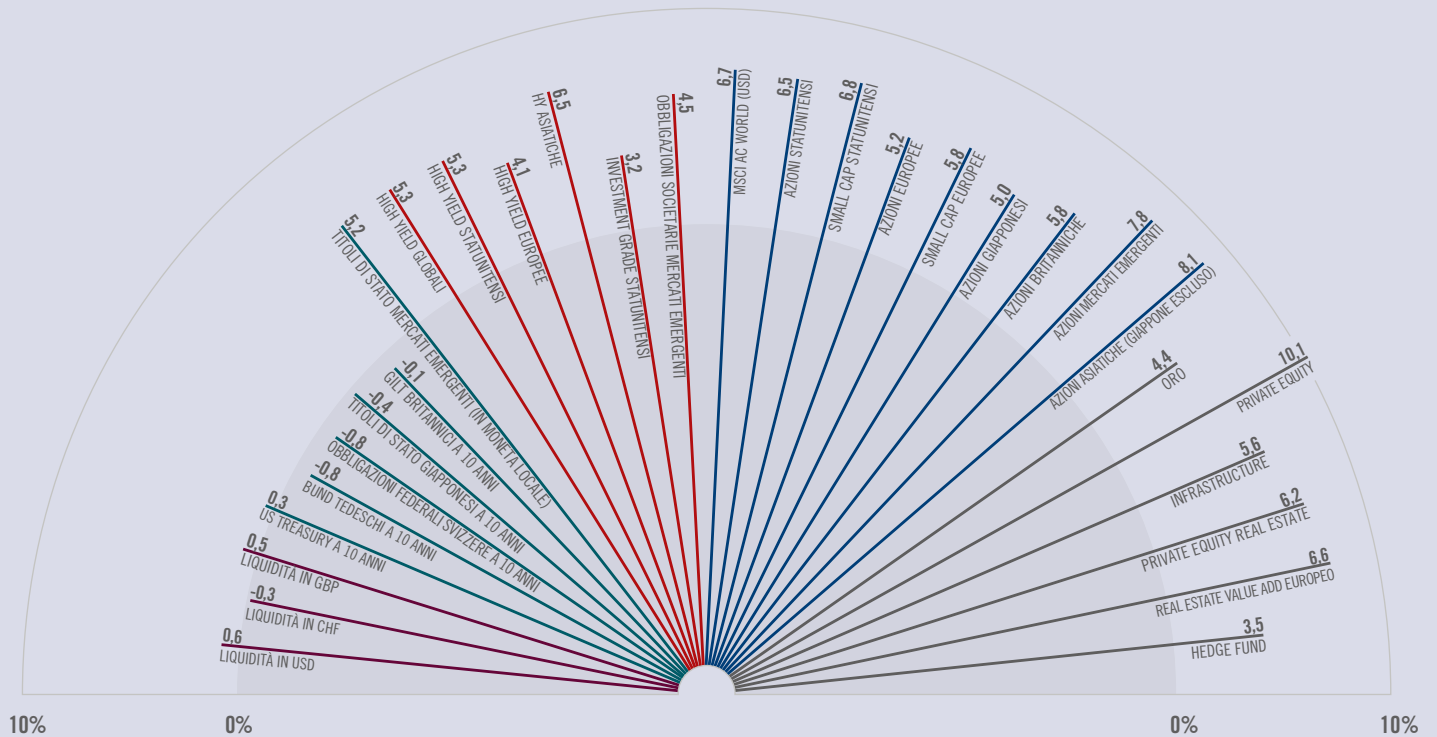


ORIZZONTE

ASPETTATIVE DI RENDIMENTO PER I PROSSIMI 10 ANNI
NUOVI APPROCCI ALL'INVESTIMENTO



LIQUIDITÀ

TITOLI DI STATO

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE

AZIONI

INVESTIMENTI ALTERNATIVI E ORO

INDICE

Rendimenti attesi annui medi di Pictet Wealth Management per i prossimi 10 anni	3
Un nuovo approccio all'investimento strategico dopo la pandemia	4
Dieci messaggi essenziali	6
Il Covid-19 lascerà un segno indelebile sui rendimenti a lungo termine	8
Beyond <i>Horizon</i>	12
I tassi d'interesse persistentemente bassi determinano un miglioramento dei rendimenti delle azioni e delle attività assimilabili	13
L'attrattività dell'investimento in stile endowment	23
Goal-based investing: il nuovo stile di allocazione strategica	24

I NOSTRI SCENARI CENTRALE, PEGGIORE E MIGLIORE PER LA CRESCITA IN TERMINI REALI E L'INFLAZIONE

Media 2020

Inflazione %	Svizzera	Stati Uniti	Eurozona	Regno Unito	Giappone	Cina	India	Mondo
Scenario peggiore	-1,0%	0,2%	-0,3%	-0,5%	-0,3%	2,5%	2,2%	1,8%
Scenario centrale	-0,5%	0,4%	0,2%	0,0%	0,2%	3,0%	3,2%	1,9%
Scenario migliore	0,4%	0,5%	0,8%	0,7%	0,5%	3,5%	4,2%	1,9%

Crescita PIL in termini reali	Svizzera	Stati Uniti	Eurozona	Regno Unito	Giappone	Cina	India	Mondo
Scenario peggiore	-10,0%	-12,3%	-14,0%	-12,0%	-7,8%	-2,7%	-4,0%	-7,0%
Scenario centrale	-7,5%	-7,7%	-9,5%	-10,5%	-5,8%	1,2%	-2,7%	-4,1%
Scenario migliore	-4,0%	-4,2%	-4,7%	-5,5%	-3,3%	2,8%	-1,5%	-1,2%

Media 2029

Inflazione %	Svizzera	Stati Uniti	Eurozona	Regno Unito	Giappone	Cina	India	Mondo
Scenario peggiore	0,7%	1,8%	1,0%	1,9%	0,0%	2,0%	4,0%	2,3%
Scenario centrale	1,4%	1,9%	1,7%	2,1%	0,8%	3,0%	5,0%	2,8%
Scenario migliore	1,9%	4,0%	2,0%	4,0%	1,2%	4,0%	6,0%	3,9%

Crescita PIL in termini reali	Svizzera	Stati Uniti	Eurozona	Regno Unito	Giappone	Cina	India	Mondo
Scenario peggiore	1,3%	1,4%	0,8%	0,9%	0,2%	4,1%	6,3%	2,5%
Scenario centrale	1,7%	2,1%	1,3%	1,5%	0,7%	4,6%	6,8%	2,9%
Scenario migliore	2,0%	2,5%	1,7%	1,9%	1,2%	5,1%	7,3%	3,6%

Fonte: Pictet WM, AA&MR, giugno 2020

RENDIMENTI ATTESI ANNUI MEDI DI PICTET WEALTH MANAGEMENT PER I PROSSIMI 10 ANNI*

	10 ANNI	RENDIMENTI COMPLESSIVI NOMINALI PER MONETA UTILIZZANDO LA PARITÀ DEL POTERE D'ACQUISTO MODIFICATA (PPP)			
	Locale (PPP modificata)	CHF	USD	EUR	GBP
LIQUIDITÀ					
Liquidità in USD	0,6%	0,6%	0,6%	-0,6%	-1,0%
Liquidità in EUR	-0,1%	1,1%	1,1%	-0,1%	-0,5%
Liquidità in CHF	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-1,4%	-1,9%
Liquidità in GBP	0,5%	2,2%	2,1%	0,9%	0,5%
Liquidità in JPY	0,0%	0,8%	1,3%	0,2%	-0,1%
TITOLI DI STATO					
Titoli di Stato globali - tutte le scadenze	0,6%	0,4%	0,6%	-0,6%	-1,0%
Titoli di Stato a 10 anni globali	0,5%	0,4%	0,5%	-0,7%	-1,0%
US Treasury a 10 anni	0,3%	0,3%	0,3%	-0,9%	-1,3%
Bund tedeschi a 10 anni	-0,8%	0,3%	0,3%	-0,8%	-1,2%
Obbligazioni federali svizzere a 10 anni	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-1,9%	-2,4%
Titoli di Stato giapponesi a 10 anni	-0,4%	0,5%	1,0%	-0,2%	-0,4%
Titoli di Stato britannici a 10 anni	-0,1%	1,6%	1,5%	0,3%	-0,1%
Titoli di Stato mercati emergenti (moneta locale)	5,2%	5,3%	5,2%	4,1%	3,6%
Titoli di Stato mercati emergenti (moneta forte)	4,7%	4,8%	4,7%	3,6%	3,1%
OBBLIGAZIONI SOCIETARIE					
High yield globali	5,3%	5,3%	5,3%	4,1%	3,7%
High yield statunitensi	5,3%	5,4%	5,3%	4,1%	3,7%
High yield europee	4,1%	5,2%	5,2%	4,1%	3,7%
High yield asiatiche	6,5%	6,6%	6,5%	5,3%	4,9%
Investment grade globali	3,1%	3,1%	3,1%	1,9%	1,5%
Investment grade statunitensi	3,2%	3,3%	3,2%	2,1%	1,6%
Investment grade europee	1,8%	2,9%	2,9%	1,8%	1,4%
Investment grade asiatiche	4,0%	4,0%	4,0%	2,8%	2,4%
Obbligazioni societarie mercati emergenti	4,5%	4,6%	4,5%	3,3%	2,9%
AZIONI					
MSCI World USD	6,5%	6,5%	6,5%	5,4%	5,0%
MSCI AC World USD	6,7%	6,7%	6,7%	5,5%	5,1%
Azioni statunitensi	6,5%	6,6%	6,5%	5,3%	4,9%
Small cap statunitensi	6,8%	6,9%	6,8%	5,7%	5,3%
Azioni europee	5,2%	6,3%	6,3%	5,2%	4,8%
Small cap europee	5,8%	7,0%	7,0%	5,8%	5,4%
Azioni europee	5,4%	6,6%	6,6%	5,4%	5,0%
Azioni giapponesi	5,0%	5,8%	6,3%	5,2%	4,9%
Azioni svizzere	5,8%	5,8%	5,8%	4,7%	4,2%
Azioni britanniche	5,8%	7,4%	7,4%	6,2%	5,8%
Azioni mercati emergenti	7,8%	7,9%	7,8%	6,7%	6,2%
Azioni asiatiche (Giappone escluso)	8,1%	8,2%	8,1%	7,0%	6,6%
INVESTIMENTI ALTERNATIVI E ORO					
Oro	4,4%	4,5%	4,4%	3,3%	2,8%
Private equity	10,1%	10,1%	10,1%	8,9%	8,5%
Infrastructure	5,6%	5,7%	5,6%	4,5%	4,0%
Private equity real estate	6,2%	6,3%	6,2%	5,1%	4,6%
Real estate value add europeo	6,6%	7,8%	7,8%	6,6%	6,2%
Hedge fund	3,5%	3,5%	3,5%	2,3%	1,9%

*Le performance del passato o le previsioni non sono una indicazione dei rendimenti futuri.
Fonte: Pictet WM, AA&MR, giugno 2020

UN NUOVO APPROCCIO ALL'INVESTIMENTO STRATEGICO DOPO LA PANDEMIA



Christophe Donay

Head of Asset Allocation & Macro Research
Chief Strategist



César Pérez Ruiz

Head of Investment Platform
Chief Investment Officer

Cara lettrice, Caro lettore,

siamo lieti di presentarle l'edizione 2020 di *Orizzonte*, dedicata alla nostra visione top down a lungo termine sulle economie, i rendimenti attesi e l'asset allocation strategica.

Quest'anno il Covid-19 ci ha costretti a rinviare di qualche settimana la pubblicazione, un tempo che abbiamo utilizzato per valutare le implicazioni della pandemia sui mercati e le economie, guardando oltre il crollo a breve termine e il rally di rimbalzo. Anche se ci troviamo in territorio completamente inesplorato e serviranno un paio d'anni per comprendere appieno le conseguenze della crisi sanitaria, questa fase ci è servita per riesaminare le nostre previsioni economiche e aspettative di rendimento nelle varie classi di attività.

