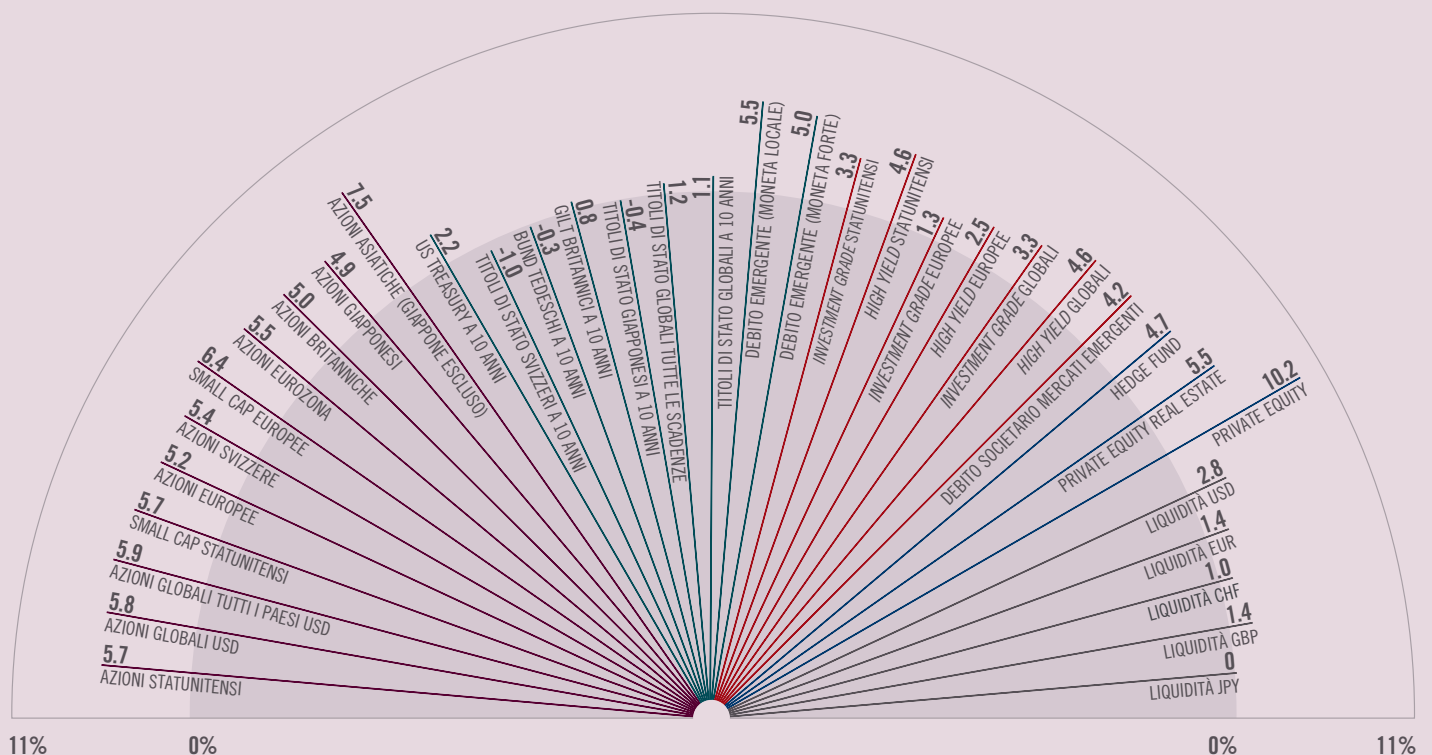


# ORIZZONTE: IN SINTESI

RENDIMENTI ATTESI ANNUI MEDI A 10 ANNI (% , IN MONETA LOCALE)



Le performance del passato o le previsioni non sono una indicazione o una garanzia dei rendimenti futuri.  
I disclaimer delle terze parti sono pubblicati alla fine del documento.

## Tabella riepilogativa dei rendimenti attesi per i prossimi 10 anni (Fonte: Pictet WM-AA&MR)

23.03.2018

Rendimento atteso per ciascuna moneta  
sulla base della parità dei poteri d'acquisto (PPP)\*

	Moneta locale	CHF	USD	EUR	GBP
<b>LIQUIDITÀ</b>					
Liquidità USD	2.8%	3.3%	2.8%	2.6%	2.0%
Liquidità EUR	1.4%	2.2%	1.8%	1.4%	0.9%
Liquidità CHF	1.0%	1.0%	0.8%	0.5%	0.0%
Liquidità GBP	1.4%	2.8%	2.3%	2.0%	1.4%
Liquidità JPY	0.0%	1.5%	1.5%	1.2%	0.8%
<b>TITOLI DI STATO</b>					
Titoli di Stato globali, tutte le scadenze	1.2%	1.5%	1.2%	0.9%	0.4%
Titoli di Stato globali a 10 anni	1.1%	1.4%	1.1%	0.8%	0.3%
US Treasury a 10 anni	2.2%	2.7%	2.2%	2.0%	1.4%
Bund tedeschi a 10 anni	-0.3%	0.4%	0.0%	-0.3%	-0.9%
Titoli di Stato svizzeri 10 anni	-1.0%	-1.0%	-1.2%	-1.5%	-2.0%
JGB giapponesi a 10 anni	-0.4%	1.0%	1.0%	0.7%	0.3%
Gilt britannici a 10 anni	0.8%	2.2%	1.7%	1.4%	0.8%
Debito mercati emergenti (moneta locale)	5.5%	6.0%	5.5%	5.3%	4.7%
Debito mercati emergenti (moneta forte)	5.0%	5.5%	5.0%	4.8%	4.2%
<b>OBBLIGAZIONI SOCIETARIE</b>					
HY globali	4.6%	4.2%	3.8%	3.5%	2.9%
HY statunitensi	4.6%	5.1%	4.6%	4.4%	3.8%
HY europee	2.5%	3.2%	2.8%	2.5%	2.0%
IG globali	3.3%	2.9%	2.5%	2.2%	1.6%
IG statunitensi	3.3%	3.8%	3.3%	3.1%	2.5%
IG europee	1.3%	2.0%	1.6%	1.3%	0.7%
Obbligazioni societarie mercati emergenti	4.2%	4.7%	4.2%	4.0%	3.4%
<b>AZIONI</b>					
MSCI World USD	5.8%	6.2%	5.8%	5.5%	5.0%
MSCI AC World USD	5.9%	6.3%	5.9%	5.6%	5.1%
Azioni statunitensi	5.7%	6.2%	5.7%	5.5%	4.9%
Small cap statunitensi	5.7%	6.2%	5.7%	5.5%	4.9%
Azioni europee	5.2%	5.9%	5.5%	5.2%	4.7%
Small cap europee	6.4%	7.2%	6.7%	6.4%	5.9%
Azioni eurozona	5.5%	6.2%	5.8%	5.5%	4.9%
Azioni asiatiche (Giappone escluso)	7.5%	8.0%	7.5%	7.3%	6.7%
Azioni giapponesi	4.9%	6.3%	6.3%	6.0%	5.6%
Azioni svizzere	5.4%	5.4%	5.2%	4.9%	4.4%
Azioni britanniche	5.0%	6.4%	5.9%	5.6%	5.0%
<b>ATTIVITÀ ALTERNATIVE</b>					
Private equity	10.2%	10.7%	10.2%	10.0%	9.4%
Private equity real estate	5.5%	6.0%	5.5%	5.3%	4.7%
Hedge fund	4.7%	5.2%	4.7%	4.5%	3.9%

\* Le performance del passato o le previsioni non sono una indicazione o una garanzia dei rendimenti futuri.

