

prospettive

Mercati finanziari e congiuntura

Investire nella crescita:
spunti di riflessione
per chi investe



«Una valutazione critica dei potenziali di crescita e dei rischi correlati è imprescindibile se si vogliono prendere decisioni d'investimento avvedute.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer

Investire nella crescita: spunti di riflessione per chi investe



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer

Care lettrici, cari lettori,

la crescita è un fattore fondamentale sia per le economie nazionali che per le imprese e gli investitori. All'interno di un paese, essa genera più posti di lavoro, maggiori redditi e uno standard di vita più elevato. Mette le imprese in condizione di acquisire quote di mercato, ridurre i costi attraverso effetti di economia di scala e incrementare la propria competitività. In questo numero della rivista «Prospettive» facciamo luce su diversi aspetti della crescita e sui possibili effetti che esplica nell'ottica degli investitori.

Una valutazione critica dei potenziali di crescita e dei rischi correlati è imprescindibile se si vogliono prendere decisioni d'investimento avvedute. A breve termine è possibile forzare la mano alla crescita, ma non di rado questo va a discapito di un'evoluzione costante e duratura. Nell'anno in corso, il debito pubblico statunitense è arrivato a circa il 100% della performance economica annuale del paese. Un valore doppio rispetto a quello del 2010, che non veniva raggiunto dalla fine della Seconda guerra mondiale.

Leggendo, scoprirete quali settori in crescita si sono rivelati, dal 2000, opportunità interessanti per gli investitori e comprenderete i motivi per cui non hanno finito di brillare, anzi promettono tuttora allettanti possibilità di profitto. Anche i titoli secondari hanno una certa attrattiva per gli operatori di mercato. In passato, infatti, diversi titoli small & mid cap hanno ripetutamente sovraperformato i mercati azionari complessivi. A nostro avviso, è probabile che ciò si ripeta nei prossimi anni.

Esaminiamo poi le modalità con cui la crescita economica incide sui mercati dei tassi, le tendenze di lungo termine che influenzano il settore degli immobili in Svizzera e le opportunità che gli investimenti sui mercati privati possono riservare agli investitori.

Cogliete l'occasione per approfondire le vostre conoscenze in merito a questi temi e approfittate delle nostre idee d'investimento concrete, ossia fondi che a nostro giudizio meritano un posto in portafoglio.

Non ci resta che augurarvi buona lettura e ancora grande successo negli investimenti.

Cordialmente

A handwritten signature in black ink that reads "Sandro Merino". The signature is written in a cursive, flowing style.

In questo numero

6

Le azioni dei settori in crescita dispongono di ulteriore potenziale



16

USA: la crescita è robusta, ma il debito pubblico galoppa



22

La crescita economica e il suo impatto sugli investimenti obbligazionari



28

Small & mid cap: aziende con opportunità di crescita e potenziale di miglioramento dei corsi



3

Editoriale

6

Le azioni dei settori in crescita dispongono di ulteriore potenziale

Dall'inizio del nuovo millennio, diversi settori si sono rivelati particolarmente redditizi, sorprendendo per il loro sviluppo dinamico ed esercitando al contempo un influsso significativo sulla crescita economica globale.

16

USA: la crescita è robusta, ma il debito pubblico galoppa

Dalla fine della pandemia, l'economia statunitense prospera più di quella dell'eurozona. Tuttavia, il debito pubblico USA è arrivato a circa il 100% della performance economica annuale del paese. Quanto è sostenibile l'aumento del debito pubblico statunitense e quali sono le possibili conseguenze?

22

La crescita economica e il suo impatto sugli investimenti obbligazionari

Per i mercati dei tassi, le prospettive di crescita delle economie nazionali hanno un grande rilievo. Ma a incidere sulla struttura degli interessi nei mercati delle obbligazioni concorrono anche altri fattori macroeconomici, come ad esempio l'inflazione.

32

**Mercati d'investimento privati:
mantengono ciò che promettono?**



38

**Prezzi elevati degli immobili:
domanda in crescita, offerta esigua**



42

**Prospettive per i mercati
finanziari**



28

**Small & mid cap: aziende con opportunità di crescita
e potenziale di miglioramento dei corsi**

In passato, i titoli small & mid cap hanno ripetutamente sovraperformato i mercati azionari complessivi. A nostro avviso, è probabile che ciò si ripeta nei prossimi anni.