Mantenendo il nostro orizzonte temporale di 10 anni, che riteniamo il più valido per l'investimento strategico, siamo giunti alla conclusione che l'improvvisa e severa recessione provocata dal Covid-19 abbia in generale rafforzato diverse dinamiche economiche e di mercato preesistenti. Ad esempio, avendo dovuto intervenire con massicci acquisti di nuove emissioni di titoli di Stato, le banche centrali stanno accantonando qualsiasi pensiero di «normalizzazione» della politica monetaria, mentre nuove idee per stimolare le economie - come la Modern Monetary Theory e il controllo della curva dei rendimenti - prendono piede. Nel complesso, ci troviamo in un regime di politica monetaria di «dominanza del debito», che punta a tenere bassi durevolmente i tassi d'interesse. Ciò comporta diverse conseguenze per i rendimenti delle classi di attività. Innanzitutto, significa un paradossale miglioramento dei rendimenti azionari, dato che prevedibilmente rimarremo nello stesso regime per l'orizzonte temporale di questa pubblicazione. Migliorano anche le nostre aspettative di rendimento per i private asset. Il ribasso dei tassi d'interesse determina invece un peggioramento delle prospettive per i titoli di Stato e la liquidità. Il cambiamento di rotta nella politica monetaria conferma inoltre che lo stile d'investimento endowment rimane il più appropriato ai fini dell'asset allocation strategica.

Restiamo convinti che i concetti di «regime» e di «cambiamento di regime» siano essenziali per la comprensione delle dinamiche dell'economia e dell'inflazione che sottendono i trend nelle classi di attività. L'esempio più eclatante di un cambiamento di regime è la Cina, dove la crescita annua del PIL è passata dal 12% in termini reali all'inizio degli anni 1990 a meno del 7% dopo il 2015, con una ulteriore discesa intorno al 4% prevista prossimi 10 anni. Nonostante la previsione di un aumento dell'inflazione cinese a una media annua del 3%, secondo il nostro scenario centrale le principali economie dovrebbero rimanere in un regime di bassa inflazione. Le massicce iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali nei sistemi finanziari per contrastare gli effetti della pandemia lasciano comunque intravedere un possibile cambiamento di regime verso livelli più elevati di inflazione globale, forse innescati dal deprezzamento e dalla svalutazione delle monete.

Tra le classi di attività tradizionali, la nostra analisi mostrava già che i rendimenti dei titoli di Stato più sicuri sarebbero stati inferiori rispetto al passato: ora **prevediamo rendimenti annui nominali medi dello 0,3% per gli US Treasury nei prossimi 10 anni (rispetto al 9% per la maggior parte degli ultimi quattro decenni)**. Nelle precedenti edizioni di *Orizzonte* avevamo anche sostenuto che la liquidità, con il calo delle sue aspettative di rendimento, è divenuta semplicemente un modo per conservare valore fino al presentarsi di opportunità d'investimento più attrattive, anziché una parte essenziale dell'asset allocation strategica. Come risultato del cambiamento di regime in atto nella politica monetaria, l'edizione di *Orizzonte* di quest'anno prevede un ulteriore calo dei rendimenti annui della liquidità nei prossimi 10 anni. L'oro è invece una delle attività che dovrebbero beneficiare maggiormente del cambiamento di regime di politica monetaria (e probabilmente del regime inflazionistico), con un rendimento atteso annuo di oltre il 4% (in dollari USA). Dal 2013, quando abbiamo compilato per la prima volta le nostre aspettative di rendimento, abbiamo affinato e allargato la nostra copertura dei driver d'investimento top down, collegando l'analisi delle problematiche economiche ai nostri rendimenti attesi per un numero sempre maggiore di classi di attività e quindi alla nostra asset allocation strategica. Abbiamo effettuato diverse aggiunte alle classi di attività da noi seguite, che ora sono in totale 41, in quattro monete. Dato il ruolo sempre più importante dei private asset nella nostra strategia d'investimento, quest'anno presentiamo le nostre aspettative per le infrastrutture. Anche le obbligazioni societarie asiatiche fanno la loro apparizione in *Orizzonte* per la prima volta. In parallelo, continuiamo a estendere la nostra ricerca nell'asset allocation strategica, approfondendo argomenti come la finanza comportamentale e il «goal-based investing».

L'allargamento della nostra copertura è parte degli sforzi di Pictet Wealth Management per meglio identificare le dinamiche di rendimento nelle varie classi di attività. Questo comporta un approfondimento della nostra analisi dei regimi e la verifica che i modelli che utilizziamo nella nostra analisi finanziaria rimangano ben fondati. Ora, con la volontà di approfondire ulteriormente la conoscenza dei trend strutturali radicati che potrebbero avere un impatto sulle aspettative di rendimento a lungo termine, abbiamo deciso di lanciare «Beyond Horizon». «Beyond Horizon» è un nuovo sviluppo nella nostra ricerca top down, sulla base della premessa che dietro i cambiamenti di regime economico vi sono diversi driver strutturali ben precisi. La nostra ricerca ci porta a concentrarci su sette driver strutturali, alcuni dei quali sono già familiari ai lettori delle precedenti edizioni di *Orizzonte*.

Ad esempio, dal 2014 stiamo integrando le problematiche collegate all'innovazione nella nostra analisi dei rendimenti attesi. Lo stesso vale per la «grande divergenza» nella dinamica del debito e nella sostenibilità in tutto il mondo,

il cambiamento demografico e l'aumento del populismo. Gli eventi nella prima metà del 2020 hanno rafforzato il momentum sottostante a molti di questi driver strutturali. Ad esempio, la sostenibilità del debito probabilmente diverrà una questione critica nei prossimi anni, vista l'impennata del rapporto debito pubblico/PIL nei paesi sviluppati da una media del 105% al 130% nell'arco di pochi mesi. È probabile che si verifichi un inasprimento del confronto tra Cina e Stati Uniti, e si prospetta per la prima volta nella storia un mondo bipolare in termini di leadership tecnologica ed economica. Questi sviluppi hanno importanti conseguenze per le nostre previsioni sull'economia e le classi di attività.

La definizione dell'asset allocation strategica è uno dei momenti più importanti di qualsiasi processo

«Prevediamo un miglioramento dei rendimenti a lungo termine per i private asset e, paradossalmente, per le azioni. I tassi d'interesse estremamente bassi influiscono però negativamente sulle prospettive per la liquidità e i titoli di Stato»

d'investimento. Su di essa si basano le decisioni di asset allocation tattica e gran parte della performance a lungo termine. Individuare l'asset allocation strategica più appropriata per i tempi in cui viviamo è la motivazione principale che ci spinge a perfezionare ulteriormente la nostra ricerca e combinare le nostre analisi macro economiche, convinzioni sulle classi di attività e scelte di asset allocation tattica nel modo più coerente e resiliente possibile. Questa edizione di *Orizzonte* include inoltre i più recenti affinamenti delle nostre stime di rischio, partendo dall'idea che la volatilità offre una visione troppo limitata del rischio effettivamente sopportato dagli investitori. Negli anni precedenti, avevamo proposto di guardare ai drawdown come il migliore termometro del rischio. Questo spiega l'inclusione in questa edizione della finanza comportamentale, che conduce naturalmente a esaminare il potenziale del goal-based investing, un'area molto promettente per chi si occupa dell'asset allocation strategica. Auspichiamo che l'edizione 2020 di *Orizzonte* le fornisca maggiori informazioni sulle problematiche top down che Pictet Wealth Management prende in considerazione nelle sue asset allocation strategiche, oltre a idee per realizzare i suoi obiettivi d'investimento. Buona lettura! ■

Prospettive e trend secolari

1

I rendimenti attesi sono più incerti con la pandemia.

La fortissima pressione sulle attività rischiose mentre il Covid-19 si diffondeva in tutto il mondo, i cambiamenti strutturali per l'economia globale e le distorsioni provocate dalle risposte di politica economica alla pandemia sono tutti elementi che ci portano a cambiare le nostre aspettative di rendimento a lungo termine per diverse classi di attività - tra cui la liquidità, le obbligazioni e le azioni.

3

Un regime monetario di «dominanza del debito».

Il Covid-19 accelererà diverse tendenze a lungo termine, come l'espansione dell'economia virtuale e la crescente concentrazione della creazione di valore. Esso porterà inoltre più rapidamente all'adozione di nuovi approcci di politica economica, con le decisioni non ortodosse in questo campo che terranno bassi i tassi d'interesse per lungo tempo.

2

I fattori di crescita a lungo termine tornano in primo piano.

La pandemia di coronavirus modifica la traiettoria per l'economia globale, che si prevede esprimerà un forte rimbalzo nel 2021 dopo la contrazione del 2020. La Cina dovrebbe recuperare in tempi relativamente brevi e ritrovare il suo equilibrio di crescita a lungo termine mentre i cambiamenti strutturali interni continuano. Una leggera accelerazione della crescita della produttività guidata dalla tecnologia ci rende più ottimisti sulle prospettive a medio/lungo termine per l'economia americana rispetto alle istituzioni ufficiali statunitensi. Gli Stati Uniti dovrebbero consolidare il loro vantaggio di crescita sull'Europa.

4

Il crescente populismo costituisce una minaccia per le previsioni.

Secondo il nostro scenario centrale, rimarremo in un regime di crescita moderata guidato dall'innovazione che sarà prolungato dal maggiore attivismo delle banche centrali. Il nostro scenario negativo cattura il rischio che varie forme di populismo finiscano con il beneficiare della pandemia da coronavirus, minacciando la crescita del PIL nel lungo periodo.

Rendimenti attesi

5

La liquidità non è più vincente.

La nostra analisi è giunta alla stessa conclusione degli anni precedenti, ma stiamo andando verso un periodo di repressione finanziaria allo scopo di tenere bassi i costi di indebitamento per i governi e le imprese e pertanto i rendimenti annui medi in termini reali saranno negativi per la liquidità in franchi svizzeri e in euro nei prossimi 10 anni, mentre la liquidità in USD offrirà un modesto 0,6%. Gli investitori dovranno considerare altre alternative liquide per migliorare le prospettive in un periodo prolungato di tassi d'interesse straordinariamente bassi.

6**I rendimenti azionari aumenteranno.**

Automaticamente, utilizzare una base di partenza come il 2020, quando gli utili caleranno significativamente come risultato del coronavirus, si tradurrà in un aumento delle nostre aspettative di rendimento a 10 anni per le azioni rispetto ai nostri calcoli iniziali. Il persistere dei tassi obbligazionari bassi probabilmente prolungherà l'attrattività delle azioni. La ricaduta dell'epidemia di Covid-19 potrebbe significare un declino del reddito azionario sotto forma di dividendi.

8**Le motivazioni per accettare il premio per l'illiquidità.**

In uno scenario di diminuzione dei rendimenti per le classi di attività tradizionali come le obbligazioni e la liquidità, gli investitori guarderanno con sempre maggiore interesse alle attività alternative, in grado di aumentare i rendimenti per un portafoglio diversificato. Riteniamo che la pandemia apra nuove strade per le attività con lunghi periodi di lockup come il private equity, che potrebbero generare rendimenti annui a doppia cifra nei prossimi 10 anni.

Asset allocation

9**La volatilità è destinata ad aumentare**

Gli investitori dovranno abituarsi a una volatilità molto più elevata nei prossimi anni, con un incremento della frequenza e della magnitudine dei drawdown di breve durata. Come risultato, la diversificazione e la selettività devono rimanere al centro delle considerazioni degli investitori, che dovranno affinare il loro approccio alla tolleranza per il rischio. Riteniamo che la finanza comportamentale acquisterà ulteriormente importanza negli sforzi per migliorare i rendimenti di portafoglio.