## MODIFICARE L'APPROCCIO PER UNO SCENARIO DI BASSI RENDIMENTI



### Christophe DONAY

Head of Asset Allocation & Macro Research  
Chief Strategist



### César Pérez Ruiz

Head of Investment Platform  
Chief Investment Officer

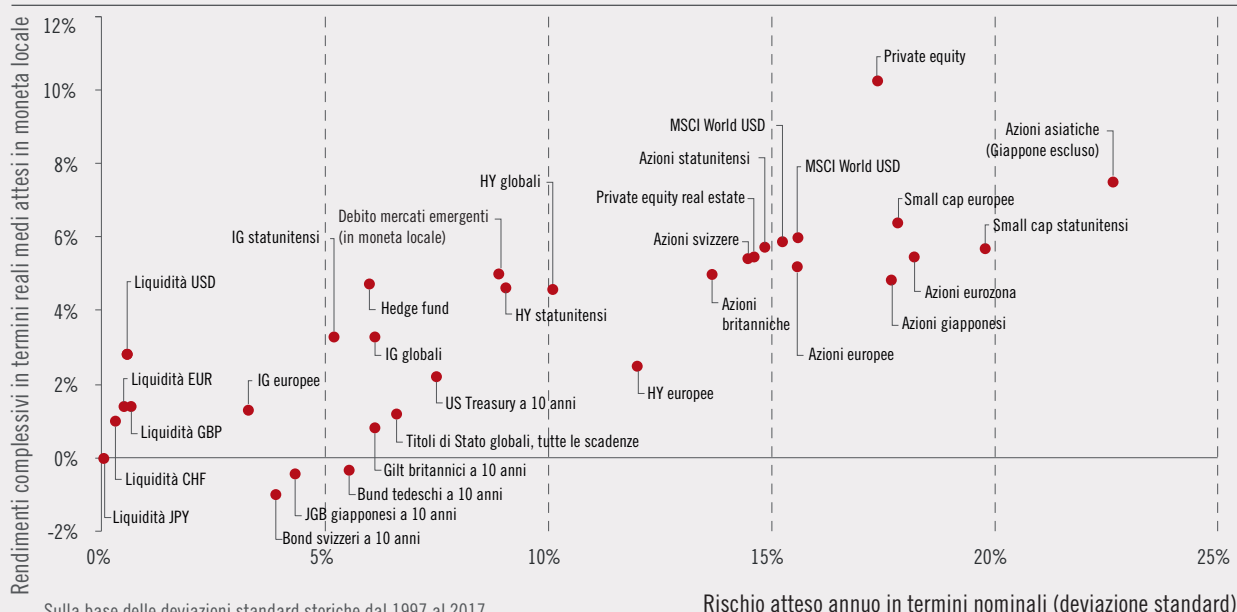
Cara lettrice, Caro lettore,

le diamo il benvenuto a questa versione abbreviata di Orizzonte, in cui Pictet Wealth Management (PWM) descrive le motivazioni alla base delle sue previsioni dei rendimenti attesi e del rischio relativamente a 35 classi di attività nei prossimi 10 anni.

Questo esercizio rappresenta il punto di partenza della nostra politica di asset allocation strategica, le nostre decisioni essenziali sulla ponderazione delle classi di attività a lungo termine. Esso aiuta anche enormemente con le aspettative dei clienti e la trasparenza nelle comunicazioni. Abbiamo scelto un periodo temporale di 10 anni perché il profilo dei nostri clienti tipicamente comprende un orizzonte d'investimento a lungo termine, spesso in un'ottica orientata alle generazioni future, e anche perché riteniamo che 10 anni sia un periodo appropriato, dato che comprende cicli economici e di mercato completi.

Il principale messaggio del nostro lavoro è che si profila un quadro di bassi rendimenti e che di conseguenza è necessario modificare il nostro approccio nell'asset allocation. Questa sintesi di Orizzonte è concepita per chi è più interessato alle conclusioni della nostra analisi in termini di numeri concreti, e alle motivazioni di queste conclusioni, rispetto alla complessa metodologia sottostante. Confidiamo di avere illustrato in forma accessibile il percorso da noi effettuato partendo dalla nostra analisi macroeconomica top down iniziale per arrivare ai nostri rendimenti attesi e infine alle implicazioni che ciò comporta per i nostri clienti in termini di composizione del portafoglio. ■

GRAFICO 1 - RENDIMENTI ATTESI E RISCHIO STORICO



Sulla base delle deviazioni standard storiche dal 1997 al 2017

Fonte: Pictet WM-AA&MR, Factset, Global Financial Data, marzo 2018

## PROSPETTIVE SECOLARI

### Analisi top down: regimi economici e fattori macro

In Pictet Wealth Management (PWM) basiamo i nostri rendimenti attesi su un modello di pricing delle attività che è funzione del regime economico sottostante. È infatti il regime economico a determinare i livelli della crescita economica in termini reali e dell'inflazione, i due fattori guida dei rendimenti attesi. Un cambiamento di regime ha pertanto profonde implicazioni sui prezzi delle attività e sulle valutazioni.

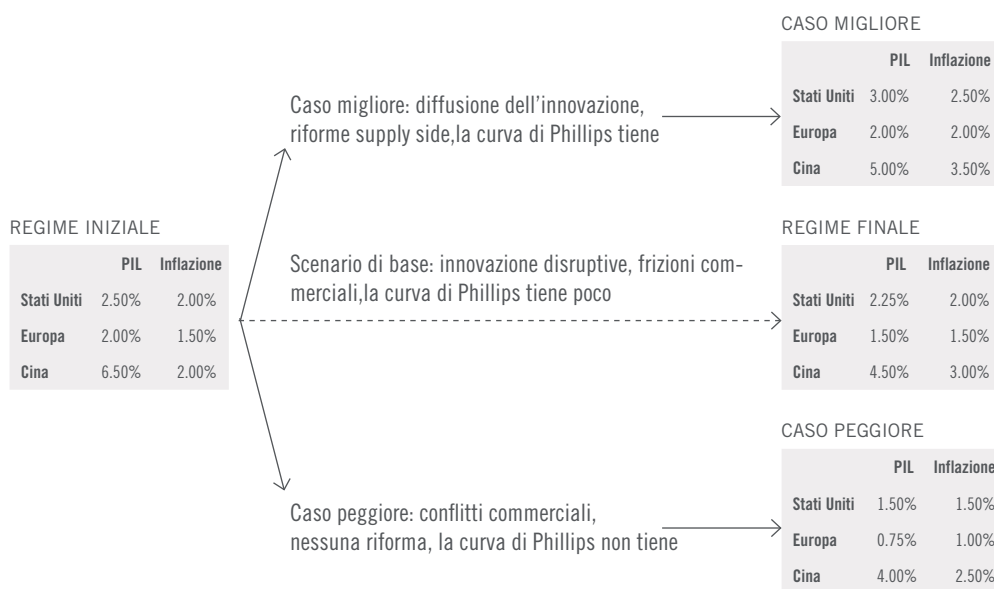
Si può dire di essere in presenza di un cambiamento di regime quando si ha una modifica sostanziale del livello medio del tasso di crescita del PIL in termini reali e/o del tasso d'inflazione, misurato ad esempio dall'indice dei prezzi al consumo (IPC). Un caso si è avuto in occasione della crisi dei subprime alla fine del 2007, quando il PIL statunitense in termini

reali crollò improvvisamente da un tasso medio di crescita a sei anni relativamente stabile del 2,6% a una media del -1,25% nel periodo fino a giugno 2009: un regime indubbiamente deflazionistico. Dopo il minimo toccato a giugno 2009, con l'aiuto di misure straordinarie di politica monetaria e fiscale, il tasso di crescita del PIL statunitense in termini reali ha oscillato intorno al 2% in un regime classificabile come reflazionistico.

Un altro esempio riguarda l'inflazione. A ottobre 1973 i paesi OPEC determinarono una triplicazione del prezzo del greggio in pochi mesi, creando uno choc inflazionistico in tutte le economie occidentali.

Anche le condizioni politiche possono potenzialmente causare un cambiamento di regime economico. Attualmente, l'ascesa del populismo minaccia di provocare

GRAFICO 2: PROSPETTIVE SECOLARI: REGIMI ECONOMICI ED EQUILIBRIO DEI RISCHI



Fonte: Pictet WM-AA&MR

cambiamenti avversi nei regimi economici e di mercato.

La potenza geopolitica relativa degli Stati Uniti sta venendo meno e con questa diminuzione di dominanza può emergere un mondo multipolare, creando spazio per cambiamenti di regime economici e di mercato.

Le innovazioni hanno dimostrato la capacità di introdurre cambiamenti di paradigma che hanno implicazioni importanti, talvolta trasformative, sulla crescita economica. La combinazione dell'ondata di innovazione tecnologica con la globalizzazione sta modificando le dinamiche dell'economia globale a causa delle sue quattro caratteristiche: è *disruptive*, deflazionistica, globale e i suoi effetti esponenziali dovrebbero materializzarsi nel tempo.

