche più chiaramente dello SPI, con un tasso di crescita composto annuo di oltre il 10% negli ultimi 20 anni, rispetto al 5% per l'indice MSCI World. Questa sovraperformance è inoltre migliorata dopo il Frankenshock.

Diversamente dallo SPI, in cui prevalgono le azioni difensive in aree come la farmaceutica, la chimica e la finanza, lo SPISMC comprende un gran numero di titoli prevalentemente ciclici, meno liquidi e pertanto più volatili. Le stime dell'EPS per le mid e small cap svizzere (+19%) includono un notevole premio che riflette i loro recenti successi, ma indica anche le valutazioni potrebbero essere divenute tirate. In effetti, guardando alle proiezioni per le metriche sulla crescita dei ricavi e dell'EBIT (l'utile prima degli interessi e delle imposte), molte mid cap cicliche sembrerebbero scontare uno scenario di crescita non particolarmente problematico nei prossimi 10 anni. È un quadro molto ottimistico, e vi è quindi la possibilità di delusioni quando si parla delle imprese cicliche small e mid cap in Svizzera, indipendentemente dalla loro qualità. ■



LAURÉLINE CHATELAIN

Fixed Income Strategist
Pictet Wealth Management

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE

Le obbligazioni *high yield* statunitensi stanno diventando più rischiose

L'aumento della volatilità, l'instabilità del prezzo del petrolio e le condizioni creditizie più restrittive minacciano un settore sempre più caro.

L'HY statunitense ha ottenuto ottime performance, con l'indice BofA Merrill Lynch (BoAML) US High Yield che ha espresso un rendimento complessivo del 7% (in dollari USA) dall'elezione di Donald Trump nel mese di novembre 2016 al 26 giugno 2017. Tradizionalmente vi è un buon grado di correlazione positiva tra la performance dell'HY e le azioni (in al-

tre parole, entrambi i mercati tendono a salire insieme). A titolo illustrativo, nello stesso periodo lo S&P 500 ha guadagnato il 14%.

Il rendimento delle obbligazioni HY statunitensi può essere suddiviso in due principali componenti. La prima è il tasso *risk free*, equivalente al tasso degli US Treasury con scadenza a cinque anni, simile alla duration

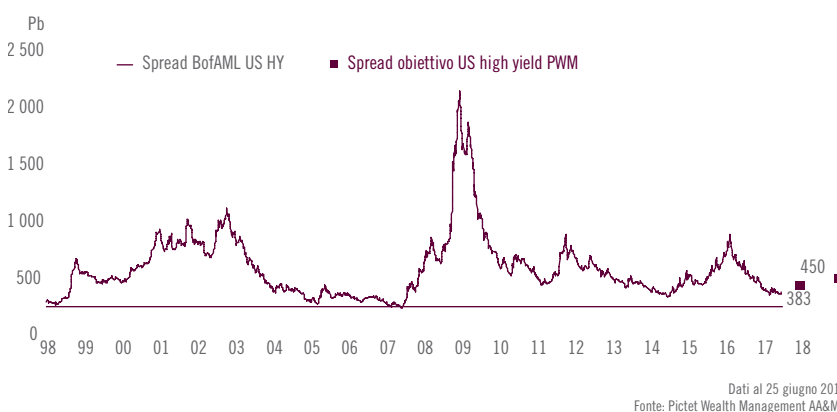
media dell'indice BofAML US High Yield. La seconda componente è lo spread creditizio, che rappresenta il premio richiesto dagli investitori per l'assunzione di un rischio di credito aggiuntivo. Unitamente alla cedola, lo spread creditizio costituisce la parte principale del rendimento complessivo di una obbligazione HY.

A causa della loro stretta correlazione con le azioni, le obbligazioni HY statunitensi sono particolarmente sensibili ai movimenti della volatilità implicita sull'indice S&P 500 VIX (VIX), con gli spread sugli US Treasury che si allargano in concomitanza con i picchi di volatilità. Sull'HY statunitense influiscono anche la dinamica macroeconomica globale e statunitense. I relativi spread si restringono quando l'economia accelera e si allargano quando il *momentum* diminuisce. La quota rilevante delle società energetiche nell'indice US High Yield (14%), soprattutto produttori di petrolio di scisto, rende inoltre le obbligazioni HY particolarmente sensibili all'andamento del prezzo del petrolio. Gli spread dell'HY statunitense si allargano quando il prezzo del petrolio scende in modo significativo, come si è visto all'inizio del 2017, quando le quotazioni hanno toccato un minimo di 26 dollari per barile. Una nuova discesa del prezzo del petrolio sotto 40 dollari per barile (al 26 giugno il prezzo del greggio West Texas Intermediate era inferiore a 44 dollari) potrebbe rappresentare un rischio per la performance dell'HY statunitense se dovesse fare aumentare i default degli emittenti energetici.