32

**Mercati d'investimento privati:
mantengono ciò che promettono?**

Negli ultimi anni, la rilevanza degli investimenti sui mercati privati nell'ambito dei portafogli di clienti istituzionali è notevolmente aumentata. Per capire cosa ci si può effettivamente aspettare, vale la pena dare un'occhiata ai risultati storici.

38

**Prezzi elevati degli immobili: domanda in crescita,
offerta esigua**

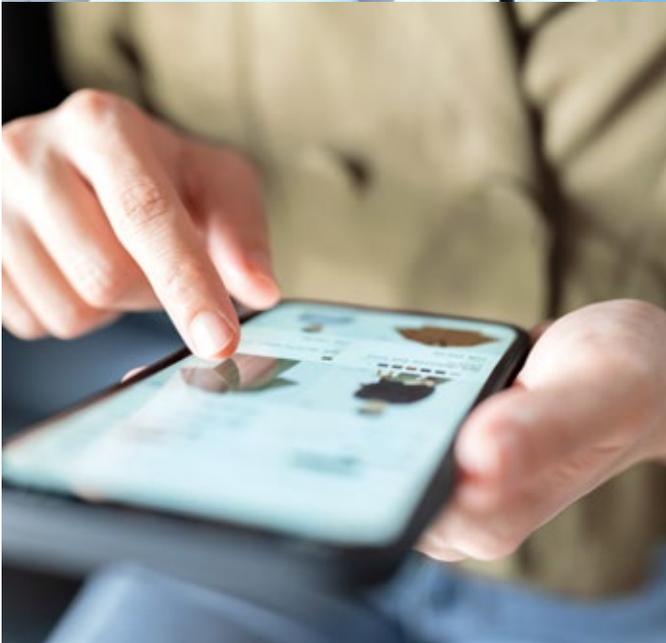
Se consideriamo la superficie, la Svizzera non è certo un gigante. Se consideriamo il PIL, però, la storia cambia. Come è possibile in un paese che, visto dall'alto, con le Alpi e il Giura, è occupato per il 70% da montagne?

42

Prospettive per i mercati finanziari

Per il 2025 si prevede una congiuntura meno dinamica ma comunque positiva, con i tassi di rincaro in ulteriore arretramento. Ci sono buone probabilità che si riveli un anno favorevole per gli investimenti.

Le azioni dei settori in crescita dispongono di ulteriore potenziale



Le azioni dei settori in crescita dispongono di ulteriore potenziale

Dall'inizio del nuovo millennio, diversi settori si sono rivelati particolarmente redditizi, sorprendendo per il loro sviluppo dinamico ed esercitando al contempo un influsso significativo sulla crescita economica globale. Tra i «top five» rientrano i settori della sanità, della tecnologia, dell'e-commerce, delle telecomunicazioni e delle energie rinnovabili.

Osservando l'aumento dei volumi di mercato nei cinque settori che hanno registrato la maggiore crescita dal 2000, si possono trovare cifre impressionanti. Il volume di mercato del settore sanitario, ad esempio, è cresciuto costantemente di 4,25 volte grazie al fabbisogno di nuove soluzioni e tecnologie mediche per migliorare la qualità di vita (cfr. fig. 1).

Anche il settore tecnologico è cresciuto in modo significativo grazie al ritmo elevato delle innovazioni negli ambiti software, intelligenza artificiale e dispositivi digitali. Ad aver registrato lo slancio maggiore in termini percentuali è l'e-commerce, che dal 2000 ha rivoluzionato la

vendita al dettaglio e continua a offrire un grande potenziale grazie all'affermazione di Internet come canale principale per i consumi. Il settore delle telecomunicazioni favorisce questa crescita fornendo e ampliando l'infrastruttura digitale. Un altro comparto in crescita è quello delle energie rinnovabili, nel quale l'aumento della domanda di energia pulita e i contributi statali hanno creato le condizioni quadro per investimenti in progetti legati al fotovoltaico, all'eolico e ad altre fonti sostenibili.

Chi ha scommesso su questi settori ha potuto realizzare guadagni considerevoli, e ancora oggi questi comparti offrono interessanti opportunità d'acquisto.