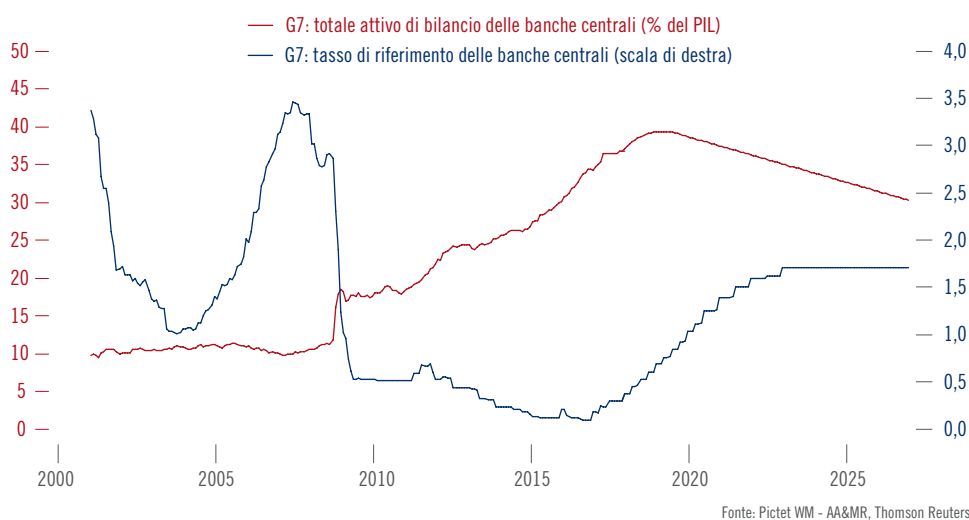
Nel grafico 2 abbiamo riportato il nostro scenario di base per l'inflazione e la crescita del PIL, unitamente a una ipotesi migliore e una peggiore. In esso teniamo conto dell'innovazione con profondi effetti trasformativi (*disruptive*) del grado di costanza tra le relazioni tra attività economica e livello di occupazione e l'inflazione, come espresse nella curva di Phillips, e della possibilità di evitare una vera e propria guerra commerciale.

La nostra analisi macroeconomica porta a diverse osservazioni in tre aree critiche: politica monetaria, inflazione e debito globale.

#### **Politica monetaria: l'inizio di una nuova era**

Stiamo arrivando alla fine di un lungo periodo di misure straordinarie nelle politiche delle banche centrali. Gli ingenti e continuativi acquisti di attività finanziarie

GRAFICO 3 - DIMENSIONE DEI BILANCI DELLE BANCHE CENTRALI G7 E TASSI DI RIFERIMENTO



«Potrebbero affermarsi nuovi strumenti e strategie, tra cui la fissazione di obiettivi di prezzo delle attività (*asset price targeting*) e obiettivi di inflazione (*inflation targeting*), oltre a un coordinamento più esplicito tra le banche centrali»

dalle banche e dagli altri istituti finanziari effettuati dalle banche centrali dopo la crisi finanziaria del 2007/2008 (il cosiddetto quantitative easing, QE) forse non hanno creato crescita ma sicuramente hanno evitato una depressione.

Le banche centrali rimangono comunque vigili e accomodanti. In parallelo al graduale ritiro del QE, le nostre previsioni sono basate sulla normalizzazione dei tassi di riferimento delle banche centrali, come indicato nel grafico 3, con in generale bassi tassi terminali, sia pure con notevoli differenze tra i vari paesi.

Anche se sarebbe sbagliato escludere il fatto che possano riemergere forze deflazionistiche alla prossima battuta d'arresto dell'economia o alla prossima crisi finanziaria, questo rischio è diminuito sensibilmente. Nel caso di un eventuale ritorno delle pressioni deflazionistiche, la capacità delle banche centrali di influenzare gli eventi sarebbe comunque compromessa dagli sforzi dell'ultimo decennio, in particolare nell'eurozona dove le possibilità di allentamento sono limitate.

Se tutti gli attuali strumenti e strategie dovessero fallire, se ne potrebbero affermare dei nuovi, tra cui la fissazione di obiettivi di prezzo delle attività (*asset price targeting*) e obiettivi di inflazione (*inflation targeting*), oltre a un coordinamento più esplicito tra le banche centrali, anche se la focalizzazione dei nuovi interventi di mercato si sta inevitabilmente spostando dalla politica monetaria alla politica di bilancio (come è risultato evidente di recente con l'annuncio del taglio delle imposte negli Stati Uniti).

La normalizzazione ha anche profonde implicazioni politiche. I governi hanno

beneficiato ampiamente dell'allentamento monetario, che ha ridotto il costo dell'indebitamento e reso più giustificabile una maggiore quantità di debito, una manna che ovviamente i politici hanno raccolto a piene mani.

È uno stato di cose che non può durare. Nonostante la crescita del PIL sia in generale relativamente buona, la prospettiva di un rialzo dei tassi e di una normalizzazione dei vincoli di bilancio complica enormemente le scelte tra aumento dell'imposizione fiscale e riduzione della spesa/aumento del debito. In ultima analisi, questo scenario economico può rappresentare un boomerang per le banche centrali, poiché la loro indipendenza riguardo alla leva dell'aumento dei tassi d'interesse viene implicitamente minacciata.

#### **Inflazione: comportamenti anomali e nuove dinamiche globali**

L'inflazione distrugge valore e viene pertanto monitorata costantemente dalle banche centrali. La capacità delle banche centrali e dei responsabili della politica economica di raggiungere obiettivi di inflazione è stata frustrata dal comportamento impreveduto della curva di Phillips che mette in relazione il tasso d'inflazione con misure di allentamento dell'economia come il tasso di disoccupazione o la differenza tra il PIL effettivo e il PIL potenziale (output gap).

Dopo la crisi, la maggior parte delle economie sviluppate ha vissuto un episodio di «mancanza di deflazione» in cui un marcato e brusco allargamento dell'output gap non si è tradotto in un calo proporzionale del tasso di inflazione. D'altro canto, dopo diversi anni di ripresa economica e calo della disoccupazione,

---

l'inflazione e i salari non sono riusciti ad aumentare al ritmo del tasso di utilizzo della capacità, un cosiddetto puzzle di «missing inflation».

Questo ha portato a un intenso dibattito sul fatto che la curva di Phillips avesse perso la sua validità. Non siamo di questa opinione, che non è condivisa neanche dal nuovo governatore della Fed Jerome Powell o dalla precedente governatrice Janet Yellen. Riteniamo che i più recenti cambiamenti della dinamica della curva di Phillips (ora più piatta) rispetto ai livelli dell'inflazione pre crisi derivino probabilmente da una combinazione di due categorie di fattori: fattori globali (incluso il ciclo delle commodity, globalizzazione e innovazione), e cambiamenti strutturali nel mercato del lavoro. In questo contesto prevediamo che l'inflazione aumenterà gradualmente ma rileviamo che l'Asia può essere una potenziale esportatrice di inflazione verso i mercati sviluppati, in particolare nel caso della Cina a causa dell'assottigliamento della forza lavoro disponibile e dell'aumento dei costi del lavoro.

#### **Debito globale: livelli gestibili ma la Cina preoccupa**

I livelli di indebitamento eccessivi aumentano la vulnerabilità economica e di conseguenza possono inficiare l'efficacia delle previsioni economiche.

Non vi è consenso sul livello a partire dal quale i livelli del debito iniziano a influire sulla crescita o attivano un deleveraging. Notoriamente il debito alimenta la crescita, ma a un certo punto i danni sono superiori ai benefici, poiché gli investimenti e i consumi vengono ridotti quando il reddito del settore privato viene assorbito dal servizio del debito. Elevati livelli di indebitamento aumentano la fragilità delle

imprese non finanziarie e delle famiglie in caso di cambiamenti nel ciclo economico, nell'inflazione e nei tassi d'interessi. Essi accentuano inoltre l'incertezza.

Nel complesso i livelli del debito globale sono a nostro avviso gestibili. L'Europa è molto eterogenea, sebbene i livelli di indebitamento di alcuni singoli paesi rimangano preoccupantemente elevati e non si sia assistito a un deleveraging della stessa portata di quello negli Stati Uniti e nel Regno Unito. I livelli del debito della Cina sono tali da inquietare potenzialmente i mercati globali, ma una analisi più attenta rivela che la natura peculiare del profilo di quel debito può in qualche modo tranquillizzare gli osservatori.