7**Rendimenti negativi per i titoli di Stato, prospettive migliori per l'high yield.**

La prolungata pressione ribassista sui tassi d'interesse significa che i titoli di Stato più sicuri forniranno rendimenti anni medi risicati o persino negativi nei prossimi 10 anni. Con i tassi persistentemente bassi, i titoli di Stato sicuri forniranno una protezione modesta anche in caso di un leggero aumento dell'inflazione. Il loro status di investimento rifugio potrebbe persino venire messo in discussione. Mentre le fiacche prospettive per i titoli di Stato influiranno sui rendimenti dell'investment grade, le aspettative di rendimento a lungo termine per le obbligazioni high yield, che hanno caratteristiche più simili alle azioni, sembrano destinate a migliorare come risultato dei recenti eventi. Anche i rendimenti attesi per i titoli di Stato dei mercati emergenti diventano corrispondentemente più attrattivi per gli investitori disposti a tollerare il rischio.

10**L'approccio in stile endowment mantiene la sua attrattiva.**

Il diminuito potenziale dei tradizionali portafogli 60/40 (60% azioni e 40% titoli di Stato) a causa dei bassi rendimenti obbligazionari accentuerà l'urgenza di trovare approcci alternativi all'asset allocation strategica. Riteniamo che un investimento in stile endowment attentamente calibrato - comprendente una forte esposizione verso il private equity, gli asset reali e le strategie absolute return - possa determinare un potenziale miglioramento delle performance a lungo termine.

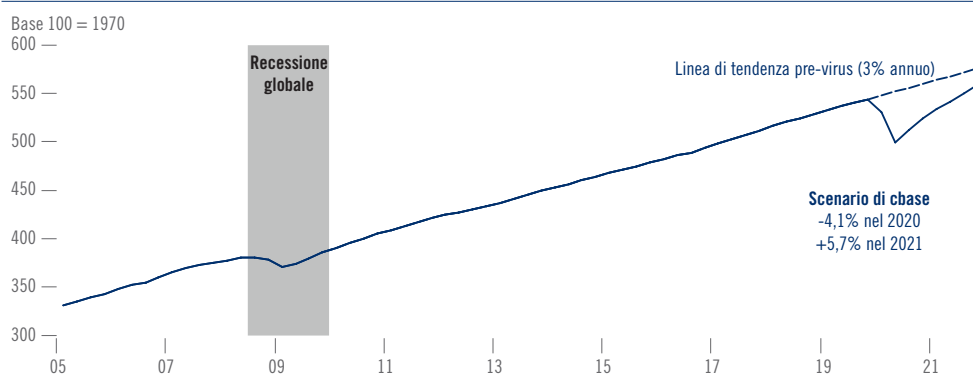
IL COVID-19 LAScerà UN SEGNO INDELEBILE SUI RENDIMENTI A LUNGO TERMINE

Le conseguenze a lungo termine della pandemia da coronavirus sull'economia e sui mercati globali saranno molteplici. Più che mai, una appropriata diversificazione e selezione divengono cruciali per una asset allocation strategica.

La prima e più ovvia conseguenza della pandemia da Covid-19 è che i rischi riguardo al nostro scenario centrale a lungo termine sono aumentati. In questa fase, è più facile rilevare che i nuovi rischi aumentano in modo sproporzionato rispetto alle opportunità. Il secondo punto è che

l'economia globale si muove ora su una traiettoria differente rispetto a prima del Covid-19. La recessione globale nel 2020 avrà dimensioni senza precedenti. Nella nostra previsione centrale, il PIL globale si contrarrà di oltre il 4% nel 2020 per poi rimbalzare del 5,7% nel 2021 (v. grafico 1).

GRAFICO 1 - RECESSIONE GLOBALE NEL 2020: IL NOSTRO SCENARIO CENTRALE



Fonte: PWM-AA&MR, Fondo monetario internazionale, Thomson Reuters, aprile 2020

Bisognerà arrivare al 2022 prima di vedere il PIL globale in termini reali ritornare al suo livello di fine 2019. Come avviene spesso dopo una crisi economica, il trend di crescita nel prossimo decennio sarà inoltre inferiore a quello dei 10 anni precedenti. In altre parole, come in tutte le crisi, la pandemia provocherà una perdita permanente del PIL.

Le nostre previsioni sul PIL globale per il 2020 e il 2021 sono basate su due ipotesi: primo, non ci sarà una seconda (o una terza) ondata di coronavirus; secondo, i più drastici lockdown a livello nazionale non supereranno i 60 giorni.

Il terzo punto che possiamo notare è che le nostre aspettative di rendimento a 10 anni in tutte le classi di attività sono

state significativamente distorte dalla pandemia (v. grafico 2). Abbiamo dovuto modificare le nostre aspettative non solo perché l'economia globale seguirà una traiettoria di crescita diversa, ma anche perché la base di partenza per le previsioni della maggior parte delle classi di attività è completamente cambiata. Ad esempio:

- i tassi nominali degli US Treasury hanno raggiunto un minimo storico dello 0,6% a inizio maggio 2020 e prevediamo che resteranno bassi in considerazione del perdurante cambiamento del regime di politica monetaria. Come risultato, il rendimento complessivo sui titoli di Stato core, compresi gli US Treasury, diminuirà di 150 punti base nel periodo 2020-2029
- la flessione dei principali indici dei mercati azionari tra metà febbraio e metà marzo migliora automaticamente i rendimenti azionari a 10 anni di circa 90 punti base rispetto alle nostre stime nel 2019. Come al solito, una crisi come quella vista nel 2020 offre migliori punti di entrata e pertanto migliori opportunità per gli investitori a lungo termine
- gli spread delle obbligazioni societarie di alta qualità diminuiranno significativamente nei prossimi 10 anni, con i loro rendimenti annui nominali negli Stati Uniti e in Europa che aumenteranno rispettivamente di 90 punti base e 140 punti base rispetto all'edizione di *Orizzonte* dello scorso anno.

Le variazioni delle nostre aspettative di rendimento si verificano in una complessa interazione tra i mercati politici, geopolitici, economici e dei mercati finanziari.

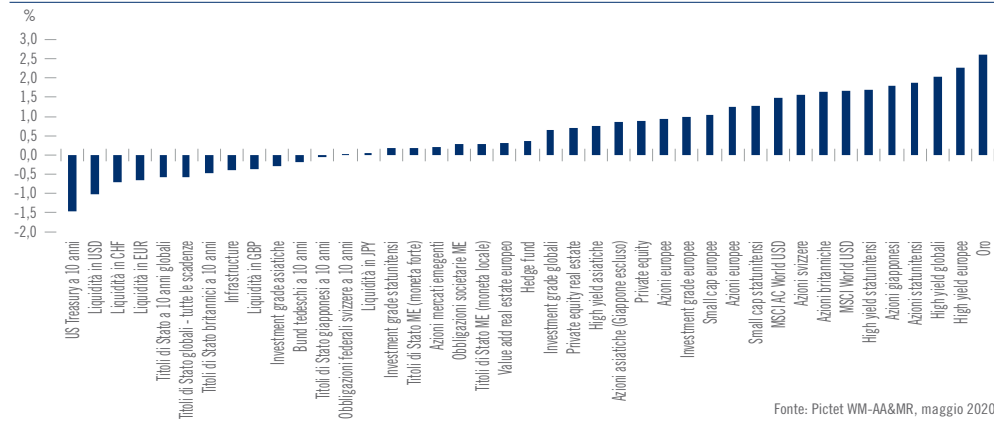
Impatto economico e politico

Le conseguenze economiche e politiche della pandemia sono molteplici e tendono a rafforzare trend strutturali già identificati in precedenza. Vi sono sette considerazioni generali da fare a questo proposito:

1. i crescenti livelli del debito pubblico e privato potrebbero alla fine ridurre i livelli di crescita in termini reali potenziali sia nelle economie sviluppate che in quelle emergenti
2. l'azione delle banche centrali ha impedito una contrazione della liquidità e una stretta creditizia - anche se in cambio di una maggiore instabilità finanziaria. Le nostre aspettative di rendimento includono il riconoscimento che i livelli di debito aumenteranno in tutte le principali economie, con un concomitante aumento dell'instabilità finanziaria. La prossima crisi potrebbe infliggere un duro colpo e rivelarsi più difficile da affrontare
3. la questione di come finanziare i deficit pubblici fuori misura aumenta considerevolmente il rischio di repressione finanziaria e di aggravio del prelievo fiscale. Le imposte sulle imprese e sulle famiglie potrebbero aumentare
4. l'indipendenza delle banche centrali verrà sempre di più messa in discussione mentre i paesi con grandi deficit di bilancio ed elevati rapporti di indebitamento sono tentati dal prendere controllo delle banche centrali per utilizzare la leva monetaria per finalità politiche
5. la pressione a monetizzare il debito pubblico, compresa la svalutazione della moneta, potrebbe portare a una risalita dell'inflazione e a una crescente sfiducia nella moneta in questione. Un simile scenario potrebbe in ultima analisi aumentare il rischio di crisi finanziarie ed economiche
6. la monetizzazione del debito pubblico viene già ottenuta tramite l'acquisto diretto o indiretto di debito governativo da parte delle banche centrali. Nel processo, vi è un avvicinamento alle idee sostenute dalla Modern Monetary Theory. Sempre di più, sono i governi a determinare l'importo di moneta in circolazione, indipendentemente dal livello dell'attività economica. Nel caso in cui i governi

«Le nostre aspettative di rendimento a 10 anni delle varie classi di attività sono significativamente distorte dalla pandemia»

GRAFICO 2 - CAMBIAMENTI NEI NOSTRI RENDIMENTI ATTESI A 10 ANNI COME RISULTATO DEL COVID-19 (MAGGIO 2020 RISPETTO A MARZO 2020)



Fonte: Pictet WM-AA&MR, maggio 2020

«La pandemia ha aumentato l'attrattività all'approccio d'investimento in stile endowment»

dovessero arrivare a determinare i tassi d'interesse di riferimento, i meccanismi di credito convenzionali cambierebbero, con i tassi d'interesse artificialmente bassi che si tradurrebbero in valutazioni gonfiate degli asset

7. probabilmente la deglobalizzazione guadagnerà momentum, mentre un ulteriore aumento del nazionalismo e del populismo come risultato delle ricadute della pandemia potrebbe cambiare profondamente gli stili della politica economica.

Mercati finanziari e asset allocation

Dopo la pandemia, possiamo prevedere una accelerazione di alcuni dei trend e cambiamenti nello stile di politica monetaria e fiscale che abbiamo identificato e di cui abbiamo parlato nelle edizioni precedenti di *Orizzonte*.

1. Gli economisti e gli strategist discutono in merito ai fattori fondamentali che hanno affrettato il generale calo dei tassi d'interesse fino a zero o sotto zero dopo l'apparizione del coronavirus. Ciononostante, è ragionevole pensare che la svolta degli stili monetari delle banche centrali sia un fattore. **Le banche centrali tendono ad adottare uno stile che combina controllo della curva dei rendimenti e Modern Monetary**

Theory (MMT). In poche parole, le banche centrali finanzieranno i deficit dei governi portando i loro costi di finanziamento a livelli significativamente inferiori alla crescita nominale.

2. Come risultato, con la Federal reserve che detiene già il 26% di tutti i titoli di Stato emessi dal dipartimento del Tesoro statunitense, i meccanismi del mercato obbligazionario si stanno trasformando profondamente con il rischio che i titoli di Stato core perdano il loro status di investimento rifugio.