Fig. 1: Panoramica dei principali settori in crescita (2000–2020)

Settore	2000 in 1000 mia. di USD	2020* in 1000 mia. di USD	Crescita 2000–2020	2024** in 1000 mia. di USD
Settore sanitario	2,0	8,5	325%	12,0
Tecnologia	0,3	5,0	1567%	7,0
E-commerce	0,0	4,3	15 752%	6,0
Telecomunicazioni	1,2	2,5	117%	3,0
Energie rinnovabili	0,1	2,3	2200%	4,0

Fonti: Statista, Gartner, BNEF, McKinsey & Company; * Dati certi; ** Stime

Tecnologia

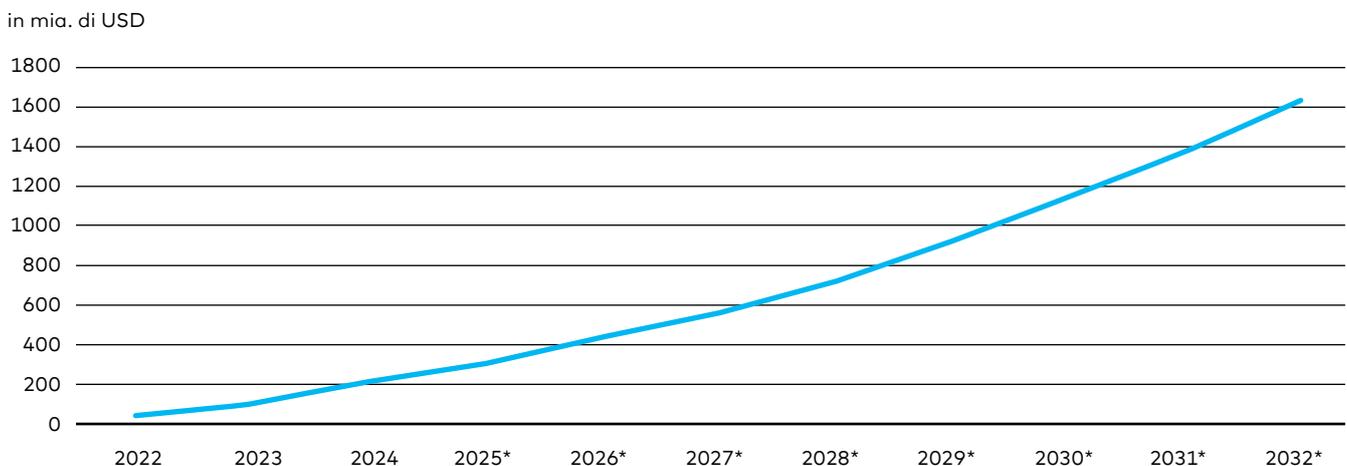
Oggi giorno gli smartphone, i cloud e l'e-commerce sono diventati parte integrante della vita quotidiana. Dal 2000 il settore tecnologico ha compiuto enormi passi avanti: il numero degli utenti di Internet nel mondo è passato da circa 360 milioni a oltre 5 miliardi nel 2024. Le tecnologie mobili hanno rivoluzionato il comportamento degli utenti, con oltre 6,8 miliardi di smartphone utilizzati nel mondo. I progressi delle tecnologie 5G promettono di stabilire nuovi standard in termini di velocità e connettività. L'interconnessione globale ha creato le basi per il cloud computing, che consente alle aziende di elaborare i dati in modo più flessibile. Un ulteriore traguardo è stato raggiunto con l'intelligenza artificiale.

Una delle conquiste tecnologiche più significative degli ultimi decenni è lo sviluppo dell'intelligenza artificiale (IA). I sistemi supportati dall'IA hanno incrementato l'efficienza in molti settori e le prospettive di crescita a tale riguardo sono enormi (cfr. fig. 2). Gli esperti sono convinti che questa nuova tecnologia possa cambiare pressoché tutti gli aspetti della nostra vita: il modo in cui lavoriamo, comunichiamo e studiamo. Oggi l'intelligenza artificiale trova applicazione, ad esempio, negli assistenti vocali, nelle analisi automatizzate e nelle auto a guida autonoma.

Grande boom per big data, deep learning e reti neurali

Gli albori della tecnologia alla base dell'intelligenza artificiale risalgono agli anni Cinquanta, quando i primi sistemi di IA cercavano di creare modelli che replicassero l'intelligenza umana attraverso regole e nozioni esplicite. Sebbene consentisse di risolvere problemi semplici, questo approccio non funzionava per le situazioni reali complesse. Negli anni Ottanta hanno acquisito importanza le reti neurali, ispirate al funzionamento del cervello umano. Nei primi anni 2000 è aumentata la disponibilità di big data e di hardware più efficienti, come le schede grafiche, mentre l'IA ha conosciuto un grande boom grazie al cosiddetto deep learning, che le permette di analizzare enormi quantità di dati non strutturati e di riconoscere modelli.