Il debito della Cina è una fonte di preoccupazione per quattro motivi: il potenziale impatto globale di una stretta creditizia; il tasso di crescita del debito; i livelli di indebitamento delle imprese non finanziarie; la rapida crescita dello «shadow banking». Va però considerato che la maggior parte del debito cinese viene assunto a livello domestico e che due terzi del debito delle imprese non finanziarie sono detenuti da società di proprietà statale. ■

---

## RENDIMENTI ATTESI

### Panoramica per classe di attività

Le nostre conclusioni relativamente ai rendimenti attesi sono coerenti con la teoria degli investimenti consolidata e l'esperienza: non è possibile ottenere rendimenti più elevati senza esporsi a un maggior rischio.

Ovviamente, il rischio degli investimenti viene attenuato dal fattore tempo, che produce l'effetto di appiattire le fluttuazioni di breve periodo delle performance, e questo è riflesso nel nostro orizzonte d'investimento a 10 anni. Per lo stesso motivo i nostri rendimenti attesi sono poco sensibili al ciclo economico. Un periodo di 10 anni è sufficientemente lungo per coprire un intero ciclo economico e pertanto non prevediamo (e non abbiamo la possibilità di sfruttare opportunisticamente) i cicli economici nell'ambito del nostro modello dei rendimenti attesi.

Le singole classi di attività tendono a evidenziare determinate caratteristiche di rischio/rendimento che distinguono ciascuna classe dalle altre, ma queste generalizzazioni richiedono una precisazione: sono generalizzazioni, non regole immutabili.

Ad esempio, le azioni nel loro complesso sono considerate più rischiose delle obbligazioni poiché hanno un rendimento atteso e una volatilità più elevati, ma le singole azioni hanno caratteristiche di rischio/rendimento molto differenziate. Nelle obbligazioni, i titoli di Stato sono considerati molto meno rischiosi delle obbligazioni *high yield*. La liquidità viene considerata come la classe di attività meno rischiosa in assoluto.

Detto questo, la nostra analisi ci permette di formulare alcune osservazioni generali sulle prospettive delle singole classi di attività.

### Liquidità: le banche centrali stanno facendo salire i tassi a breve termine

Il nostro scenario economico principale per i prossimi 10 anni ipotizza una normalizzazione dei tassi d'interesse, sia per i tassi a breve che per quelli a lunga. Eppure, a causa dell'attuale dimensione dei bilanci delle banche centrali, questo processo di normalizzazione richiederà più di 10 anni e quindi i tassi a breve termine dovrebbero rimanere piuttosto bassi. La Fed ha già iniziato ad alzare i tassi e analoghi movimenti sono previsti in altre aree monetarie, con un conseguente rialzo globale dei tassi. Questo processo farà tornare i tassi in territorio positivo in tutte le regioni e farà aumentare il rendimento della liquidità nei prossimi 10 anni.

### Titoli di Stato: previsione di bassi rendimenti

L'analisi a lungo termine mostra che i tassi sovrani nominali seguono da vicino il tasso di crescita del PIL nominale. Questa relazione è però stata distorta dalle politiche delle banche centrali degli ultimi anni. L'intervento delle banche centrali (generalmente sotto forma di massicci acquisti di titoli di Stato) ha esercitato una pressione ribassistica sui tassi d'interesse a lungo termine, che sono divenuti eccessivamente bassi rispetto al crescita del PIL nominale. In un contesto in cui le banche centrali spingono verso l'alto i tassi a breve termine, i tassi sui titoli di Stato decennali potrebbero scendere a minimi storici. I titoli di Stato tedeschi, giapponesi e svizzeri nei prossimi 10 anni distruggeranno valore in termini netti. Con la Federal reserve che alza i tassi sui *Fed funds*, la protezione tramite gli US Treasury verrà ad

«In un contesto in cui le banche centrali spingono verso l'alto i tassi a breve termine, i tassi sui titoli di Stato decennali potrebbero scendere a minimi storici»



avere un costo, poiché il rendimento atteso dei titoli decennali è solo del 2,2%.

#### **Obbligazioni societarie: le obbligazioni *high yield* mantengono la loro attrattività**

Se si escludono gli eventi più eclatanti, come la crisi finanziaria del 2008/2009, la storia mostra che i recenti tassi dell'*investment grade* statunitense (IG) sono una buona proxy del rendimento atteso a 10 anni per la stessa classe di attività.

Le obbligazioni *high yield* (HY) uniscono caratteristiche obbligazionarie e caratteristiche azionarie. La forte correlazione tra gli spread dell'HY e l'indice di volatilità azionaria VIX ne è una buona illustrazione. In periodi di stress finanziario, gli spread dell'HY tendono a aumentare sensibilmente in tandem con il rischio azionario. Ma questo parallelo tra il VIX e gli spread dell'HY ha dei limiti: Il VIX è il cosiddetto «termometro della paura» per le società statunitensi blue chips comprese nello S&P 500, che generalmente hanno rating *investment grade*, mentre l'universo HY statunitense è composto principalmente da mid e small cap.

L'analisi mostra comunque che su un periodo di 10 anni, i rendimenti complessivi dell'HY in USD seguono un pattern molto più simile a quello delle obbligazioni IG che a quello dello S&P 500. Vi sono inoltre lunghi periodi in cui l'HY produce performance migliori rispetto alle azioni (ad esempio dal 2008 al 2014), e viceversa. Lo stretto divario tra rendimenti azionari a 10 anni e rendimenti dell'HY dal 2014 non ha precedenti negli ultimi 20 anni.

A differenza dell'IG statunitense, i recenti tassi dell'HY non sono una buona proxy del rendimento atteso a 10 anni per la stessa classe di attività, poiché il tasso più elevato

rappresenta il premio che gli investitori richiedono per compensare il maggiore rischio di default. Ai fini del nostro calcolo dei rendimenti attesi, il tasso di default è meno importante del tasso di perdita finale delle obbligazioni HY. Il tasso di perdita combina il tasso di default con il tasso di recupero finale poiché, a differenza delle azioni, un evento creditizio non significa necessariamente il fallimento dell'emittente con la perdita del 100% del capitale.

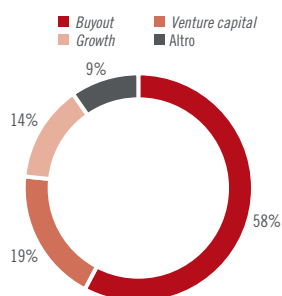
#### **Azioni: rimangono interessanti nonostante i rendimenti attesi più bassi**

Grazie all'espansione degli utili, le azioni continueranno a esprimere rendimenti elevati, sebbene inferiori a quelli degli ultimi decenni. Le azioni dei mercati sviluppati trattano leggermente sotto al picco dei loro multipli storici ma le valutazioni e le prospettive economiche attualmente non offrono grande supporto ai rendimenti a lungo termine. Negli ultimi 35 anni, le blue chips statunitensi hanno fornito un rendimento complessivo nominale annuo medio dell'8,6% rispetto al nostro rendimento atteso annuo medio a 10 anni del 5,3%

In termini di espansione degli utili per i maggiori indici nei mercati azionari sviluppati, diamo per scontato che la traiettoria degli utili convergerà verso la crescita del PIL nominale nell'arco di un periodo di 10 anni, con tre eccezioni. Nei **mercati emergenti** la crescita del PIL nominale non si traduce interamente in una espansione degli utili per le società dei mercati emergenti. Questo viene considerato nelle nostre previsioni, ma nelle economie più mature vi è una maggiore corrispondenza tra crescita del PIL in termini nominali ed espansione degli utili societari. L'elevata esposizione esterna può proteggere le valutazioni come nel caso

«I rendimenti attesi annui nominali medi per tutte le principali classi di attività saranno inferiori rispetto alle medie mobili dei rendimenti dal 1950»

GRAFICO 4 - SCOMPOSIZIONE PER CLASSE DI ATTIVITÀ DEI PATRIMONI GESTITI NEL PRIVATE EQUITY GLOBALI



Fonte: Pictet WM - AA&MR, Prequin  
\* Al 2° trimestre 2017

del Giappone. Questo paese ha sofferto una bassa crescita nominale per molti anni, ma l'elevata esposizione non domestica delle imprese giapponesi ha permesso loro di esprimere una espansione degli utili molto superiore a quella che sarebbe stata consentita dalla crescita del PIL giapponese in termini nominali. Per le **small cap**, la combinazione di bassa crescita nominale e valutazioni elevate ci porta a prevedere un rendimento complessivo annuo inferiore alla media a lungo termine dell'8,6% dello S&P 500 nei prossimi 10 anni. Tipicamente gli utili delle small cap crescono più rapidamente dell'economia globale.