3. I rendimenti estremamente bassi dei titoli di Stato core stanno determinando una erosione del capitale in termini reali (repressione finanziaria) e **renderanno sempre più difficile creare un portafoglio ben diversificato tramite una asset allocation bilanciata.**

4. In passato abbiamo già sostenuto che «la liquidità non è più vincente» quando si tratta di asset allocation strategica. Il tipo di MMT e controllo della curva dei rendimenti che viene adottato dalle banche centrali supporta questa argomentazione.

5. **La classica asset allocation strategica 60/40 (60% azioni, 40% titoli di Stato core) sta perdendo smalto** a causa dei costi crescenti della diversificazione provocati dai rendimenti in termini reali sempre più negativi sui titoli di Stato. Per contro, l'appeal dello stile endowment - che effettua allocazioni significative negli asset alternativi (private equity, real asset, strategie absolute return) - aumenta come risultato della pandemia.

6. **Il preoccupante aumento dei livelli di indebitamento aggrava comunque la problematica della sostenibilità del debito.** L'esigenza di selettività è sempre più sentita. L'accesso delle case di private equity a finanziamenti a costo ragionevole e la loro resilienza agli choc economici sono punti di forza cui prestare sempre più attenzione quando si selezionano le transazioni.

Dopo la crisi da coronavirus, le parole chiave nell'asset allocation strategica sono più che mai diversificazione e selezione.

BEYOND HORIZON

Pictet Wealth Management ha sviluppato una nuova iniziativa, denominata «Beyond Horizon» per approfondire la nostra comprensione dei driver sottostanti ai regimi economici e delle loro conseguenze per le classi di attività.

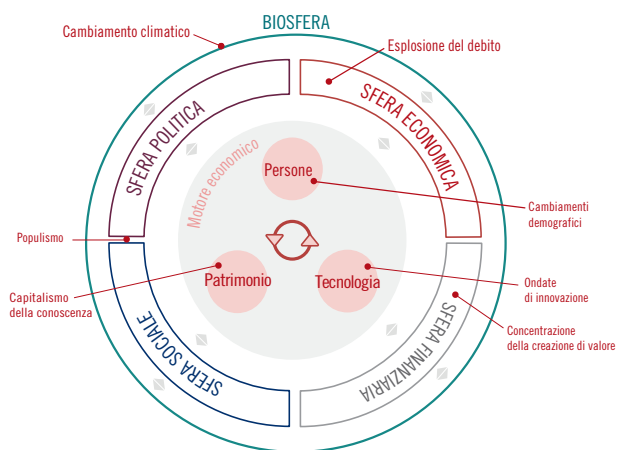
«Beyond Horizon» è un mezzo per esaminare i fattori strutturali che hanno conseguenze di vasta portata e potenzialmente gravi sul nostro contesto geopolitico, economico e finanziario. L'iniziativa è finalizzata specificatamente ad approfondire la nostra comprensione dei driver sottostanti ai regimi dell'economia e delle classi di attività e il loro impatto sulla performance delle attività. Questo a sua volta dovrebbe aiutarci a migliorare e adeguare continuamente le nostre proiezioni a lungo termine e le scelte di asset allocation.

Finora abbiamo identificato sette driver dei regimi economici e delle classi di attività: cambiamento climatico, innovazione, demografia, populismo, problematiche del debito, crescente concentrazione della creazione di valore e crescente importanza del capitale intellettuale. Altri verranno aggiunti man mano. Tre di questi driver a lungo termine - **demografia, innovazione e populismo** - sono di fatto già al centro dell'analisi che effettuiamo in *Orizzonte*.

Ne aggiungiamo ora altri quattro. Primo, il **cambiamento climatico** è rapidamente cresciuto d'importanza tra le preoccupazioni delle popolazioni e sta influenzando le prospettive di tutte le economie. Secondo, l'**esplosione del debito** in tempi di crescita relativamente fiacca significa che la capacità di discriminare tra i differenti livelli di solvibilità rimarrà una delle principali preoccupazioni degli investitori. Terzo, la transizione verso un **capitalismo della conoscenza** basato sui beni intangibili e alimentato dallo sfruttamento dei dati è largamente avviato e segna un importante cambiamento nelle opportunità (e fonti di rischio) per tutti gli attori economici. Quarto, la **concentrazione della creazione di valore** nelle mani di un numero limitato di agenti economici sta determinando notevoli cambiamenti nell'universo d'investimento.

Le nostre previsioni a lungo termine sulle economie, classi di attività e asset allocation saranno ulteriormente affinate man mano che approfondiremo tra l'altro i nuovi argomenti descritti.

I SETTE DRIVER E COME SI POSIZIONANO NEL QUADRO DI RIFERIMENTO TOP DOWN GLOBALE DI AA&MR



Fonte: Pictet WM - AA&MR, 12 giugno 2020

I TASSI D'INTERESSE PERSISTENTEMENTE BASSI DETERMINANO UN MIGLIORAMENTO DEI RENDIMENTI DELLE AZIONI E DELLE ATTIVITÀ AD ESSE ASSIMILABILI

I tassi persistentemente bassi sono il filo rosso comune che unisce le nostre aspettative di rendimento per i prossimi 10 anni. Primo, le mosse delle banche centrali per tenere bassi i tassi d'interesse significano un abbassamento delle prospettive per i titoli di Stato e la liquidità. Come risultato dei tassi d'interesse bassi e del cambiamento di regime in corso nella politica monetaria verso versioni della Modern Monetary Theory (MMT), prevediamo un ulteriore calo dei rendimenti annui della liquidità nei prossimi 10 anni. I rendimenti annui medi per la liquidità in euro e in franchi svizzeri saranno probabilmente negativi. Con i rendimenti decennali ampiamente sotto l'1% negli Stati Uniti e negativi in Europa e in Giappone, i rendimenti attesi per i titoli di Stato sono diminuiti.

Per contro, gli effetti delle risposte di politica economica al coronavirus unitamente agli affinamenti della nostra analisi delle valutazioni comportano un miglioramento delle aspettative di rendimento per le azioni. Ipotizzando un regime economico finale invariato, l'enorme gap tra i rendimenti di quest'anno e le previsioni dei rendimenti annualizzati elaborate lo scorso anno dimostrano che le azioni automaticamente vedono le loro proiezioni di rendimento per i prossimi 10 anni aumentare.

I tassi d'interesse bassi e il miglioramento delle valutazioni stanno anche facendo migliorare le aspettative di rendimento per i private asset - come il real estate e il private equity. La nostra analisi mostra che i rendimenti medi anni per il private equity e per il private equity real estate potrebbero arrivare a superare rispettivamente il 10% e il 6% (in dollari USA).

L'oro è invece uno degli asset che beneficeranno maggiormente dal cambiamento di regime di politica monetaria (e probabilmente del regime inflazionistico), con un rendimento atteso annuo di oltre il 4% (in dollari USA). Per gli investitori disposti ad assumersi il relativo rischio, i titoli di Stato dei mercati emergenti e le obbligazioni high yield offrono un migliore potenziale.

La liquidità non è più vincente

Dall'analisi risulta che la liquidità ha fornito rendimenti post inflazione solo molto modesti negli ultimi 30 anni. In tempi di tassi d'interesse a breve termine molto bassi o persino negativi, è importante distinguere tra rendimenti in termini reali e in termini nominali. Considerando le imposte e l'inflazione, i rendimenti in termini reali della liquidità appaiono ancora meno attraenti (v. tabella 1). Nel complesso, mentre i tassi d'interesse bassi ci stavano già spingendo a ridurre le nostre aspettative,

con il cambiamento di regime in corso nella politica monetaria, prevediamo un ulteriore calo dei rendimenti annui della liquidità nei prossimi 10 anni. **I rendimenti annui medi per la liquidità in euro e in franchi svizzeri saranno negativi, e pari allo 0,5% per la liquidità in sterline.**

Per aumentare il potenziale di rendimento, gli investitori nella liquidità devono considerare fino a che punto sono disposti ad accettare altre forme di rischio, come il rischio di mercato, il rischio di liquidità, il rischio di duration e il rischio di credito.

TABELLA 1: EROSIONE DI CAPITALE DI 100 UNITÀ MONETARIE IN ALCUNE ECONOMIE NEI PROSSIMI 10 ANNI A CAUSA DELL'INFLAZIONE E DELLE IMPOSTE SUL PATRIMONIO

	Inflazione media prevista %	Imposta sul patrimonio %	Capitale rimanente	Erosione del capitale %
Stati Uniti	1,71	0	84,17	-15,8
Stati Uniti ¹	1,71	6	50,85	-49,1
Giappone	0,68	0	93,41	-6,6
Eurozona	1,39	0	86,95	-13,1
Svizzera	1,09	1,01	80,89	-19,1

¹ In caso di applicazione di una imposta sul patrimonio del 6% a partire dal 1° gennaio 2021

Fonte: Pictet WM-AA&MR giugno 2020

Titoli di Stato: la protezione dei portafogli avrà un costo

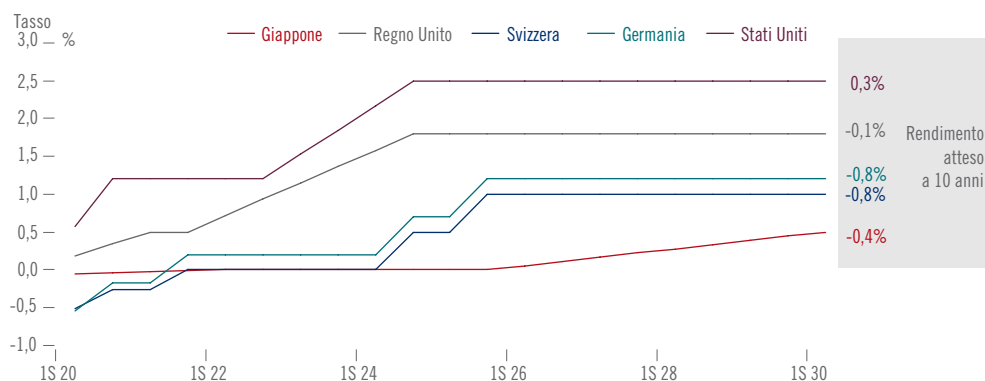
I rendimenti annui medi nominali per gli US Treasury potrebbero essere solo dello 0,3% per la scadenza decennale. Ciò è comunque superiore alle nostre previsioni per i titoli di Stato giapponesi della stessa scadenza (-0,4%) o dei Bund tedeschi (-0,8%, v. grafico 1).

Nel complesso, la continua pressione ribassista sui tassi d'interesse da parte delle banche centrali si traduce, come per la liquidità, in prospettive modeste per i titoli di Stato rifugio. I tassi d'interesse a lungo termine dovrebbero aumentare gradualmente nei prossimi 10 anni, con il tasso degli US Treasury a 10 anni in salita da circa lo 0,6% al 2,5%. Prevediamo comunque che i tassi sovrani rimarranno strutturalmente al di sotto del tasso di crescita del PIL nominale nei prossimi 10 anni. Ora il gap previsto negli Stati Uniti è di 150 punti base rispetto ai 50 punti

base nell'edizione 2019 di *Orizzonte*. Come risultato, riteniamo che i pagamenti delle cedole dei titoli di Stato non riusciranno a compensare la perdita di valore associata ai rialzi dei tassi, soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Il cambiamento di regime verso tassi dei titoli governativi strutturalmente più bassi significa che gli investitori devono essere preparati a bassi rendimenti, o persino a pagare (tramite i tassi d'interesse negativi) per il livello desiderato di assicurazione di portafoglio tradizionalmente fornito dai titoli di Stato a lungo termine. In breve, la protezione che i titoli di Stato più sicuri forniscono ai portafogli avrà per gli investitori un costo in termini di potenziale di performance.