Fig. 2: Anche in futuro la cifra d'affari legata all'IA generativa dovrebbe registrare una forte crescita



■ Cifra d'affari legata all'IA generativa; * Stime

Fonti: Bloomberg Intelligence, IDC, eMarketer, Statista

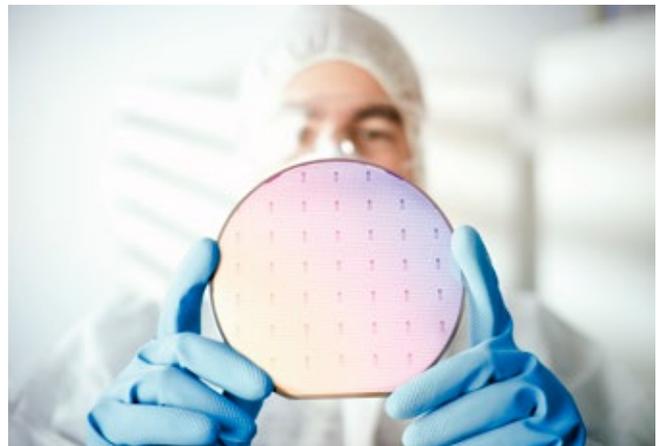
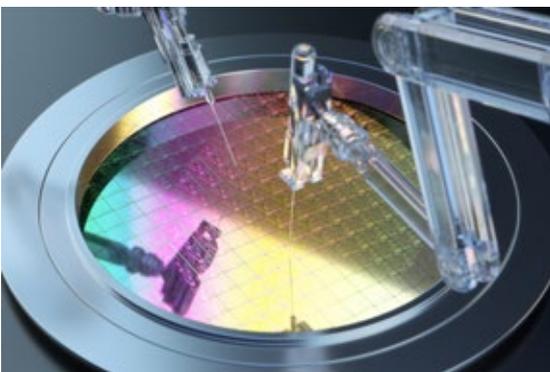
Applicazioni dell'IA in crescita

L'intelligenza artificiale ha trovato applicazione, ad esempio, negli assistenti vocali (Siri, Alexa), nel riconoscimento facciale e nelle auto a guida autonoma. A fine 2022 è stato reso disponibile al grande pubblico ChatGPT, un altro strumento basato sull'IA. L'acronimo sta per «Chat Generative Pre-trained Transformer»: in pratica si tratta di un chatbot basato sul modello di linguaggio GPT che è stato sviluppato attraverso l'addestramento con enormi quantità di dati. L'intelligenza artificiale è in grado di utilizzare le reti neurali per comprendere gli input umani e, fra le altre cose, generare testi paragonabili a quelli scritti da un umano o creare immagini dall'aspetto realistico.

Tendenze e sviluppi importanti

Nel medio e lungo termine la crescita sarà trainata da queste tendenze tecnologiche: l'intelligenza artificiale probabilmente rivoluzionerà interi settori attraverso l'automazione e processi decisionali basati sui dati. Il quantum computing promette un'enorme potenza di calcolo per problemi complessi. L'espansione delle reti 5G e 6G consentirà comunicazioni più veloci e affidabili. Inoltre, tecnologie sostenibili, come l'energia verde e l'economia circolare, sono destinate a svolgere un ruolo chiave, mentre le biotecnologie guideranno l'innovazione medica.

A medio e lungo termine, intelligenza artificiale, quantum computing, reti 5G e 6G, energia verde, economia circolare e progressi nel campo delle biotecnologie guideranno gli sviluppi tecnologici.



Settore sanitario

Grazie ai progressi compiuti in ambito medico e tecnologico, dall'inizio del nuovo millennio l'aspettativa di vita è aumentata in tutto il mondo, in particolare nell'Asia orientale e sudorientale e nell'Africa subsahariana. In queste regioni il merito di tale andamento positivo è da ricondurre, tra le altre cose, a un miglioramento di alimentazione e assistenza sanitaria nonché a misure di prevenzione rafforzate.