#### Investimenti alternativi: raccogliere il premio per l'illiquidità

Una caratteristica distintiva della nostra analisi dei rendimenti attesi è la performance in termini di rischio/rendimento delle classi di attività alternative, prevalentemente hedge fund e private equity. Quest'ultimo rappresenta per certi versi un outlier nella nostra analisi con un rendimento atteso del 10,2% a fronte di una volatilità del 17%.

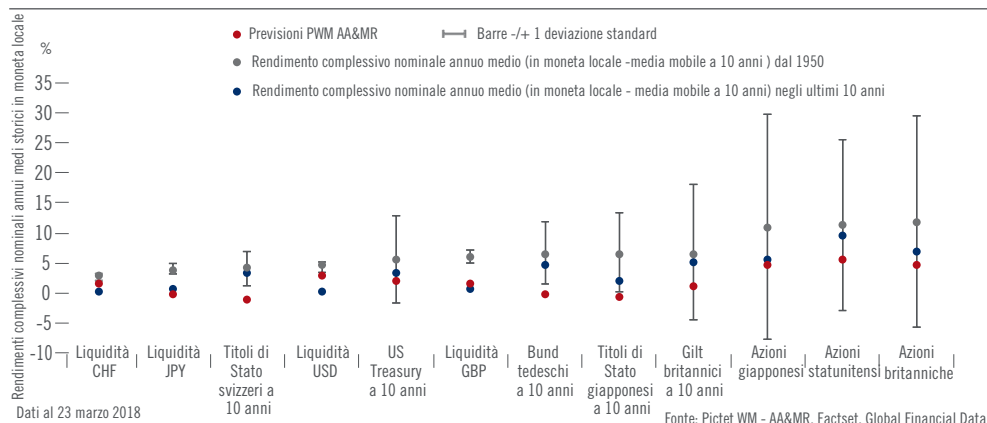
Misurare i rendimenti degli **hedge fund** non è facile. A differenza delle azioni quotate, non sempre si può investire in modo ottimale negli hedge fund, molti dei quali sono chiusi alle nuove sottoscrizioni. Per lo stesso motivo, anche i due indici più affermati sugli hedge fund hanno limitazioni. Questa classe di attività è tutto fuorché omogenea e le varie strategie hedge fund (CTA, *long/short equity*, *distressed debt*, ecc.) presentano una accentuata dispersione dei rendimenti. Scegliere la strategia hedge fund giusta potrebbe notevolmente migliorare il trade off tra rischio e rendimento atteso.

Vi è una importante differenza tra il capitale privato e la maggior parte delle altre classi di attività: il capitale privato non è quotato e pertanto non offre lo stesso grado di liquidità. Questo non sembra avere inibito la sua traiettoria di crescita: i patrimoni gestiti nel capitale privato sono infatti aumentati di sette volte dal 2000, fino a raggiungere USD 4915 miliardi.

Il capitale privato si sta inoltre differenziando, pur essendo ancora raggruppato in due principali aggregati che rappresentano circa i 3/4 della classe di attività. Anche se le infrastrutture (8%) e il debito privato (13%) recentemente sono cresciuti, il private equity (57%) e il private equity real estate (17%) rimangono dominanti.

Il private equity non è una categoria di capitale privato omogenea (v. grafico 4). La forma più conosciuta è lo *start up financing*, anche se il *venture capital* rappresenta meno del 20% del private equity, mentre il grosso è concentrato nel *buyout funding*, con poco meno del 60% del totale. Il *buyout funding* è molto diverso dallo *start up financing*.

GRAFICO 5 - RENDIMENTI ATTESI E MEDIE MOBILI A 10 ANNI DEI RENDIMENTI COMPLESSIVI ANNUI NOMINALI IN MONETA LOCALE DAL 1950 - BARRE +/- DEVIAZIONE STANDARD E ULTIME MEDIE A 10 ANNI\*



\*Le performance del passato o le previsioni non sono una indicazione o una garanzia dei rendimenti futuri.

Qui l'obiettivo è acquistare una azienda esistente, renderla più efficiente e farla crescere, per poi venderla. Ovvero l'essenza del private equity.

Il private equity è attraente poiché offre rendimenti elevati. Dal 2010, il private equity globale ha fornito un rendimento complessivo annuo del 13,5% al netto delle commissioni, rispetto a un rendimento complessivo del 9,7% dell'indice MSCI AC World. Negli ultimi 20 anni, la differenza tra il rendimento del private equity e quello dei mercati quotati (rispettivamente 13% e 6,5%) è ancora più evidente. Il rendimento superiore del private equity viene spesso considerato come un premio per l'illiquidità. Vi sono quattro fattori dietro questi rendimenti superiori.

Primo, è decisamente insolito esercitare un controllo diretto su una impresa quando si investe in azioni quotate. Nel caso del private equity, il fondo ha il vantaggio di potere influire in modo determinante sulla gestione di una società al fine di renderla più efficiente rispetto alle sue pari.

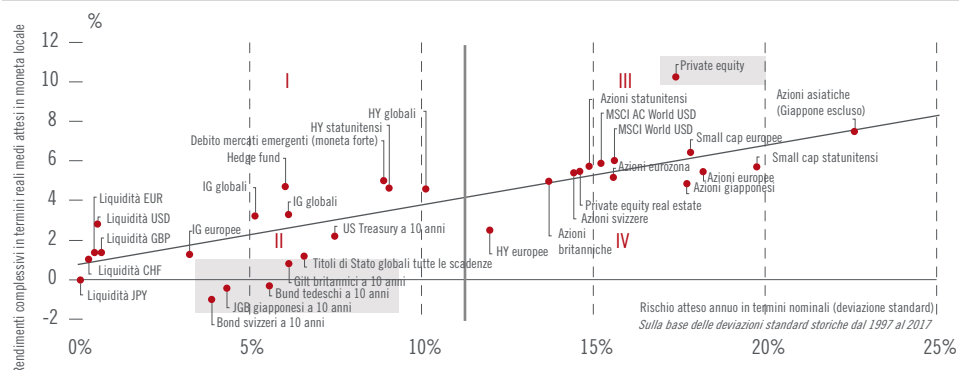
Il secondo fattore è direttamente collegato all'illiquidità di questo tipo d'investimento. L'investimento non è liquido ma vi sono talvolta finestre di uscita che l'investitore può utilizzare per ottimizzare il suo rendimento.

Il terzo fattore è la leva finanziaria. Una azienda ben gestita è in grado di sostenere una maggiore quantità di debito e questo rende possibile ampliare i rendimenti per gli investitori. Attualmente la leva nel segmento *buyout* del private equity globale è quasi il doppio in termini di rapporto tra enterprise value (EV) e mezzi propri che nell'indice MSCI AC World. Il quarto fattore è l'allocatione settoriale. La ripartizione per settore sui mercati quotati è diversa da quella dei mercati privati. Il private equity mira a investire nelle aree di crescita e/o nelle aziende che possono essere ottimizzate o ristrutturate.

#### Il calo dei rendimenti è ormai la norma

Un tema centrale di questa edizione di Orizzonte è che il calo dei rendimenti in generale è divenuto la norma. I rendimenti attesi annui nominali medi per tutte le

GRAFICO 6 - RENDIMENTI COMPLESSIVI NOMINALI ANNUI ATTESI DELLE PRINCIPALI CLASSI DI ATTIVITÀ E RISCHIO IN MONETA LOCALE\*



principali classi di attività saranno inferiori rispetto alle medie mobili dei rendimenti negli ultimi decenni. I rendimenti medi per gli ultimi 10 anni sono stati anche più bassi della media dal 1950 per la maggior parte delle classi di attività.

Il grafico 5 mostra la media mobile storica a 10 anni dei rendimenti complessivi nominali annui in moneta locale per le classi di attività per cui esistono dati dal 1950 e negli ultimi 10 anni, unitamente al loro range di +/- 1 deviazione standard dal 1950 e la nostra previsione a 10 anni.

Dal grafico si può vedere che i rendimenti attesi annui nominali medi per tutte le principali classi di attività sono inferiori rispetto alle medie mobili dei rendimenti negli ultimi decenni. I rendimenti medi degli ultimi 10 anni sono inoltre più bassi delle medie dal 1950. I nostri rendimenti attesi sono più elevati dei rendimenti medi degli ultimi 10 anni solo in tre casi: liquidità CHF, liquidità USD e liquidità GBP.