GRAFICO 1: SCENARI PER I PRINCIPALI TASSI DEI TITOLI DI STATO A 10 ANNI E RENDIMENTI ATTESI*



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

Fonte: Pictet WM - AA&MR, maggio 2020

Obbligazioni societarie: l’high yield manterrà la sua attrattività

Prevediamo rendimenti annui medi del 3,2% per le obbligazioni societarie statunitensi investment grade (IG) nei prossimi 10 anni, basando il nostro calcolo su una combinazione delle nostre aspettative per i tassi dei titoli di Stato a 10 anni e per il differenziale di tasso tra obbligazioni societarie IG e i titoli di Stato a 10 anni. Prevediamo rendimenti annui medi dell’1,8% per l’IG in euro nello stesso periodo (v. grafico 2).

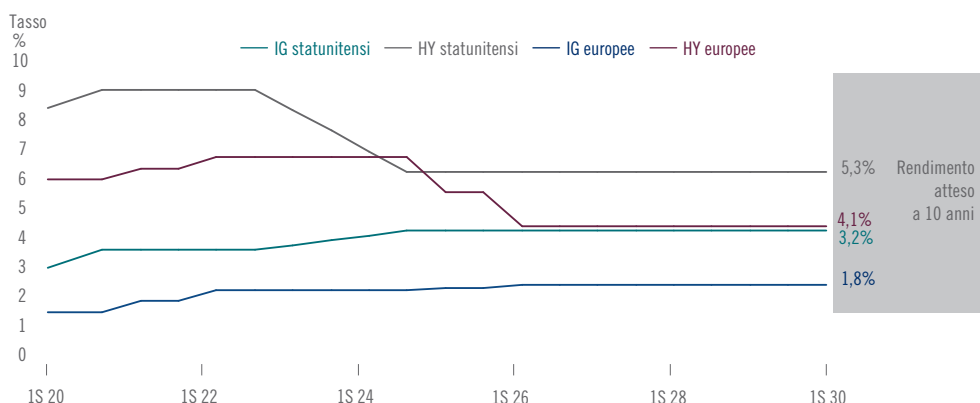
L’allargamento degli spread dovuto al Covid-19 nel 2020 fornisce un migliore punto di partenza per l’high yield (HY): con il maggiore potenziale di compressione degli spread nei prossimi 10 anni, abbiamo rivisto al rialzo le nostre aspettative di rendimento medio annuo a 10 anni per

le obbligazioni HY statunitensi al 5,3% (in dollari USA) rispetto al 4,4% nel 2019. Il rendimento annuo medio per l’HY statunitense sarà probabilmente superiore al rendimento dell’HY euro, per il quale prevediamo il 4,1% (in euro).

Anche se gli spread dell’HY tendono a salire in parallelo con il rischio azionario, questa correlazione ha i suoi limiti. In effetti, l’allargamento degli spread dell’HY quando i timori per il Covid-19 hanno colpito i mercati a marzo di quest’anno è stato più contenuto rispetto all’aumento del rischio azionario quando le risposte di politica economica delle banche centrali e dei governi sono state attivate intensamente per fornire liquidità ai mercati finanziari.

«Prevediamo che il mercato delle obbligazioni societarie asiatiche continuerà a espandersi e a maturare»

GRAFICO 2: SCENARIO PER I TASSI DELLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE DEI MERCATI SILUPPATI E RENDIMENTI ATTESI*



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

Fonte: Pictet WM - AA&MR, FactSet, aprile 2020

Le obbligazioni societarie asiatiche offrono la prospettiva di rendimenti attesi più elevati

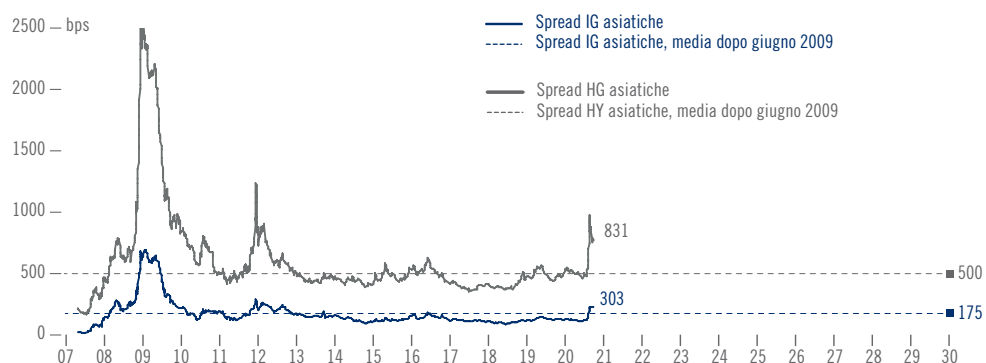
Le obbligazioni societarie asiatiche in moneta forte stanno attraendo gli investitori esteri grazie agli spread creditizi allettanti e al miglioramento della qualità creditizia, con una espansione del mercato di sette volte dal 2008.

Tenendo conto delle nostre aspettative di contrazione degli spread creditizi nei prossimi anni (v. grafico 3) con la maturazione del mercato delle obbligazioni societarie asiatiche (spread che comunque rimarranno più elevati di quelli delle obbligazioni societarie dei mercati sviluppati), prevediamo un rendimento annuo medio del 4,0% per le IG asiatiche (Giappone escluso) in moneta forte e del 6,5% per le HY asiatiche

(Giappone escluso) in moneta forte nei prossimi 10 anni. Il rendimento annuo medio in dollari USA del debito societario asiatico sarà pertanto superiore ai rendimenti degli omologhi titoli statunitensi, sia nell'IG che nell'HY.

Prevediamo che il mercato delle obbligazioni societarie asiatiche continuerà a espandersi e a maturare nel prossimo decennio. Tra i motivi di questa crescita vi sono la rapida espansione economica nella regione, il desiderio delle società asiatiche di diversificare le loro fonti di finanziamento, l'esigenza per le emittenti asiatiche che operano in settori denominati in dollari USA di minimizzare i mismatch valutari e, non meno importante, la crescita della domanda da parte degli investitori globali.

GRAFICO 3: SPREAD DELLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE INVESTMENT GRADE E HIGH YIELD ASIATICHE, PER I PROSSIMI 10 ANNI*



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

Fonte: Pictet WM - AA&MR, FactSet, maggio 2020

La pandemia migliora i rendimenti per le azioni dei mercati sviluppati, che rimarranno comunque inferiori rispetto alla loro media a lungo termine

Al 6,5% (in dollari USA), i rendimenti annui attesi per le azioni statunitensi nei prossimi 10 anni saranno pari a circa la metà della media dell'ultima media mobile decennale. La nostra aspettativa di rendimento medio annuo del 5,4% per

le azioni europee è anche inferiore rispetto alla media storica. Il calo delle aspettative di rendimento sarebbe stato persino maggiore se non fosse per l'effetto base basso, una delle conseguenze dell'epidemia da Covid-19. Le nostre aspettative di rendimento a lungo termine sono pertanto migliorate rispetto allo scorso anno.

I principali fattori che esercitano pressione sulle azioni sono due: l'aumento delle valutazioni dopo la crisi finanziaria globale e il previsto rallentamento della crescita degli utili, in linea con una flessione delle prospettive secolari. Dato che i tassi d'interesse sovrani si prevede rimarranno piuttosto bassi, le nostre aspettative sulle valutazioni sono state riviste al rialzo rispetto allo scorso anno. Considerato l'attuale scenario, il tasso di dividendo dovrebbe rappresentare circa il 60% dei rendimenti azionari in Europa e circa il 40% negli Stati Uniti, sopra la media a lungo termine (v. tabella 2).

Le small cap sono esposte a rischi specifici, dato che il premio per le valutazioni è molto instabile nel tempo. Questo significa che le nostre aspettative sono circondate da maggiore incertezza, anche se ora prevediamo un rendimento annuo medio del 6,8% per le small cap statunitensi e del 5,8% per le omologhe dell'eurozona (entrambi i dati in moneta locale).

TABELLA 2: FATTORI DETERMINANTI DEI RENDIMENTI ATTESI A LUNGO TERMINE (IN %)*

	Tasso di dividendo iniziale	P/E iniziale	P/E obiettivo	Crescita degli utili obiettivo %
Azioni statunitensi	2,1	16,9	16,5	4,0
Small cap statunitensi	1,7	21,7	22,0	4,6
Azioni europee	3,1	13,2	12,0	3,0
Azioni eurozona	2,9	12,7	12,0	3,0
Small cap europee	2,6	14,0	12,0	4,6
Azioni britanniche	2,5	11,1	11,0	4,2
Azioni svizzere	3,0	15,2	13,0	4,3
Azioni giapponesi	2,2	11,9	12,0	1,8

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

Fonte: Pictet WM - AA&MR, FactSet, aprile 2020

Azioni dei mercati emergenti: una espressione di grande vigore

Nel complesso, si prevede che le azioni dei mercati emergenti forniranno rendimenti annui medi elevati nei prossimi 10 anni (7,8%) grazie alla crescita economica superiore. I nostri rendimenti attesi sono aumentati dallo scorso anno in previsione di una minore diluizione, un impatto positivo dei tassi di cambio e all'effetto base favorevole a causa della crisi provocata dal Covid-19.

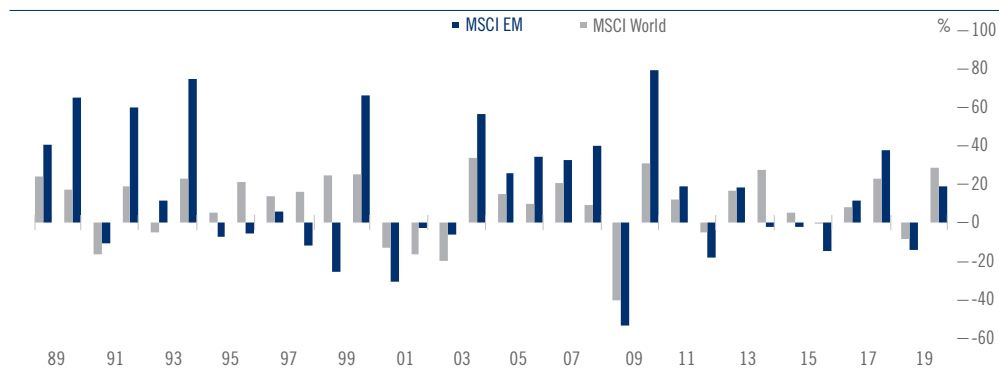
Le azioni dei mercati emergenti hanno significativamente sovraperformato rispetto a quelle dei mercati sviluppati nel lungo periodo, e la nostra aspettativa a questo riguardo rimane invariata per i prossimi 10 anni (v. grafico 4). Il gap è però minore di quanto si potrebbe pensare guardando solo ai differenziali di crescita economica. Una spiegazione importante è che le società dei mercati emergenti hanno l'esigenza vitale di raccogliere capitale e investire, il che comporta automaticamente una diluizione dell'utile per azione. In aggiunta, i rendimenti superiori delle azioni dei mercati emergenti sono stati ottenuti in cambio di un rischio più elevato, che è stato compensato in misura sufficiente solo per la metà di questo periodo. Ciononostante, la classe di attività rimane attrattiva per gli investitori a lungo termine desiderosi di assumere rischio aggiuntivo.

Una ripartizione dei rendimenti delle azioni dei mercati emergenti mostra che non si devono trascurare i dividendi e gli effetti di cambio. I primi tipicamente rappresentano un terzo dei rendimenti complessivi nel tempo, mentre i secondi possono avere un impatto sulla performance, soprattutto sugli orizzonti più a breve termine.