In molti paesi sviluppati l'aspettativa di vita è rimasta pressoché stabile negli ultimi 15 anni malgrado la buona assistenza sanitaria e i progressi tecnologici. Ciò è dovuto in parte alla pandemia da coronavirus. Inoltre, alcuni paesi – tra cui Giappone, Germania e Svizzera – hanno raggiunto, con una speranza di vita di oltre 80 anni, un livello che non è così facile superare. In più, fenomeni come la crisi degli oppioidi negli Stati Uniti e le guerre hanno fatto sì che dall'inizio degli anni Dieci del 2000 l'aspettativa di vita in alcuni paesi sia addirittura diminuita.

Numerosi importanti miglioramenti in ambito sanitario

Tra gli sviluppi più significativi registrati nel settore sanitario negli ultimi 25 anni figurano la medicina personalizzata, la terapia genica, l'immuno-oncologia, la chirurgia mininvasiva e la digitalizzazione. In questi ambiti, oltre a gruppi statunitensi, svolgono un ruolo di primo piano anche alcune aziende svizzere. In particolare nella medicina personalizzata e nella terapia genica, Novartis e Roche hanno un vantaggio decisivo sulla concorrenza. Nell'immuno-oncologia Roche è all'avanguardia e si colloca al terzo posto dopo Bristol Myers Squibb e Merck & Co.

Tecnologia medica al top in Svizzera

Anche nel settore della tecnologia medica la Svizzera annovera alcuni gruppi leader, sebbene a prevalere siano le PMI. Straumann Holding, ad esempio, è il maggior fornitore di impianti dentali, mentre Sonova domina il mercato delle protesi acustiche. Anche dopo la fine degli accordi bilaterali con l'UE, il settore medtech svizzero è riuscito, a dispetto di tante previsioni pessimistiche, ad aumentare notevolmente le esportazioni. L'UE è ancora il partner commerciale più importante in questo comparto, ma gli Stati Uniti sono il principale paese esportatore. Tuttavia, secondo l'associazione di categoria Swiss Medtech, l'Europa rimane indietro rispetto agli USA a causa della burocrazia relativa alla regolamentazione dei dispositivi medici. Inoltre, la Cina e altri mercati asiatici in crescita stanno acquisendo sempre più importanza come acquirenti di dispositivi medici svizzeri.

Tendenze e sviluppi importanti

Nei prossimi 10–20 anni la crescita del settore sanitario continuerà a essere trainata dai seguenti grandi trend: medicina personalizzata, soluzioni sanitarie digitali e ricorso all'intelligenza artificiale nella diagnostica e nella terapia. I progressi nella ricerca sul genoma consentiranno di mettere a punto trattamenti personalizzati, mentre la telemedicina e i dispositivi sanitari indossabili miglioreranno l'assistenza ai pazienti. Inoltre, nuove tecnologie come la robotica in campo chirurgico e i processi di cura automatizzati favoriranno l'ottimizzazione dell'efficienza e la riduzione dei costi.



Nuove tecnologie come la robotica in campo chirurgico e i processi di cura automatizzati favoriranno l'ottimizzazione dell'efficienza e la riduzione dei costi.

E-commerce

Dall'inizio del nuovo millennio il settore dell'e-commerce è diventato una componente importante dell'economia mondiale, modificando in modo permanente il comportamento di acquisto dei consumatori. Mentre nel 2000 il fatturato globale del commercio elettronico era ancora modesto (30 mia. di USD), dieci anni dopo è salito a circa 572 mia. di USD. Secondo la società di ricerche di mercato Allied Market Research, le vendite dell'e-commerce a livello mondiale dovrebbero crescere fino a raggiungere circa 7400 mia. di USD entro il 2025.

Di recente la pandemia da coronavirus ha accelerato lo sviluppo dell'e-commerce a livello mondiale. Durante i lockdown, Internet è diventato il canale principale per gli acquisti, determinando un aumento del 27,6% del fatturato del commercio elettronico globale che ha toccato quota 4300 mia. di USD nel 2020. Eppure, l'esordio dell'e-commerce è stato tutt'altro che semplice. Sebbene nei primi anni 2000 vi fosse già una rete Internet veloce, il suo utilizzo era limitato principalmente ai computer desktop. Con la diffusione di Internet a banda larga e in seguito del 4G, il commercio elettronico ha registrato un boom. Sistemi di pagamento sicuri come PayPal hanno contribuito ad aumentare la fiducia dei consumatori. A partire dagli anni Dieci del 2000 i dispositivi mobili sono diventati sempre più importanti: nel 2021 gli acquisti tramite smartphone hanno rappresentato quasi i tre quarti del fatturato totale dell'e-commerce.