Alcune osservazioni dal grafico 5 confermano la nuova fase di diminuzione dei rendimenti:

- Nel reddito fisso, solo gli US Treasury a 10 anni e i Gilt britannici a 10 anni hanno rendimenti attesi compresi all'incirca tra la media storica e una deviazione standard sotto la media storica.
- Rispecchiando il cambiamento di regime in corso per i titoli di Stato a lungo termine, tutti gli altri titoli di Stato a 10 anni (svizzeri, tedeschi e giapponesi) hanno rendimenti attesi simili o a meno di una deviazione standard sotto la media storica dal 1950.
- Le classi di attività con rendimenti attesi che sono più di una deviazione standard sotto le medie storiche sono la liquidità JPY, i titoli di Stato svizzeri a 10 anni, la liquidità USD, la liquidità GBP e i Bund tedeschi a 10 anni.
- Nel campo azionario, le azioni americane hanno fornito i profili di rischio/rendimento migliori con un rendimento complessivo medio dell'11,3% dal 1950 e una deviazione standard del 14,3%. Le azioni giapponesi e britanniche hanno espresso rendimenti medi quasi della

stessa magnitudine delle azioni americane nello stesso periodo, rispettivamente 11,0% e 12,0%, ma con un rischio più elevato.

- Dal 1950, la media mobile a 10 anni del rendimento dei Bund tedeschi a 10 anni è stata di più di un punto percentuale superiore a quella degli US Treasury a 10 anni (6,7% rispetto al 5,6%), con un rischio inferiore (5,2% rispetto al 7,3%). Grazie alla bassa dispersione storica dei rendimenti, come misurata dalla deviazione standard, i titoli di Stato svizzeri a 10 anni presentano il miglior valore rispetto a tutti gli altri titoli governativi decennali.

#### Valutare l'equazione rischio/rendimento

I rendimenti attesi hanno di per sé scarso significato se non inquadrati nel contesto di rischio. Il rischio viene solitamente misurato dalla dispersione dei rendimenti annui rispetto alla media a 10 anni (deviazione standard). Il grafico 6 mostra l'elevata variabilità dei profili di rischio/rendimento tra le 35 classi di attività coperte dalla nostra analisi.

Da queste previsioni di rischio/rendimento abbiamo tracciato una linea verticale, separando l'universo d'investimento in due metà. Mediamente, le attività a sinistra della linea sopportano circa la metà del rischio delle attività a destra e, secondo la regola del trade off tra rischio e rendimento, generano pertanto rendimenti attesi inferiori.

Abbiamo anche costruito una linea tendenziale (linea di regressione), con pendenza positiva. Le classi di attività al di sotto della linea tendenziale hanno circa la metà del rapporto rischio/rendimento rispetto alle attività al di sopra della linea.

Le aree delimitate da queste due linee costituiscono quattro quadranti (denominati I, II, III e IV), cui possiamo attribuire alcune qualità generali.

Nonostante i bassi rendimenti, le attività nei quadranti I e II sono potenziali candidate all'attenuazione dei rischi nei portafogli che comprendono anche attività più rischiose dei quadranti III e IV. Ciononostante, la loro attrattività può variare a seconda dei regimi prevalenti.

- Tra le attività liquide che hanno una bassa deviazione standard inferiore all'1% nel quadrante I, la liquidità USD dovrebbe offrire il rendimento più elevato del 2,8% rispetto all'1,4% per la liquidità in GBP, CHF ed EUR e allo 0,0% per la liquidità JPY.
- Più in alto nel quadrante I, le obbligazioni societarie *investment grade* statunitensi dovrebbero offrire un rendimento equivalente al 3,3% delle *investment grade* globali, ma con un rischio più basso (5,2% rispetto al 6,1%).
- Per una deviazione standard equivalente intorno al 6%, gli hedge fund forniscono un rendimento atteso del 4,7% rispetto al 3,3% delle obbligazioni societarie *investment grade* globali. Per un rendimento equivalente, gli hedge fund sono meno rischiosi delle attività di tipo azionario: 9,1% per l'*high yield* statunitense e 10,1% per l'*high yield* globale. Va comunque tenuto presente che solo gli investitori con orizzonte temporale a lungo termine dovrebbero considerare gli hedge fund per l'inclusione nella loro asset allocation, vista la loro natura illiquida e il tempo necessario per realizzare il loro intero potenziale.

«Il private equity è caratterizzato da rendimenti elevati e da un livello di rischio comparabile a quello delle azioni tradizionali»

- Nell'ambito delle obbligazioni societarie *high yield*, i titoli statunitensi nel quadrante I superano nettamente l'*high yield* in euro nel quadrante IV, con un rendimento atteso del 4,6% e una deviazione standard del 9,1%, rispetto al 2,5% e al 12,0%. L'*high yield* globale si colloca tra l'HY statunitense e l'HY in euro con un rendimento atteso del 4,6% e una deviazione standard del 10,1%.
- Nell'area ombreggiata del quadrante II, i titoli di Stato decennali svizzeri, giapponesi e tedeschi sono poco attraenti, a causa dei rendimenti attesi negativi di -1,0%, -0,4% e -0,3%, con deviazioni standard dal 3,9% al 5,6%. Inseriamo i Gilt britannici a 10 anni in questo gruppo, anche se prevediamo che forniranno un rendimento leggermente positivo dello 0,8%.
- Fuori dall'area ombreggiata, gli US Treasury a 10 anni forniscono un profilo di rischio/rendimento più interessante di tutti gli altri titoli di Stato decennali. Questo è uno dei motivi principali per cui, oltre alla loro elevata liquidità, gli

US Treasury a 10 anni continuano a essere l'attività preferita per mitigare il rischio dei portafogli che contengono attività incluse nei quadranti III e IV. Essi hanno un rendimento atteso del 2,2% con una deviazione standard del 7,5%. Ciononostante, grazie al loro stato di investimenti rifugio e alla loro elevata liquidità, gli US Treasury a 10 anni continuano a essere una attività molto adatta per l'inclusione nei portafogli, offrendo protezione in caso di cambiamenti di regime associati a recessione economica, crisi finanziaria o aumento del rischio sistemico - sia pure solo nell'ambito di eventi non inflazionistici. Indubbiamente uno choc associato con improvvisi aumenti delle pressioni inflazionistiche farebbe salire i tassi delle obbligazioni, portando gli US Treasury a deprezzarsi (l'opposto del loro comportamento desiderato in un portafoglio).

Le attività nei quadranti III e IV hanno caratteristiche molto diverse. La maggior parte di esse ha un rischio/rendimento

GRAFICO 7 - RENDIMENTO STORICO ANNUALIZZATO A 10 ANNI DI UN PORTAFOGLIO 60/40 STATUNITENSE E ASPETTATIVE A 10 ANNI\*

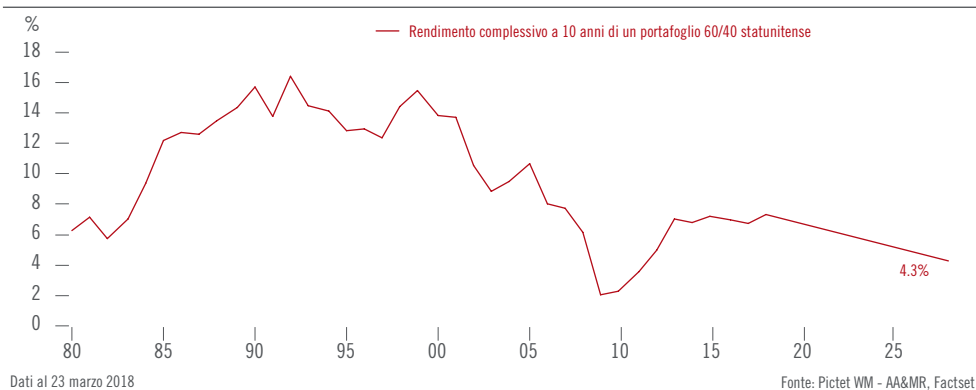
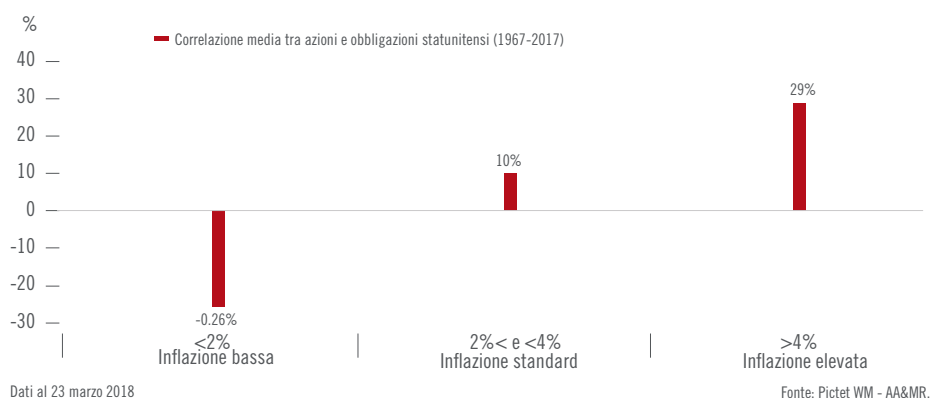


GRAFICO 8 - COEFFICIENTE DI CORRELAZIONE E INFLAZIONE



simile alla linea della media tendenziale. Allo stesso tempo, il private equity è in grado di generare rendimenti elevati con un rischio comparabile a quello delle azioni tradizionali. Il private equity mostra un profilo di rischio/rendimento attraente e si posiziona come outlier nell'area ombreggiata del quadrante II, decisamente sopra la linea tendenziale.