420-450 punti base

nostra stima per gli spread dell'*high yield* statunitense a fine 2017

SPREAD BOFAML US HIGH YIELD E SPREAD OBIETTIVO PWM US HIGH YIELD A FINE 2017 E FINE 2018



Il tasso di default è importante quando si calcola il rendimento complessivo dell'HY statunitense, poiché un default significa una perdita per gli investitori pari alla differenza tra il valore nominale dell'obbligazione e la percentuale di recupero che si otterrà quando l'intero patrimonio della società sarà stato liquidato. Il tasso di default dell'HY statunitense era al 3,9% a maggio 2017 e, secondo i calcoli di Moody's basati sui trend attuali, potrebbe diminuire ulteriormente, a circa il 2,7% entro fine 2017.

Storicamente, le condizioni di prestito per le imprese di media e grande dimensione sono un significativo indicatore anticipatore del ciclo dei default. Un allentamento delle condizioni di prestito normalmente spinge la crescita del credito. Ma le condizioni di prestito tendono a divenire più gravose quando la Federal Reserve (Fed) statunitense restringe la sua politica monetaria. Dopo avere alzato i tassi tre volte dalla fine del 2015, prevediamo che la Fed aumenterà il tasso di riferimento ancora una volta nel 2017 e tre volte nel 2018, mentre potrebbe anche iniziare a diminuire la dimensione del suo bilancio (di USD 30 miliardi nel 2017 e di USD 319 miliardi nel 2018, secondo le nostre stime).

TASSI DI DEFAULT IN AUMENTO

Nello stesso tempo, appare meno probabile che il Congresso statunitense approvi significative misure di tassazione o di spesa quest'anno. Prevediamo solo uno stimolo fiscale equivalente all'1% del PIL americano dal 2018

in poi. La politica di bilancio difficilmente stimolerà la crescita economica in misura sufficiente a compensare il raffreddamento indotto dall'orientamento più restrittivo della Fed. Di conseguenza, stimiamo che il tasso di default delle obbligazioni high yield americane aumenterà a circa il 5% entro fine 2018.

In Pictet Wealth Management, abbiamo sviluppato un modello multifattoriale degli spread creditizi HY americani che ci aiuta a prevedere i livelli di questi spread sulla base dei fattori soprammenzionati nonché del nostro scenario macroeconomico per il 2017-2018 (v. *grafico*). Nell'ipotesi che il VIX non si muova dal suo attuale basso livello di circa 10, gli spread HY statunitensi potrebbe allargarsi dal suo livello di 383 pb al 26 giugno sopra i Treasury a un range di 420-450 pb entro fine 2017 e a 500 pb entro fine 2018. Ma se il livello della volatilità implicita dovesse aumentare a circa 14, gli spread HY statunitensi potrebbero comunque aumentare ancora di più.

In considerazione delle nostre previsioni di un rialzo dei tassi degli US Treasury, questo allargamento potrebbe portare a rendimenti complessivi negativi per l'HY statunitense. Gli investitori devono anche tenere presente che le obbligazioni HY statunitensi diventano particolarmente illiquide nei momenti di tensione dei mercati. Dato che questo rende molto difficile chiudere le posizioni, Pictet Wealth Management sta adottando un orientamento ribassista verso questo mercato. ■



EDGAR VAN TUYLL

Chief Quantitative Strategist
Pictet Wealth Management

INVESTIMENTO QUANTITATIVO

Vorreste che fosse un topo a gestire il vostro denaro?

Secondo alcuni, è vicino il giorno in cui i mercati saranno dominati da algoritmi e negoziazioni guidate dai dati. L'automazione ha però i suoi limiti. Vi sarà sempre spazio per il fattore umano.

Grazie alla crescita esponenziale della potenza di calcolo dei computer, ai progressi teorici e ad alcuni eclatanti risultati nel mondo reale in campi al di fuori dell'investimento finanziario, il machine learning sta vivendo una rinascita. I patrimoni degli hedge fund gestiti da computer sono raddoppiati a USD 918 miliardi negli otto anni fino a fine 2016, secondo un rapporto di HFR Global Hedge Fund.