Nell'ambito dei mercati emergenti, il fenomenale rialzo delle azioni cinesi è tutt'altro che terminato, dato che la progressiva apertura dell'economia della Cina porterà a una sua maggiore inclusione negli indici di riferimento e nelle allocazioni degli investitori. La quota della Cina nello spazio dei mercati emergenti

« Le azioni dei mercati emergenti hanno sovraperformato in misura significativa nel lungo periodo, un fenomeno destinato a continuare nei prossimi 10 anni »

GRAFICO 4: RENDIMENTI ANNUI NOMINALI DELLE AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI E DEI MERCATI SVILUPPATI (IN USD)*



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

Fonte: Pictet WM – AA&MR, FactSet, 6 gennaio 2020

è già ragguardevole: investire nei mercati emergenti significa sempre di più investire in Cina. In aggiunta, la Corea del Sud e Taiwan, il secondo e il terzo paese dei mercati emergenti per capitalizzazione di mercato, sono strettamente collegati ai cicli di produzione e di approvvigionamento cinesi.

Cambi: punti interrogativi riguardo al dollaro

Secondo il nostro modello, il dollaro USA e il franco svizzero sono le monete più sopravvalutate tra le major, mentre lo yen giapponese è la più sottovalutata. Prevediamo che il dollaro USA si deprezzerà nei confronti della maggior parte delle monete su un orizzonte a 10 anni, per il deterioramento dei differenziali di tassi d'interesse favorevoli e per il perdurante basso livello tassi in termini reali statunitensi. Secondo il nostro modello, lo yen ha il maggiore potenziale di apprezzamento.

Dalla nostra analisi risulta anche che la sterlina è sottovalutata. La GBP dovrebbe pertanto apprezzarsi nei prossimi 10 anni rispetto a tutte le altre monete ad eccezione dello yen. Il fatto che la moneta britannica si riporti al suo valore di equilibrio a lungo termine dipenderà comunque in larga misura dalle future relazioni del Regno Unito con l'Unione europea. La Brexit evidenzia i limiti del nostro modello. I modelli di valutazione classici non colgono i

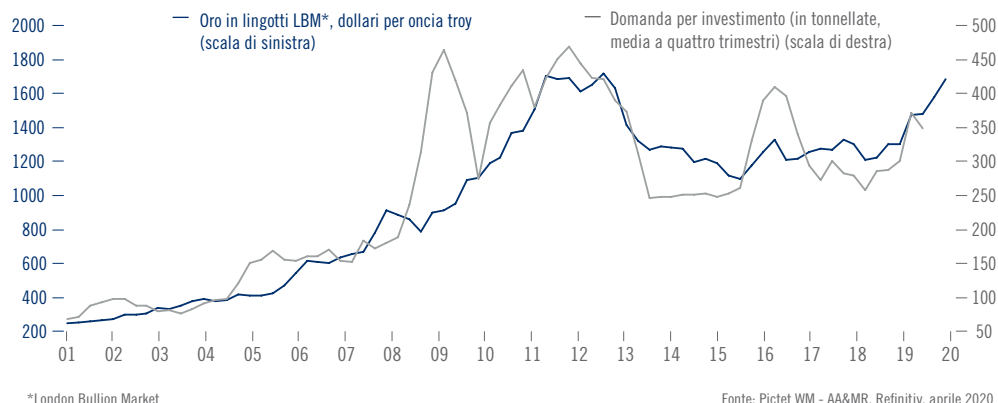
potenziali cambiamenti di regime provocati dagli choc politici. Il rischio di tali choc è aumentato con l'ascesa dei populismi a livello globale.

Un periodo particolarmente felice per l'oro

Prevediamo una salita del prezzo dell'oro verso quota 2470 dollari per oncia troy su un orizzonte di dieci anni (rispetto a circa 1520 dollari a fine 2019). Ciò si traduce in un rendimento annuo del 4,4% nello stesso periodo. La spinta a favore dell'oro provocata dalla nostra aspettativa che il Dollar index scenderà del 14% nello stesso periodo e che il bilancio della Fed aumenterà (a un ritmo significativamente più elevato della crescita economica nominale statunitense) è leggermente compensata dal rimbalzo previsto dei tassi d'interesse in termini reali statunitensi. In combinazione con la maggiore probabilità di un deprezzamento del dollaro USA, i tassi di riferimento al loro limite effettivo inferiore per un periodo di tempo prolungato abbinati al crescente debito pubblico rendono i titoli di Stato statunitensi meno attrattivi dell'oro, un asset che non comporta rischio di credito e vanta un eccellente track record come riserva di valore.

Anche se la domanda d'investimento (v. grafico 5) rappresenta solo circa il 30% della domanda complessiva di oro, per una varietà di motivi essa è il perno essenziale delle nostre proiezioni sul prezzo dell'oro.

GRAFICO 5: ORO E DOMANDA D'INVESTIMENTO



Per stimare la domanda di oro per finalità d'investimento utilizziamo il dollaro USA, i tassi d'interesse a 10 anni in termini reali statunitensi e la dimensione del bilancio della Federal reserve statunitense.

I tassi reali esprimeranno un rimbalzo, che però ora si prevede sarà molto modesto, e il bilancio della Fed crescerà a un ritmo molto più rapido rispetto allo scorso anno considerata la riattivazione di un ampio programma di quantitative easing. La combinazione di crescenti livelli di indebitamento e massiccia espansione del bilancio della Fed per compensare l'effetto della crisi da Covid-19 suggerisce che qualsiasi ritorno a condizioni più «normali» sarà molto difficile.

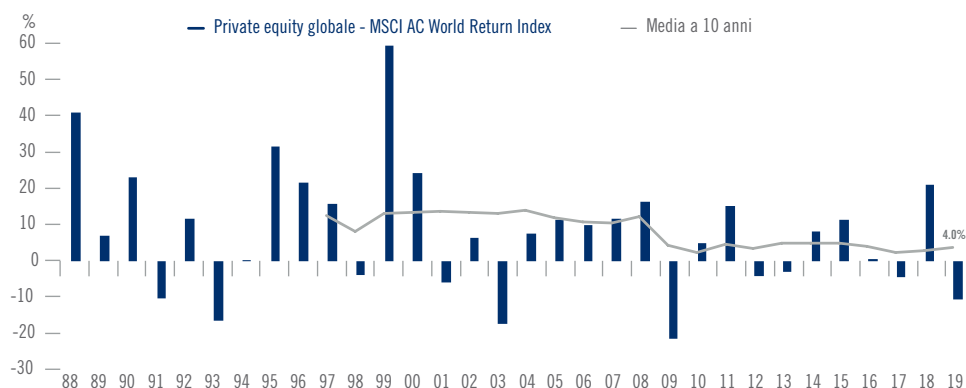
Private equity: l'asset ad alto numero di ottani

Prevediamo che il private equity otterrà rendimenti annui medi di circa il 10% nei prossimi 10 anni, considerevolmente più alti di quelli delle azioni globali.

Il calo dei rendimenti attesi per i classici portafogli 60/40 classi ha portato gli investitori a considerare le alternative, con la conseguente fortissima crescita del private equity e dei private asset in generale nell'ultimo decennio. La previsione di tassi d'interesse persistentemente bassi significa che la leva finanziaria continuerà a supportare i rendimenti del private equity per il futuro.

«I tassi di riferimento bassi per un periodo prolungato e il crescente debito pubblico rendono gli US Treasury meno attraenti dell'oro»

GRAFICO 6: PRIVATE EQUITY GLOBALE: SPREAD DELLA PERFORMANCE ANNUA RISPETTO AL RENDIMENTO COMPLESSIVO DELL'MSCI AC WORLD*



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

Fonte: Pictet WM-AA&MR, Pitchbook, marzo 2020

«L'elevata performance del private core infrastructure continuerà nel tempo»

Il private equity offre benefici di diversificazione, rendimenti sostenuti e alfa considerevole rispetto alle azioni quotate (v. grafico 7) - ma la selezione dei gestori ha una importanza cruciale. Il controllo delle società, la capacità di scegliere i tempi dell'uscita dagli investimenti, l'allocatione settoriale e l'uso appropriato della leva finanziaria sono i pilastri su cui si basano i rendimenti superiori degli investimenti nel private equity.

Il venture capital, che rappresenta circa il 13% degli asset di private equity, ottiene performance sostanzialmente in linea con il private equity in generale.

Infrastrutture, una classe di attività chiave nei prossimi anni

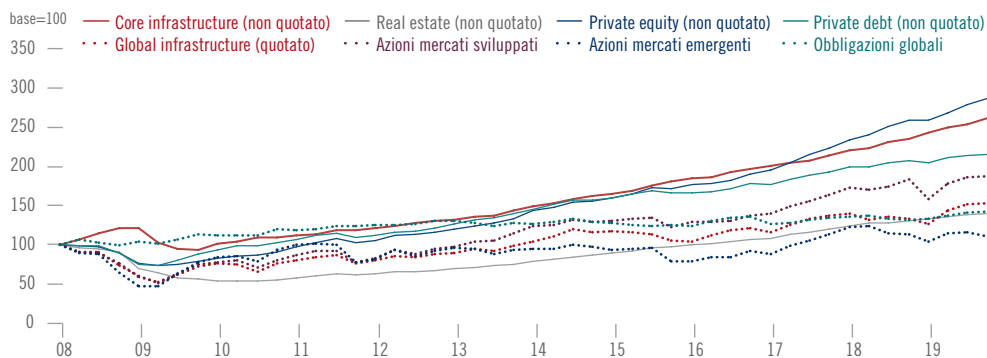
La solida performance fornita dal private core infrastructure negli ultimi 10 anni (8,5% all'anno) si prevede continuerà a ritmo sostenuto, seppure con una velocità inferiore, nel prossimo decennio (5,6% all'anno, v. grafico 7).

Tra i punti a favore degli investimenti nelle infrastrutture vi sono l'elevata visibilità e prevedibilità dei ricavi. In aggiunta, il private infrastructure, come molte altri private asset, ha solo una moderata correlazione con i mercati quotati ed è in grado di migliorare il profilo di rischio/rendimento dei portafogli.

Il private infrastructure- in particolare il core infrastructure equity – è una classe di attività relativamente nuova ma che ha visto aumentare la sua popolarità tra gli investitori a lungo termine attratti dalla promessa di robusti rendimenti e diversificazione del portafoglio.

L'investimento nelle infrastrutture è un tema che manterrà la sua validità per lungo tempo. In tutto il mondo nei prossimi decenni vi sarà una enorme esigenza di investimenti che il settore pubblico non è in grado di soddisfare, richiedendo l'intervento dei player privati. In aggiunta, lo stretto legame tra gli Obiettivi di sviluppo

GRAFICO 7: GLI ASSET NON QUOTATI TENDONO A SOVRAPERFORMARE - RENDIMENTI STORICI DI ALCUNE CLASSI DI ATTIVITÀ SELEZIONATE



Fonte: Pictet WM - AA&MR, Pictet Alternative Advisors, FactSet, Prequin Ltd., aprile 2020

sostenibile delle Nazioni unite (UN SDG) e le infrastrutture aumenta l'appeal di queste ultime per gli investitori che hanno a cuore le problematiche ESG.

La classe di attività è lungi dall'essere omogenea, coprendo una ampia gamma di

profili di rischio, settori e scadenze degli asset. I molti tipi di strutture e veicoli finanziari aumentano inoltre la complessità. Una attenta comprensione dei rischi è pertanto necessaria. In aggiunta, come classe di attività, il private infrastructure deve ancora essere testato in condizioni

di mercato avverse per valutare il ruolo strutturale appropriato che potrà giocare nell'asset allocation a lungo termine degli investitori.