- Per un livello di rischio comparabile di circa il 17%, il private equity fornisce rendimenti attesi annui medi molto più elevati: 10,2% rispetto al 6,4% per le small cap europee.
- Va inoltre rilevato che l'alfa fornito dal private equity è stato persistente nei 25 anni in cui abbiamo incluso questa classe di attività tra i nostri investimenti.
- Il private equity real estate dovrebbe esprimere un rendimento annuo medio del 5,5%, simile al 5,7% delle azioni americane, ma con un rischio inferiore (14,6% rispetto al 14,9%). Ancora una volta, come per gli hedge fund, gli investimenti nel private equity e nel private equity real estate sono illiquidi e dovrebbero essere presi in considerazione

solo dagli investitori con orizzonte temporale a lungo termine.

- Nell'ambito dello spazio azionario, i profili di rischio/rendimento sono molto simili per i titoli large cap dei paesi sviluppati. Ciononostante, il rendimento atteso del 5,7% delle azioni americane e il 5,4% delle azioni svizzere sono leggermente superiori al 5,2% medio annuo per le azioni europee e al 4,9% per le azioni giapponesi. Lo stesso vale per le misure di rischio, con deviazioni standard rispettivamente del 14,9% e del 14,5% rispetto al 15,6% e al 17%. Queste misure di rischio sottolineano la natura difensiva del mercato azionario svizzero, che è dominato da grandi nomi nei settori farmaceutico e dei beni di consumo di base.
- Nell'ambito delle azioni small cap, l'Europa nel quadrante III esce vincente dal confronto con gli Stati Uniti nel quadrante IV, con rendimenti attesi del 6,4% rispetto al 5,7% e un rischio del 17,8% rispetto al 19,8%.

«Prevediamo che l'impatto dei bassi rendimenti attesi sull'asset allocation strategica sarà significativo»

- I mercati emergenti possono a volte fornire rendimenti elevati, a seconda dei regimi prevalenti, del dollaro USA in particolare, ma il rischio a lungo termine tende a essere significativo. Di conseguenza, il rendimento atteso del 7,2% per le azioni asiatiche (Giappone escluso) è il più elevato tra tutte le attività, ma anche il loro rischio del 22,6% è il più elevato. Come risultato, questa classe dovrebbe performare sotto la media, sotto la linea tendenziale nel quadrante IV, in termini sia di rischio che di rendimento.

#### **Costruzione del portafoglio e correlazioni**

In ultima analisi, il punto nodale dell'esercizio sui rendimenti attesi è determinare la nostra attitudine alla costruzione di un portafoglio a lungo termine: in altre parole, la nostra politica di asset allocation strategica. Prevediamo che l'impatto dei bassi rendimenti attesi sull'asset allocation strategica sarà significativo.

Storicamente, le due principali classi di attività incluse in un portafoglio diversificato sono state le azioni e le obbligazioni a lungo termine. Questo ha portato al semplice modello di portafoglio benchmark del 60/40 (60% azioni americane e 40% US Treasury). Le nostre previsioni a 10 anni per queste due classi di attività sono inferiori alla media a lungo termine, in particolare per gli US Treasury a 10 anni, il cui rendimento atteso del 2,2% è vicino al decile più basso degli ultimi due secoli (*v. grafico 7*). Come risultato, un portafoglio standard 60/40 ha un rendimento atteso annuo di circa il 4,3%.

Siamo quindi orientati a una modifica dello stile d'investimento rispetto a un classico portafoglio 60/40, che storicamente ha dato

buone soddisfazioni all'investitore. Anche se questo modello di portafoglio è stato molto efficiente in passato, prevediamo un cambiamento di stile da questo mix di azioni e obbligazioni verso uno stile più da endowment (fondo di dotazione patrimoniale), incorporando attività alternative ad alto numero di ottani per aumentare il profilo di rischio/rendimento delle principali classi di attività

Di conseguenza, stiamo costruendo una maggiore presenza a lungo termine per le classi di attività illiquide come il private equity (un buon sostituto per le azioni) e il private equity real estate (un buon sostituto per le obbligazioni a lungo termine), ovviamente sempre tenendo conto delle circostanze particolari in termini di liquidità e di requisiti di rischio.

Nel contesto della costruzione del portafoglio, l'analisi dei rendimenti attesi di PWM copre ora 35 classi di attività (rispetto alle 11 della prima edizione di *Orizzonte* nel 2014). Questo ampliamento della copertura ci consente una maggiore flessibilità

La diversificazione è la pietra angolare per l'ottimizzazione del profilo di rischio/rendimento di un portafoglio. Da un punto di vista della gestione del rischio, il beneficio di non essere esposti in via esclusiva (o in misura eccessiva) verso una singola classe di attività è ovvio, ma perché la diversificazione sia davvero efficace è anche cruciale conoscere il tasso di correlazione tra queste attività.

Se tutte le classi di attività in un portafoglio dovessero muoversi uniformemente nella stessa direzione (correlazione perfetta, +1) i benefici di diversificazione sarebbero nulli. Solo quando la correlazione è



---

inferiore a 1 i benefici di diversificazione sono visibili. Con la correlazione pari a 0 (ciascuna attività si muove in modo indipendente dalle altre) la riduzione del rischio è già significativa. Il rischio scende ulteriormente quando la correlazione diventa negativa.

Uno dei motivi per cui il portafoglio standard 60/40 è considerato un benchmark è dato dal fatto che le azioni e le obbligazioni storicamente sono state negativamente correlate, anche se non sempre. L'inflazione è un fattore molto importante nei livelli della correlazione tra azioni e obbligazioni come mostra il grafico nel caso delle attività statunitensi.

I fattori di correlazione sono critici nella costruzione dei portafogli bilanciati e vale la pena di esaminare i parametri storici evidenziati nel grafico 8. La matrice vi fornisce indicazioni sulle correlazioni tipiche tra attività e gruppi di attività, ma bisogna ricordare che stimare le correlazioni future è difficile. Primo, le stime delle correlazioni storiche dipendono in larga misura dal periodo di misurazione scelto. Secondo, le correlazioni non sono stabili nel tempo e possono ad esempio essere collegate a eventi di crisi e altri fattori. ■