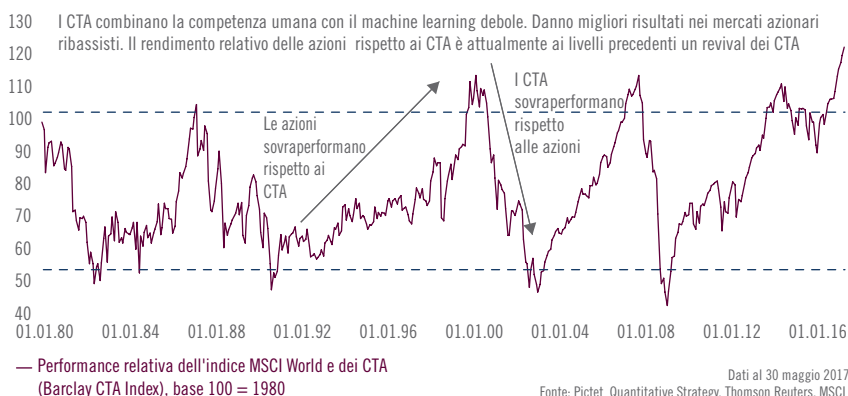
L'ultima incursione nel campo degli investimenti del machine learning (una branca dell'intelligenza artificiale - AI che permette ai computer di imparare senza essere esplicitamente programmati) è stata all'inizio degli anni 1990, quando i fondi quantitativi iniziarono a utilizzare estensivamente l'AI «debole» (macchine focalizzate su compiti circoscritti e con una certa predisposizione ad apprendere dai nuovi dati). Da allora, il potenziale per il machine learning di scoprire segnali negoziabili nei dati digitali continua a generare un enorme interesse, a nostro avviso giustificabilmente. Anche se ri-

teniamo che alcuni fondi quantitativi ben affermati (che applicano l'AI debole a problemi specifici sotto la supervisione di esperti umani) probabilmente continueranno a crescere rapidamente, siamo però convinti che le nuove forme di *quant* basate sull'AI forte (dove le macchine possono applicarsi da sole a qualsiasi problema senza intervento umano) sia una moda passeggera.

Primo, i computer, come gli esseri umani inesperti, tendono a utilizzare modelli basati sui trend del passato, che possono rivelarsi inadeguati per prevedere il futuro. Lo dimostra il fatto che Quantopian, una piattaforma online crowdsourced i cui membri realizzano e fanno girare programmi di trading computerizzati, ha finora investito solo in 15 strategie quantitative... nonostante i membri siano quasi 120 mila.

Secondo, mentre il trading algoritmico ha fatto passi da gigante e le strategie *trend following* basate sui *quant* hanno prodotto un rendimento del 9,5% annualizzato dal 1980 (utilizzando l'indice Barclay Hedge CTA come proxy), i rendimenti sono stati un deludente 0,5% annualizzato dal 2009, quando l'allentamento monetario, una volatilità insolitamente bassa e le forti correlazioni hanno ristretto le opportunità. I portafogli bilanciati tradizionali hanno generato performance nettamente migliori. Sebbene alcuni fondi con selezione quantitativa dei titoli continuino a ottenere risultati molto buoni, vale la pena ricordare la caduta rovinosa di questo segmento ad agosto 2007, un anno prima della crisi finanziaria, tra l'altro poiché i fondi seguivano tutti strategie pressoché identiche, con l'utilizzo intensivo della leva finanziaria. I gestori dei

PERFORMANCE RELATIVA DELLE AZIONI E DEI CTA, 1980-2017



fondi quantitativi dopo di allora hanno imparato la lezione, ma le macchine basate solo sui backtest senza spiegazioni fondamentali possono fare simili errori da principiante.

SIMBIOSI CON GLI UMANI

Terzo, ogni volta che è apparsa una nuova tecnologia rivoluzionaria (i motori a vapore, l'elettricità, l'energia atomica), si è pensato che alla fine avrebbe sostituito i lavoratori umani. Ma ogni volta il mondo si è rivelato molto più complesso, invece di semplicemente sostituire l'uomo, una simbiosi tra esseri umani e macchine si è sempre rivelata necessaria per andare avanti. Questo vale anche per la gestione degli investimenti.