Le motivazioni per includere il private equity real estate in una asset allocation strategica

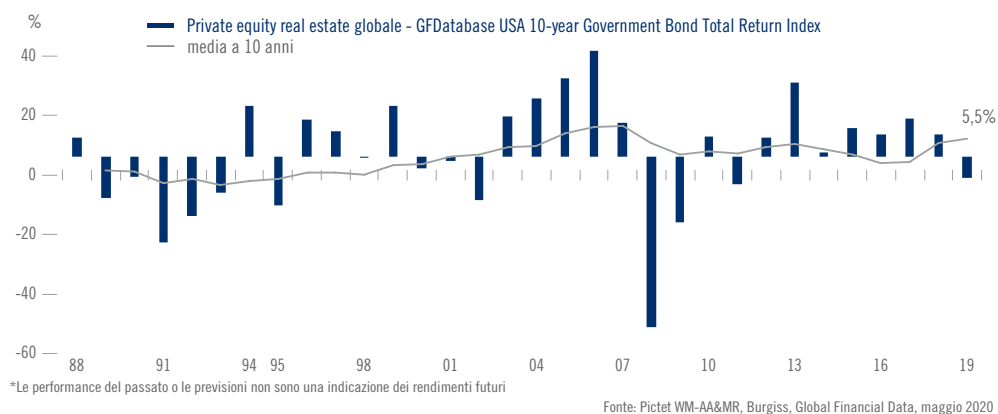
Il private equity real estate globale esprimerà un rendimento annuo medio del 6,2% in dollari (5,1% in euro) nei prossimi 10 anni.

Il rendimento del private equity real estate è definito come lo spread rispetto agli US Treasury a 10 anni. Mentre lo spread a lungo termine dal 1988 è stato in media dello 0,7%, lo spread nell'ultimo decennio è aumentato al 5,5%, mostrando l'impatto della crisi dei subprime e il contesto di bassi tassi d'interesse che si è venuto a creare da allora. Inoltre, il Covid-19 ha convinto le banche centrali, inclusa la Fed, a intensificare ulteriormente il quantitative easing. Il premio di rendimento medio offerto a 10 anni dagli asset di private equity è pari al

5,5% (v. grafico 8) ma prevediamo che esso aumenterà leggermente visto il contesto dei tassi prevalente. I tassi a lungo termine che si prevede rimarranno bassi a lungo dovrebbero aumentare l'attrattiva degli investimenti nel real estate e supportare le sue valutazioni.

I rendimenti attesi del real estate possono essere scomposti in quattro componenti principali: il tasso corrente, che influirà per un terzo dei rendimenti complessivi nei prossimi anni, la leva finanziaria (come minimo il 16% dei rendimenti complessivi) e il value add (fino al 35%), con un importo residuale derivante dalle smart location. In altre parole, come negli altri investimenti di private equity, un gestore real estate value add ha due leve principali per aumentare i rendimenti e generare alfa aggiuntivo: l'utilizzo ottimale della leva finanziaria e ottenere una maggiore efficienza degli immobili per aumentarne la redditività e il valore. Questo spiega perché prevediamo che il real estate value add europeo genererà

GRAFICO 8: PREMIO DI RENDIMENTO DEL PRIVATE EQUITY REAL ESTATE GLOBALE RISPETTO AGLI US TREASURY A 10 ANNI



un rendimento annuo medio del 6,6% in euro nei prossimi 10 anni, con i gestori che massimizzeranno i rendimenti tramite la leva finanziaria e la creazione di valore.

Il real estate offre una migliore protezione dei portafogli contro l'inflazione rispetto ai

titoli di Stato. Un aumento dell'inflazione porta solitamente a un rialzo dei tassi d'interesse, che si traduce in un calo del corso delle obbligazioni esistenti, e quindi in perdite per i portafogli di titoli di Stato. Nel real estate, i canoni di locazione sono

generalmente indicizzati al livello dei prezzi al consumo.

Hedge fund: asset con caratteristiche azionarie e basso beta

Gli indici degli hedge fund hanno un beta più basso dei loro equivalenti azionari globali, essendo meno volatili delle azioni ma fornendo anche rendimenti più bassi. Il beta degli hedge fund era pari a 0,7 prima della crisi finanziaria globale del 2007-2008 e successivamente è sceso a 0,5. La nostra aspettativa di rendimento complessivo annuo medio del 3,5% per gli hedge fund nei prossimi 10 anni ipotizza che il beta medio rispetto alle azioni rimanga invariato nel prossimo decennio.

In poche parole, non vi sono «free lunch». Per effetto del loro beta più basso rispetto alle azioni, gli hedge fund offrono una volatilità inferiore ma anche rendimenti più bassi. Gli hedge fund pertanto sono più attrattivi nei tempi avversi che in quelli favorevoli. La scelta della strategia e dei gestori più appropriati può comunque consentire di migliorare i rendimenti attesi per gli hedge fund.

L'ATTRATTIVITÀ DELL'INVESTIMENTO IN STILE ENDOWMENT

Di fronte al calo dei rendimenti di un classico portafoglio 60/40, gli investitori sono portati a considerare gli asset alternativi. Questo ha creato un crescente interesse per l'approccio di diversificazione del portafoglio adottato dai fondi endowment, che promette rendimenti più elevati.

Dal 1900, i portafogli 60/40 (60% azioni, 40% titoli di Stato) hanno fornito un rendimento annuo medio dell'8% in ogni finestra mobile di 10 anni. Dal 1980, il loro rendimento annualizzato medio della finestra decennale è stato di circa il 10%, e persino più elevato dalla fine degli anni 1980 alla fine degli anni 1990. In questo periodo, le azioni hanno ottenuto buone performance così come le obbligazioni, grazie al calo dei tassi a lungo termine. Nei prossimi 10 anni, un portafoglio puramente 60/40 statunitense dovrebbe però fornire un rendimento medio annuo del 4% - la metà del rendimento medio dal 1980 - in gran parte a causa del calo dei rendimenti delle obbligazioni.

In un simile contesto, l'investimento in stile endowment offre una interessante sostituzione o supplemento. I fondi endowment sono pool di capitali costituiti per conto di organizzazioni senza finalità di lucro e alimentati da legati e donazioni. I fondi più grandi sono gestiti a favore delle università statunitensi.

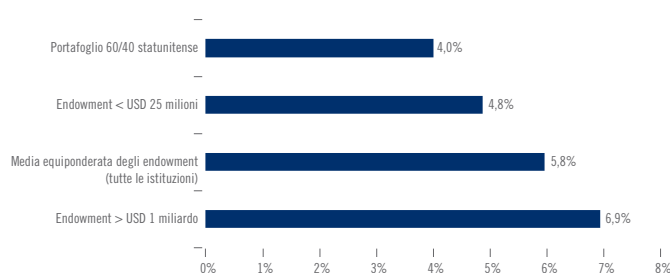
Secondo le previsioni di NACUBO i rendimenti attesi a lungo termine per gli endowment statunitensi si attesteranno al 7% annuo in media (rispetto al 7,2% nel 2018). La nostra previsione è che i fondi endowment forniranno un rendimento annuo medio del 5,8% nei prossimi 10 anni, con il 6,9% in media per quelli di più grandi dimensioni e del 4,8% per quelli più piccoli (v. grafico).

Le strategie endowment non sono tutte uguali. Mediamente, il patrimonio degli endowment

è investito per il 30% negli asset alternativi, ma si può arrivare a oltre il 60% nel caso di alcuni degli endowment di maggiori dimensioni, cosa che la dice lunga nello spiegare perché gli endowment più grandi (con patrimoni superiori a USD 1 miliardo) hanno un miglior andamento rispetto a quelli più piccoli.

I rendimenti corretti per il rischio a lungo termine ottenuti dagli endowment fund di maggiori dimensioni sono allettanti, ma solo pochi investitori sono in grado di investire negli asset alternativi come il private equity, il direct real estate e alcuni hedge fund che sono al centro dei rendimenti superiori degli endowment fund poiché richiedono competenze specifiche, investimenti iniziali più elevati e non forniscono la stessa liquidità dei mercati quotati. Resta comunque il fatto che con i rendimenti dei portafogli bilanciati 60/40 destinati a rimanere modesti, uno stile di asset allocation del tipo di quello adottato dagli endowment fund mantiene tutto il suo appeal.

ASPETTATIVE DI RENDIMENTO A 10 ANNI PER GLI ENDOWMENT RISPETTO A UN PORTAFOGLIO 60/40 STATUNITENSE



Fonte: Pictet WM-AAMR, FactSet, NACUBO, giugno 2020

GOAL-BASED INVESTING: IL NUOVO STILE DI ALLOCAZIONE STRATEGICA

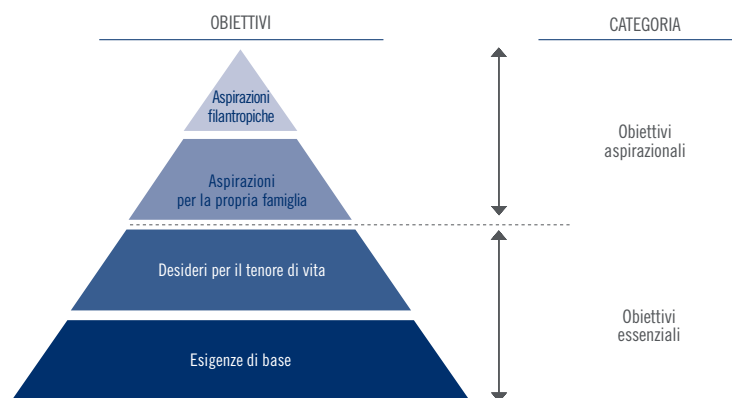
Come l'approccio endowment, il goal-based investing rappresenta un netto cambiamento rispetto all'approccio di asset allocation tradizionale, ponendo gli obiettivi degli investitori al centro del processo d'investimento.

Il goal-based investing (GBI) è un approccio d'investimento che mira a massimizzare la probabilità di raggiungere gli obiettivi degli investitori mettendoli al centro del processo e tenendo conto delle peculiarità individuali. Il GBI va oltre i tradizionali approcci alla gestione degli investimenti, puntando a costruire una asset allocation ottimale in grado di sovraperformare rispetto al mercato basandosi esclusivamente sul profilo di rischio dell'investitore e sul patrimonio disponibile. Il principale vantaggio del GBI rispetto agli altri approcci di asset allocation è che esso tiene conto delle peculiarità di ciascun investitore, inglobando i recenti progressi della finanza comportamentale. I patrimoni gestiti secondo la metodologia GBI hanno registrato una forte espansione negli ultimi anni, arrivando a circa USD 2 trilioni.

Il GBI parte dalla premessa che i fattori effettivamente considerati dagli investitori sono troppo variegati per essere ridotti ai due parametri comunemente considerati quando si investe (un livello desiderato di rendimento e un grado di volatilità accettabile), soprattutto perché il rischio non può essere misurato solo in termini di volatilità di prezzo di una classe di attività.

Gli obiettivi degli investitori e il modo con cui essi raggiungono questi obiettivi sono intimamente legati. Si potrebbe anche dire che il modo con cui gli obiettivi d'investimento vengono raggiunti è altrettanto importante quanto gli obiettivi stessi. Nella metodologia GBI, gli obiettivi sono in generale suddivisi tra essenziali e aspirazionali. Nell'ambito di queste due vaste categorie, vi sono molti tipi

GLI «OBIETTIVI» DEL GOAL-BASED INVESTING



Fonte: Pictet WM - AA&MR, gennaio 2020

di obiettivi: necessità di base (esigenze), livello di vita (desideri), filantropia (aspirazioni) e famiglia (aspirazioni, v. *grafico*).

L'approccio GBI presenta diversi vantaggi importanti. Esso offre una maggiore conoscenza delle preferenze emotive e comportamentali degli investitori; definisce in modo chiaro il capitale richiesto per realizzare gli obiettivi e definire gli impegni a lungo termine; è adeguato sia per una asset allocation su misura che per la personalizzazione di massa; può calcolare la probabilità di ottenere gli obiettivi di un investitore;

aiuta a misurare quanto valore un wealth manager sta contribuendo agli obiettivi di un investitore anziché come riferimento a un benchmark o a un concorrente; contribuisce a una integrazione «naturale» coerente della finanza comportamentale nel processo d'investimento; fornisce inoltre una definizione più accurata e pertinente del rischio rispetto alla gestione degli investimenti tradizionale.