Sviluppo con differenze regionali

La diffusione dell'e-commerce ha evidenziato notevoli differenze a livello geografico. Negli Stati Uniti e in Europa, il commercio online era già in crescita nei primi anni 2000. Nel 2021, il fatturato dell'e-commerce ha raggiunto circa 870 mia. di USD negli Stati Uniti e circa 465 mia. di EUR in Europa. Nei mercati emergenti come Cina, India e Brasile, a inizio secolo, le vendite erano ancora esigue. Solo negli anni Dieci del 2000 questi paesi hanno registrato tassi di crescita significativi. Grazie a piattaforme come Alibaba e JD.com, la Cina è diventata il più grande mercato mondiale dell'e-commerce, con un fatturato pari a circa 2800 mia. di USD nel 2022.

Cambiamenti sul mercato e nuovi attori

L'e-commerce globale è dominato da un piccolo gruppo di leader di mercato. Negli USA, nel 2021, Amazon ha conseguito il 41% del fatturato complessivo del commercio elettronico. In Cina, Alibaba è diventata la piattaforma predominante in questo settore. Anche l'influenza dei social network sull'e-commerce è aumentata. Le piattaforme come Facebook e Instagram offrono funzioni di shopping e il mercato globale del social commerce presentava nel 2021 un volume di 492 mia. di USD, valore che presumibilmente salirà a 1200 mia. di USD entro il 2025.

Tendenze e sviluppi importanti

Fra le tendenze importanti per il futuro si annoverano la personalizzazione, la sostenibilità e l'integrazione di nuove tecnologie. Secondo alcuni studi, il 91% dei consumatori preferisce un'esperienza personalizzata, motivo per cui le aziende adatteranno le loro strategie di marketing. Anche la sostenibilità sta acquisendo sempre più importanza: oggi circa il 65% degli acquirenti online presta attenzione a quanto sono rispettosi dell'ambiente i prodotti e le catene di fornitura. Inoltre, in futuro la realtà aumentata e i mondi virtuali dello shopping acquisiranno un ruolo maggiore. Si prevede infatti che il mercato della realtà aumentata nella vendita al dettaglio crescerà fino a 18 mia. di USD entro il 2027, in quanto le grandi aziende tecnologiche stanno lavorando per rendere sempre più sottile il confine tra shopping fisico e digitale.



Oggi circa il 65% degli acquirenti online presta attenzione a quanto sono rispettosi dell'ambiente i prodotti e le catene di fornitura.

Telecomunicazioni

Negli ultimi 25 anni, il settore delle telecomunicazioni ha subito una trasformazione radicale. Dai servizi vocali alla digitalizzazione completa fino alla trasmissione mobile dei dati, questo comparto è oggi un pilastro della società dell'informazione globale.

All'inizio del nuovo millennio, il settore delle telecomunicazioni era dominato dalle reti 2G con servizi vocali semplici e SMS. L'introduzione del 3G nel 2001 ha dato avvio all'era dell'Internet mobile (velocità di trasferimento dati: 0,4 Mbit/s). Dal 2009 il 4G ha segnato una svolta decisiva (fino a 100 Mbit/s), contribuendo a spianare la strada ad applicazioni ad alta intensità di dati come i social media e lo streaming. Lo step successivo è stato raggiunto nel 2019 con il 5G (fino a 10 Gbit/s), che ha permesso lo sviluppo di nuovi settori come l'«Internet delle cose» (Internet of Things, IoT). Si prevede che il volume di mercato del solo 5G crescerà fino a circa 700 mia. di USD entro il 2026. Stupisce inoltre che nel 2021 il volume annuale dei dati generati a livello mondiale ammontasse a circa 85 zettabyte, mentre entro il 2027 si prevede che tale volume aumenterà a circa 284 zettabyte (cfr. fig. 3).

Diffusione globale e differenze regionali

Lo sviluppo dell'infrastruttura delle telecomunicazioni a livello geografico non è stato omogeneo ovunque. Nei paesi industrializzati come USA, Europa e Asia orientale, il settore è cresciuto costantemente. Qui il tasso di penetrazione degli smartphone supera l'80%. In Corea del Sud, l'espansione del 5G ha raggiunto nel 2021 una copertura dell'85% della popolazione, rendendo il paese uno dei principali mercati delle telecomunicazioni al mondo. Anche nei paesi emergenti lo sviluppo è impressionante, soprattutto in Cina e India. La Cina è il più grande mercato delle telecomunicazioni con oltre 1,3 miliardi di utenti di telefonia mobile nel 2021. L'aggressiva espansione del 5G in questo paese ha fatto sì che alla fine di quell'anno 500 milioni di persone potessero utilizzare tale servizio. In Africa, nel 2021, il tasso di penetrazione della telefonia mobile si aggirava intorno al 46%.