Un quarto problema riguarda il machine learning in quanto tale. Il machine learning può analizzare masse di dati e produrre raccomandazioni d'investimento basate sui prezzi storici delle attività, le performance delle imprese o gli sviluppi macroeconomici. Ma il machine learning non è accurato al 100%. Qual è il tasso di errore e quale tasso è tollerabile per gli investitori quando un computer non è in grado di spiegare le ragioni dei suoi errori? Ancora non lo sappiamo. Solo per questi motivi, il machine learning giustifica la necessità di una continua interazione con l'uomo. Il machine learning può essere utilizzato per individuare le relazioni tra dati spesso molto disparati. Ma non avrebbe senso riporre una fede cieca nei computer e fare trading di conseguenza.

Un quinto problema è dato dalle limitazioni della tecnologia. Le reti neurali artificiali sono un modello computazionale utilizzato nel machine learning. Come altri metodi di machine learning che non richiedono programmazione esplicita, le reti neurali possono essere utilizzate per svolgere una ampia varietà di compiti (ad es. computer vision, speech recognition), cose difficili da realizzare per la normale programmazione basata su regole. Le reti neurali sono però in grado soltanto di replicare circa lo stesso numero di connessioni cerebrali (sinapsi) di un topo (160 miliardi), ancora ordini di grandezza inferiori a quelle di un cervello umano medio (stimate negli adulti in 100-500 trilioni). Vorreste che fosse un topo a gestire il vostro denaro?

UN IDIOTA SAPIENTE

Alcuni dei maggiori esperti di AI al mondo, come il professor Qiang Yang della Science and Technology University di Hong Kong, sono pronti ad ammettere che vi sono condizioni in cui l'AI funziona male, ad esempio nei contesti in cui scarseggiano dati precedenti approfonditi, o mancano regole definite o mezzi per misurare il successo. L'AI attualmente funziona come un idiota sapiente specializzato in singole aree, non come un essere umano dalla cultura eclettica. Questo indica che l'AI potrebbe non essere particolarmente utile nell'aiutare un hedge fund a investire denaro senza la competenza umana. La gestione quotidiana, il pensiero a tutto campo, la creatività e la capacità di stabilire relazioni significative sono solo alcune delle aree in cui l'AI risulta deludente. Come il professor Yang ha scritto in una recente edizione del Pictet Report (inverno 2016), «i robot non possono imparare da soli, e non possono neppure innovare come fanno gli esseri umani (...). I computer non sostituiranno completamente gli esseri umani, che continueranno a essere gli innovatori. I robot saranno assistenti interni con funzione di fornire consigli per le decisioni che vengono prese dagli esseri umani».

Anche gli attuali supercomputer più potenti sono ancora lontani dal risolvere i problemi computazionali più complessi in aree come la genomica e la finanza. Alcuni osservatori ritengono che il prossimo salto in avanti richiederà computer quantistici che operano in base a principi completamente diversi da quelli tradizionali. Ma i computer quantistici sono ancora nella loro infanzia. Un computer quantistico veramente utile dovrà risolvere problemi complessi come la questione estremamente tecnica della «decoerenza quantistica». Esso dovrà anche aggiungere molti più qubits (quantum bits, i mattoni elementari del quantum computing), poiché il quantum computing sta crescendo esponenzialmente, a un ritmo di 2 elevato al numero dei qubits disponibili. Anche se l'AI sembra già rivoluzionare il mondo degli investimenti, vi sarà ancora lavoro per gli asset manager per molto tempo a venire. ■

LA RAPIDA CRESCITA DEI QUANT

I fondi quantitativi sono il segmento con la più rapida crescita nel settore degli investimenti, avendo raggiunto quasi USD 1 trilione nel 2016, secondo un rapporto di HFR Global Hedge Fund (HFR). Questi fondi sono gestiti da algoritmi, formule matematiche che mirano a ridurre la necessità del giudizio umano replicandolo o sviluppando nuove forme di processo decisionale. I fondi quantitativi comprendono *smart beta* (una versione dei fondi indicizzati che va oltre i criteri di capitalizzazione di mercato), *alternative beta* (una versione long/short dello smart beta) e gli hedge fund quantitativi (molti dei quali sono fondi *trend following*). I fondi quantitativi hanno attirato i maggiori afflussi di sottoscrizioni tra tutti gli hedge fund nel 2017, secondo HFR, e i fondi *smart beta* sono stati il segmento ETF con la più rapida crescita lo scorso anno. Recentemente, alcuni hedge fund quantitativi hanno sperimentato il machine learning «puro», in cui il computer impara a investire sulla base della sua analisi dei feed di dati e senza alcun intervento umano, almeno dopo il suo training iniziale.