Autori: Pictet Wealth Management, Team Asset Allocation & Macro Research (Christophe Donay, Djâafar Aballeche, Lauréline Chatelain, Dong Chen, Thomas Costerg, Jean-Pierre Durante, Nadia Gharbi, Jacques Henry, Julien Holtz, Luc Luyet, Wilhelm Sissener)
Redazione: Pictet Wealth Management, Investment Communication Team (Isidore Ryan, Laura Kolly)
Realizzazione: Team Production Multimedia Gruppo Pictet
Traduzione: Mario Clapis
Luglio 2020

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 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 2020

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

DISCLAIMER (DISPONIBILI SOLO IN INGLESE)

SIX: "SIX Swiss Exchange AG ("SIX Swiss Exchange") is the source of the relevant SIX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group and the data comprised therein. SIX Swiss Exchange has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the relevant index or its data. Any dissemination or further distribution of any such information pertaining to SIX Swiss Exchange is prohibited."

MSCI: The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, fast profits) or any other damages. (www.msci.com)

FTSE: " FTSE International Limited ("FTSE") © FTSE 2018. "FTSE®" is a trade mark of the London Stock Exchange Group companies and is used by FTSE International Limited under licence. All rights in the FTSE indices and / or FTSE ratings vest in FTSE and/or its licensors. Neither FTSE nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the FTSE indices and / or FTSE ratings or underlying data and no party may rely on any FTSE indices, ratings and / or data underlying data contained in this communication. No further distribution of FTSE Data is permitted without FTSE's express written consent. FTSE does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

RUSSELL: Frank Russell Company ("Russell") is the source and owner of the trademarks, service marks and copyrights related to the Russell Indexes. Russell® is a trademark of Frank Russell Company. Neither Russell nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the Russell Indexes and / or Russell ratings or underlying data and no party may rely on any Russell Indexes and / or Russell ratings and / or underlying data contained in this communication. No further distribution of Russell Data is permitted without Russell's express written consent. Russell does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

FTSE/CITI: "Source: FTSE Fixed Income LLC ("FTSE FI") © FTSE FI 2018. "FTSE®" is a trade mark of the London Stock Exchange Group companies and is used by FTSE FI under license. All rights in the FTSE FI indices vest in FTSE FI and/or its licensors. Neither FTSE FI nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the FTSE FI indices or underlying data and no party may rely on any FTSE FI indices or underlying data contained in this communication. No further distribution of FTSE FI data is permitted without FTSE FI's express written consent. FTSE FI does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

JPMORGAN: "Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2017, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved."

BLOOMBERG-BARCLAYS: Bloomberg Index Services Limited

STOXX: "STOXX Limited ("STOXX") is the source of The relevant STOXX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group and the data comprised therein. STOXX has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the relevant STOXX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group or its data. Any dissemination or further distribution of any such in-formation pertaining to STOXX is prohibited."

MARKIT: "Copyright 2018, Markit Economics Limited. All rights reserved and all Intellectual property rights retained by Markit Economics Limited."

RICI/ICI-Beeland: Rogers International Commodity Index®. "Jim Rogers", "James Beeland Rogers, Jr.", and "Rogers" are trademarks and service marks of, and "Rogers International Commodity Index" and "RICI" are registered service marks of, Beeland Interests, Inc., which is owned and controlled by James Beeland Rogers, Jr., and are used subject to license. The personal names and likeness of Jim Rogers/James Beeland Rogers, Jr. are owned and licensed by James Beeland Rogers, Jr. Products based on or linked to the Rogers International Commodity Index® or any sub-index thereof are not sponsored, endorsed, sold or promoted by Beeland Interests, Inc. ("Beeland Interests") or James Beeland Rogers, Jr. Neither Beeland Interests nor James Beeland Rogers, Jr. makes any representation or warranty, express or implied, nor accepts any responsibility, regarding the accuracy or completeness of this website, or the advisability of investing in securities or commodities generally, or in products based on or linked to the Rogers International Commodity Index® or any sub-index thereof or in futures particularly.

TOPIX: The TOPIX Index Value and the TOPIX Marks are subject to the proprietary rights owned by Tokyo Stock Exchange, Inc. and Tokyo Stock Exchange, Inc. owns all rights and know-how relating to the TOPIX such as calculation, publication and use of the TOPIX Index Value and relating to the TOPIX Marks. No Product is in any way sponsored, endorsed or promoted by Tokyo Stock Exchange, Inc.

EMMI-EURIBOR: Euribor®, Eonia® and Europeo® are registered trademarks of EMMI a.i.s.d.l. All rights reserved. All use of these names must indicate that the index is a registered trademark.

NOMURA: The intellectual property rights and any other rights, in the Nomura indices belong to Nomura Securities Co., Ltd. ("Nomura"). Nomura does not guarantee accuracy, completeness, reliability, usefulness, marketability, merchantability or fitness of the Index, and does not account for business activities or services that Pictet group undertakes with the use of the Index.

S&P DOW JONES: The "relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group" is a product of S&P Dow Jones Indices LLC, a division of S&P Global, or its affiliates ("SPDJ") and Third Party Licensor, and has been licensed for use by Pictet group. Standard & Poor's® and S&P® are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC, a division of S&P Global ("S&P"); Dow Jones® is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones");

Third Party Licensor Trademarks are trademarks of the Third Party Licensor and these trademarks have been licensed for use by SPDJ and sublicensed for certain purposes by Pictet group. It is not possible to invest directly in an index. The relevant product of the Pictet group are not sponsored, endorsed, sold or promoted by SPDJ, Dow Jones, S&P, any of their respective affiliates (collectively, "S&P Dow Jones Indices") or Third Party Licensor. Neither S&P Dow Jones Indices nor Third Party Licensor make any representation or warranty, express or implied, to the owners of the relevant product of the Pictet group or any member of the public regarding the advisability of investing in securities generally or in The relevant product of the Pictet group particularly or the ability of the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group to track general market performance. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor only relationship to Pictet Group with respect to the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group is the licensing of the Index and certain trademarks, service marks and/or trade names of S&P Dow Jones Indices and/or its licensors. The relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group is determined, composed and calculated by S&P Dow Jones Indices or Third Party Licensor without regard to Pictet Group or the relevant product of the Pictet group. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor have no obligation to take the needs of Pictet Group or the owners of The relevant product of the Pictet group into consideration in determining, composing or calculating the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group. Neither S&P Dow Jones Indices nor Third Party Licensor are responsible for and have not participated in the determination of the prices, and amount of the relevant product of the Pictet group or the timing of the issuance or sale of The relevant product of the Pictet group in the determination or calculation of the equation by which the relevant product of the Pictet group is to be converted into cash, surrendered or redeemed, as the case may be. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor have no obligation or liability in connection with the administration, marketing or trading of the relevant product of the Pictet group. There is no assurance that investment products based on the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group will accurately track index performance or provide positive investment returns. S&P Dow Jones Indices LLC is not an investment or tax advisor. A tax advisor should be consulted to evaluate the impact of any tax-exempt securities on portfolios and the tax consequences of making any particular investment decision. Inclusion of a security within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, nor is it considered to be investment advice.

NEITHER S&P DOW JONES INDICES NOR THIRD PARTY LICENSOR GUARANTEES THE ADEQUACY, ACCURACY, TIMELINESS AND/OR THE COMPLETENESS OF THE INDICES OR ANY DATA RELATED THERETO OR ANY COMMUNICATION, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, ORAL OR WRITTEN COMMUNICATION (INCLUDING ELECTRONIC COMMUNICATIONS) WITH RESPECT THERETO. S&P DOW JONES INDICES AND THIRD PARTY LICENSOR SHALL NOT BE SUBJECT TO ANY DAMAGES OR LIABILITY FOR ANY ERRORS, OMISSIONS, OR DELAYS THEREIN. S&P DOW JONES INDICES AND THIRD PARTY LICENSOR MAKES NO EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, AND EXPRESSLY DISCLAIMS ALL WARRANTIES, OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE OR AS TO RESULTS TO BE OBTAINED BY PICTET GROUP, OWNERS OF THE RELEVANT PRODUCT OF PICTET GROUP, OR ANY OTHER PERSON OR ENTITY FROM THE USE OF THE INDICES OR WITH RESPECT TO ANY DATA RELATED THERETO, WITHOUT LIMITING ANY OF THE FOREGOING, IN NO EVENT WHATSOEVER SHALL S&P DOW JONES INDICES OR THIRD PARTY LICENSOR BE LIABLE FOR ANY INDIRECT, SPECIAL, INCIDENTAL, PUNITIVE, OR CONSEQUENTIAL DAMAGES INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, LOSS OF PROFITS, TRADING LOSSES, LOST TIME OR GOODWILL, EVEN IF THEY HAVE BEEN ADVISED OF THE POSSIBILITY OF SUCH DAMAGES, WHETHER IN CONTRACT, TORT, STRICT LIABILITY, OR OTHERWISE. THERE ARE NO THIRD PARTY BENEFICIARIES OF ANY AGREEMENTS OR ARRANGEMENTS BETWEEN S&P DOW JONES INDICES AND PICTET GROUP, OTHER THAN THE LICENSORS OF S&P DOW JONES INDICES.

NASDAQ: Nasdaq®, the relevant NASDAQ indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group, are registered trademarks of Nasdaq, Inc. (which with its affiliates is referred to as the "Corporations") and are licensed for use by Pictet Group.

HFR: © 2018 Hedge Fund Research, Inc. - All rights reserved. HFR®, HFRi®, HFRX®, HFRQ®, HFRU®, HFRl®, HFR PortfolioScope®, WWW.HEDGEFUNDRESEARCH.COM®, HEDGE FUND RESEARCH®, HFR IndexScope™, and HFR Risk Parity Indices™ are the trademarks of Hedge Fund Research, Inc. This information is obtained from sources that Hedge Fund Research, Inc. considers to be reliable; however, no representation is made as to, and no responsibility or liability is accepted for, the accuracy or completeness of the information. Information contained herein is subject to change at any time without notice. It is not possible to invest directly in a financial index. Exposure represented by an index is available through instruments based on that index. HFR does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment products.

EURONEXT: "©2018 Euronext N.V. All Rights Reserved. The information, data, analysis and information contained herein (i) include the proprietary information of Euronext and its content providers, (ii) may not be copied or further disseminated except as specifically authorized, (iii) do not constitute investment advice, (iv) are provided solely for informational purposes and (v) are not warranted to be complete, accurate or timely."

ICE-BofA MERRIL LYNCH: ICE Data Indices, LLC ("ICE DATA"), is used with permission. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DISCLAIM ANY AND ALL WARRANTIES AND REPRESENTATIONS, EXPRESS AND/OR IMPLIED, INCLUDING ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, INCLUDING THE INDICES, INDEX DATA AND ANY DATA INCLUDED IN, RELATED TO, OR DERIVED THEREFROM, NEITHER ICE DATA, ITS AFFILIATES OR THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY PROVIDERS SHALL NOT BE SUBJECT TO ANY DAMAGES OR LIABILITY WITH RESPECT TO THE ADEQUACY, ACCURACY, TIMELINESS OR COMPLETENESS OF THE INDICES OR THE INDEX DATA OR ANY COMPONENT THEREOF, AND THE INDICES AND INDEX DATA AND ALL COMPONENTS THEREOF ARE PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS AND YOUR USE IS AT YOUR OWN RISK. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DO NOT SPONSOR, ENDORSE, OR RECOMMEND PICTET GROUP, OR ANY OF ITS PRODUCTS OR SERVICES.

ICE-LIBOR: The index data referenced herein is the property of ICE Data Indices, LLC, its affiliates ("ICE Data") and/or its Third Party Suppliers and has been licensed for use by Pictet group. ICE Data and its Third Party Suppliers accept no liability in connection with its use.

CME: "Used with permission from CME Group Inc. 2018"





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



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

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