Nuove aree di business e digitalizzazione

Dal 2000 Internet è diventato il fulcro delle telecomunicazioni. Nel 2021, oltre 5 miliardi di persone nel mondo vi avevano accesso. Nel 2000 erano «solo» 360 milioni. Il volume dei dati è aumentato notevolmente soprattutto con la diffusione degli smartphone e dei servizi di streaming. Nel 2021, gli utenti di telefonia mobile utilizzavano in media 10 GB al mese e lo streaming video rappresentava circa l'82% del volume di Internet. Con l'ulteriore sviluppo del settore sono emerse nuove aree di business. La domanda di servizi cloud e applicazioni IoT è cresciuta rapidamente. Nel 2021, il mercato globale del cloud computing era valutato in 445 mia. di USD. Al contempo, il numero di dispositivi IoT collegati in rete è salito a 12,3 miliardi nel 2020 e si prevede che raggiungerà circa 27 miliardi entro il 2025. Un'altra area di crescita è l'espansione della fibra ottica. Nel 2020, circa 850 milioni di economie domestiche in tutto il mondo vi avevano accesso. Grazie a Cina e Giappone, questa cifra salirà probabilmente a 1,5 miliardi entro il 2025.

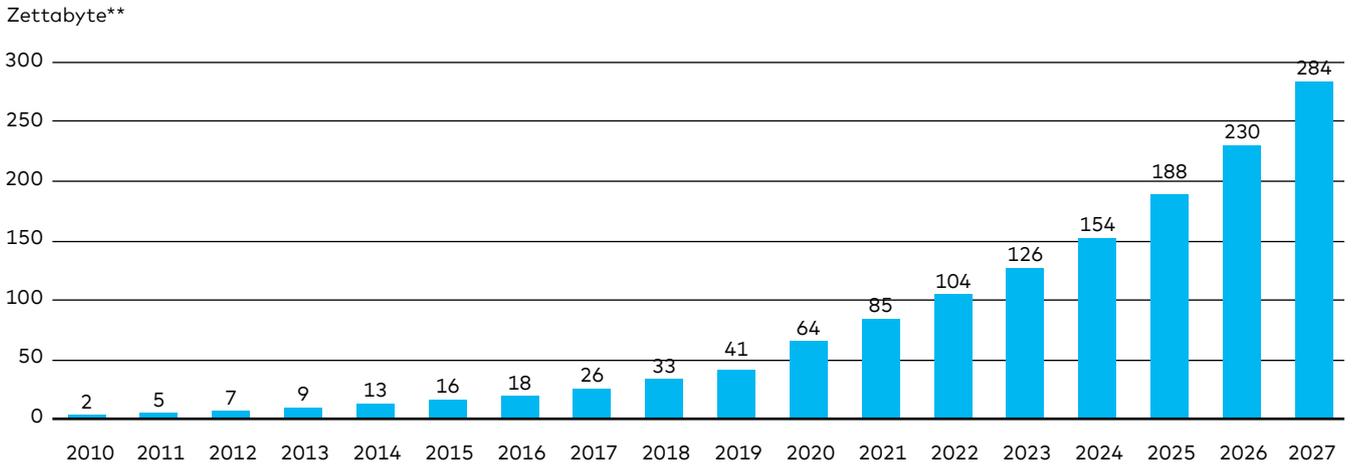
Tendenze e sviluppi importanti

Grazie all'intelligenza artificiale e all'apprendimento automatico, il settore tecnologico è destinato a crescere ancora più rapidamente nel lungo periodo. È probabile che le tecnologie favoriranno un ulteriore potenziamento dell'automazione. Secondo le stime di un istituto di ricerche statunitense, il mercato globale delle telecomunicazioni dovrebbe aumentare il proprio volume di almeno l'80% entro il 2034 (cfr. fig. 4). Oltre all'IA, all'apprendimento automatico, all'Internet delle cose e alla rete 5G, è probabile che contribuirà alla crescita anche il quantum computing, che promette di rivoluzionare la potenza di calcolo. Inoltre le tecnologie ad alta efficienza energetica e le energie rinnovabili sono destinate ad acquisire maggiore importanza.