Contributori: Christophe Donay, Lauréline Chatelain, César Pérez Ruiz, Frederik Ducrozet, Jean-Pierre Durante, Frank Bigler, Gregory Kunz, Yann Goffinet, Luca Desantis, Edgar van Tuyll, Pascal Franc, Christopher Seilern e Nadia Gharbi.

Redazione: Isidore Ryan. Contenuto completato il 30 giugno 2017.

Traduzione: Mario Clapis

Impaginazione: Production Multimédia Pictet

Stampa: Stampa su carta certificata FSC

Distributori: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) SA

Disclaimer

La presente comunicazione di marketing non è destinata alle persone aventi cittadinanza, residenza o domicilio, o alle entità registrate in un Paese o in una giurisdizione in cui la sua distribuzione, pubblicazione, messa a disposizione o utilizzo sono in contrasto con le norme di legge o regolamentari in vigore.

Le informazioni, i dati e le analisi forniti in questo documento hanno finalità esclusivamente informative. Essi non comportano alcun tipo di raccomandazione, sia generale che concepita per le circostanze personali di una persona specifica. Se non diversamente espressamente indicato, tutte le informazioni di prezzo sono puramente indicative. Nessuna entità del Gruppo Pictet può essere ritenuta responsabile degli stessi, ed essi non costituiscono una offerta o una sollecitazione per l'acquisto, la vendita o la sottoscrizione di titoli o altri strumenti finanziari. Le informazioni contenute in questo documento non sono il risultato di una analisi finanziaria secondo la definizione delle Direttive sull'indipendenza della ricerca finanziaria pubblicate dall'Associazione svizzera dei banchieri, o di una ricerca d'investimento secondo le disposizioni della normativa MiFID europea. Anche se tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute affidabili e in buona fede, non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, in merito alla loro accuratezza o completezza.

Ad eccezione degli obblighi che una entità del Gruppo Pictet può avere nei confronti del destinatario, il destinatario è tenuto a stabilire se la transazione è adeguata rispetto agli obiettivi individuali e a valutare in modo indipendente, con l'ausilio di un consulente professionale, i rischi finanziari specifici nonché le conseguenze legali, regolamentari, creditizie, fiscali e contabili della stessa.

Le informazioni, le opinioni e le stime riportate nel presente documento riflettono inoltre

una valutazione alla data della pubblicazione originaria e possono essere modificate senza preavviso. La Banca non ha alcun obbligo di aggiornare o mantenere aggiornate le informazioni qui contenute. Il valore e il reddito dei titoli o degli strumenti finanziari qui menzionati sono basati su corsi ottenuti dalle fonti di informazioni finanziarie d'uso e possono subire fluttuazioni. Il valore di mercato può essere influenzato da cambiamenti nei fattori economici, finanziari o politici, dalle oscillazioni dei cambi, dalla vita residua, dalle condizioni di mercato e dalla volatilità, o dalla qualità creditizia dell'emittente o dell'emittente di riferimento. Alcuni investimenti possono non essere prontamente realizzabili a causa dell'illiquidità del relativo mercato. 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. Quando si investe sui mercati emergenti, si deve tenere presente che la situazione politica ed economica di questi Paesi è molto più instabile rispetto ai Paesi industrializzati. Essi sono molto più esposti ai rischi di improvvisi cambiamenti politici e crisi economiche.

Le performance del passato non devono essere considerate come una indicazione o una garanzia dei rendimenti futuri, 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. Le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future.

Il contenuto del presente documento può essere letto e/o utilizzato solo dalla persona cui è indirizzato. Il Gruppo Pictet non è responsabile per l'utilizzo, la trasmissione o l'elaborazione del contenuto del 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 del presente documento si impegna a rispettare tutte le norme di legge e regolamentari applicabili nelle giurisdizioni in cui utilizza le informazioni qui riprodotte.

Il presente documento è emesso da Banque Pictet & Cie SA. Questa pubblicazione e il suo contenuto possono essere citati, a condizione che venga indicata la fonte. Tutti i diritti riservati. Copyright 2017

Banque Pictet & Cie SA è una società di diritto svizzero, autorizzata e soggetta alla regolamentazione dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA).