GRAFICO 9 - CORRELAZIONI STORICHE - PRINCIPALI CLASSI DI ATTIVITÀ (CORRELAZIONE A 20 ANNI SU DATI TRIMESTRALI)

ultimi 20 anni		ICE BofAML US Treasury Bill	ICE BofAML Current US Treasury (10-Y)	Bloomberg Barclays Global Treasury (7-10 Y) - GDP Weighted	ICE BofAML US Government (All Maturity)	Bloomberg Barclays Global Treasury	ICE BofAML Global Broad Market	ICE BofAML US Corporate	ICE BofAML Global Corporate	ICE BofAML US High Yield	Bloomberg Barclays Global High Yield	S&P 500 (1970)	Russell 2000	MSCI World Index	MSCI Japan	MSCI EM (Emerging Markets)	MSCI AC Asia ex JP	MSCI AC World ex USA	MSCI World ex USA	HFRL Global Hedge Fund (USD)	Private Equity (US Buyout)	US Private Equity Real Estate
ICE BofAML US Treasury Bill	100%																					
ICE BofAML Current US Treasury (10-Y)	14%	100%																				
Bloomberg Barclays Global Treasury (7-10 Y) - GDP Weighted	-1%	55%	100%																			
ICE BofAML US Government (All Maturity)	28%	98%	56%	100%																		
Bloomberg Barclays Global Treasury	9%	59%	90%	61%	100%																	
ICE BofAML Global Broad Market	10%	56%	90%	58%	98%	100%																
ICE BofAML US Corporate	-2%	43%	54%	44%	53%	64%	100%															
ICE BofAML Global Corporate	-1%	23%	75%	25%	76%	85%	82%	100%														
ICE BofAML US High Yield	-24%	-46%	1%	-46%	-6%	6%	49%	48%	100%													
Bloomberg Barclays Global High Yield	-21%	-48%	11%	-46%	-2%	10%	46%	52%	96%	100%												
S&P 500 (1970)	-16%	-60%	-12%	-60%	-18%	-12%	8%	22%	67%	70%	100%											
Russell 2000	-17%	-62%	-16%	-60%	-23%	-18%	3%	15%	65%	69%	91%	100%										
MSCI World Index	-13%	-59%	-1%	-58%	-6%	0%	15%	35%	70%	75%	97%	89%	100%									
MSCI Japan	-15%	-48%	-2%	-50%	-6%	-4%	2%	23%	40%	46%	65%	64%	73%	100%								
MSCI EM (Emerging Markets)	-10%	-53%	6%	-51%	-7%	0%	19%	34%	71%	77%	78%	78%	84%	68%	100%							
MSCI AC Asia ex JP	-9%	-46%	4%	-45%	-5%	2%	18%	32%	62%	68%	74%	73%	80%	66%	95%	100%						
MSCI AC World ex USA	-9%	-55%	9%	-53%	4%	11%	22%	45%	71%	77%	88%	84%	97%	77%	89%	84%	100%					
MSCI World ex USA	-9%	-54%	9%	-53%	5%	12%	20%	45%	68%	75%	89%	84%	97%	78%	85%	80%	100%					
HFRL Global Hedge Fund (USD)	21%	-45%	-8%	-39%	-13%	-3%	21%	30%	54%	61%	58%	58%	63%	52%	66%	61%	65%	64%	100%			
Private Equity (US Buyout)	-6%	-51%	-10%	-50%	-18%	-15%	-6%	11%	50%	55%	77%	73%	79%	62%	69%	63%	77%	76%	59%	100%		
US Private Equity Real Estate	19%	-15%	-12%	-15%	-12%	-9%	-11%	-2%	8%	9%	28%	25%	29%	24%	18%	16%	27%	28%	38%	54%	100%	

Dati al 23 marzo 2018

Fonte: Pictet WM - AA&MR, Factset

Autori: Pictet Wealth Management, Asset Allocation & Macro Research Team  
Redazione: Pictet Wealth Management, Investment Communication Team  
Realizzazione: Production Multimedia Pictet

## 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 sui 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 discarico 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 2018

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

STOXX Limited («STOXX») è la fonte dello Stoxx 600 e dell'Euro Stoxx e dei dati ivi compresi. STOXX non è stata coinvolta in alcun modo nella creazione delle informazioni riportate, non fornisce alcuna garanzia ed esclude qualsiasi responsabilità (sia per negligenza o altra causa) - incluso per l'accuratezza, adeguatezza, correttezza, completezza, tempestività e adeguatezza per qualsiasi scopo - riguardo a qualsiasi informazione riportata o in relazione a errori, omissioni o interruzioni negli indici Stoxx menzionati in questo documento o nei suoi dati. Qualsiasi disseminazione o ulteriore distribuzione di tutte le suddette informazioni di pertinenza di STOXX è vietata.

ICE-BofA Merrill Lynch. I dati degli indici qui menzionati sono di proprietà di ICE Data Indices, LLC, di sue affiliate («ICE Data») e/o dei relativi fornitori di terze parti e sono stati concessi in licenza per l'utilizzo da parte di Pictet. ICE Data e i suoi fornitori di terze parti non accettano alcuna responsabilità in connessione al loro utilizzo.

NYSE Euronext. Tutti i diritti relativi agli indici NYSE Euronext e/o ai marchi commerciali degli indici NYSE Euronext sono di pertinenza di NYSE Euronext e/o dei suoi concedenti delle licenze di utilizzo. NYSE Euronext o i suoi concedenti delle licenze di utilizzo non accettano alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni negli indici NYSE Euronext o nei dati sottostanti. Senza l'espresso consenso scritto di NYSE Euronext, non è consentita alcuna ulteriore distribuzione dei dati NYSE Euronext e/o utilizzo dei marchi commerciali degli indici NYSE Euronext per finalità di creazione e/o di gestione di un prodotto finanziario.

Bloomberg Index Services Limited.

SIX Swiss Exchange AG («SIX Swiss Exchange») è la fonte dello SMI\_SPI e dei dati in esso compresi. SIX Swiss Exchange non è stata coinvolta in alcun modo nella creazione delle informazioni riportate, non fornisce alcuna garanzia ed esclude qualsiasi responsabilità (sia per negligenza o altra causa) - incluso per l'accuratezza, adeguatezza, correttezza, completezza, tempestività e appropriatezza per qualsiasi scopo - riguardo a qualsiasi informazione riportata o in relazione a errori, omissioni o interruzioni nello SMI\_SPI o nei suoi dati. Qualsiasi disseminazione o ulteriore distribuzioni delle suddette informazioni di pertinenza di SIX Swiss Exchange è vietata.

Le informazioni MSCI possono essere utilizzate solo per vostro uso interno, non possono essere riprodotte o ridisseminate in qualsiasi forma e non possono essere utilizzate come base o come componenti di strumenti, prodotti o indici finanziari. Nessuna delle informazioni MSCI è concepita per rappresentare una consulenza o una raccomandazione d'investimento (o per prendere, o evitare di prendere, qualsiasi tipo di decisione d'investimento) e non vi si può fare affidamento in quanto tale. I dati e le analisi storiche non devono essere considerate come un indicatore o una garanzia di qualsiasi analisi, previsione o proiezione delle performance future. Le informazioni MSCI sono fornite su base «as is» e chi le utilizza si assume per intero il rischio del relativo utilizzo. MSCI, ciascuna delle sue affiliate e ciascuna delle altre persone coinvolte nella, o collegate alla, compilazione, calcolo o creazione delle informazioni MSCI (collettivamente, le «Parti MSCI») declinano espressamente qualsiasi garanzia (incluso, in modo non limitativo, le garanzie sulla originalità, accuratezza, completezza, tempestività, non violazione, commerciabilità e adeguatezza per uno scopo particolare) riguardo a queste informazioni. Fermo restando quanto precede, in nessun caso una qualsiasi delle Parti MSCI potrà essere considerata responsabile per qualsiasi danno diretto, indiretto, speciale, incidentale, punitivo, consequenziale (incluso, in modo non limitativo, la perdita di profitti) o di qualsiasi altro tipo. (www.msci.com).

@ 2018, Markit Economics Limited. Tutti i diritti riservati e tutti i diritti di proprietà intellettuale sono di pertinenza di «Markit Economics Limited» o dei soggetti che potranno essere di tempo in tempo indicati da Markit a Pictet.

Il TOPIX Index Value e i TOPIX Marks sono soggetti a diritti di proprietà detenuti da Tokyo Stock Exchange, Inc. e quest'ultima detiene tutti i diritti e i know how relativi al TOPIX - come il calcolo, la pubblicazione e l'utilizzo del TOPIX Index Value e relativi ai TOPIX Marks. Nessun prodotto è in alcun modo sponsorizzato, approvato o promosso da Tokyo Stock Exchange, Inc.





Seguitemi su LinkedIn per ricevere le nostre notizie più recenti

[linkedin.com/company/pictet-wealth-management](https://www.linkedin.com/company/pictet-wealth-management)



Seguitemi sul nostro blog Pictet Wealth Management

[perspectives.pictet.com](https://perspectives.pictet.com)



Seguitemi su twitter per i frequenti e approfonditi aggiornamenti da parte dei nostri analisti e specialisti degli investimenti.

[twitter.com/pictetwm](https://twitter.com/pictetwm)



Abbonatevi al nostro canale YouTube per ricevere le più recenti interviste con gli specialisti di Pictet in merito alle strategie d'investimento e alla macroeconomia.

[youtube.com/pictetwm](https://www.youtube.com/pictetwm)