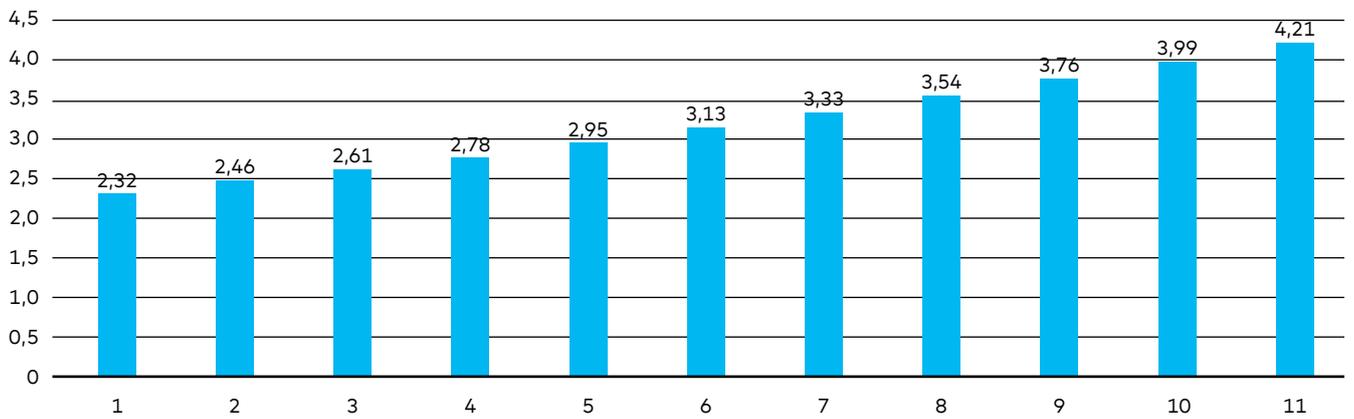
Nel 2021 il volume annuale dei dati generati a livello mondiale ammontava a circa 85 zettabyte, mentre entro il 2027 si prevede che tale volume aumenterà a circa 284 zettabyte.

Fig. 3: Volume annuale dei dati digitali generati a livello mondiale (2010–2027*)



Fonte: Statista; * Stime per gli anni 2023–2027; ** Uno zettabyte corrisponde a un miliardo di terabyte

Fig. 4: Secondo le stime, il mercato globale delle telecomunicazioni crescerà dell'80% circa entro il 2034



■ Stime per il volume di mercato in 1000 mia. di USD

Fonte: Precedence Research

Energie rinnovabili

Dal 2000 le energie rinnovabili hanno registrato un rapido sviluppo grazie agli obiettivi climatici globali come quelli sanciti dall'Accordo di Parigi. Ciò vale in particolare per l'espansione dell'energia solare ed eolica. Secondo l'Agenzia internazionale dell'energia (AIE), l'aumento delle energie rinnovabili così come i cambiamenti economici strutturali avranno un impatto sulla domanda di combustibili fossili: a partire dal 2030 questi ultimi potrebbero rappresentare ancora «solo» il 73% dell'approvvigionamento energetico globale, anziché l'80% come avviene da decenni.

L'Accordo di Parigi del 2015 ha rappresentato un punto di svolta nella politica climatica internazionale. Da allora molti paesi hanno notevolmente incrementato i propri investimenti nelle energie rinnovabili. Nell'UE è stato sviluppato il «Green Deal», un piano per raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. Anche gli Stati Uniti e la Cina, i maggiori produttori di CO₂ al mondo, hanno attuato ampi programmi per promuovere le energie rinnovabili e ridurre i gas serra (sovvenzioni, remunerazioni per l'immissione di elettricità, tasse sul CO₂). Particolarmente impressionante è il boom registrato dall'energia solare: mentre nel 2000 la potenza globale installata era di 1,5 gigawatt (GW), entro il 2022 è salita a oltre 800 GW grazie a una drastica riduzione dei costi. Al contempo, dal 2010 i costi degli impianti fotovoltaici sono diminuiti dell'85% circa, merito del continuo miglioramento dell'efficienza energetica.

Energia eolica onshore e offshore

Anche l'energia eolica ha evidenziato un'impennata significativa dall'inizio del nuovo millennio. Tra il 2000 e il 2022 la potenza globale installata si è moltiplicata per 44, superando i 743 GW. Particolarmente forte è stata

la crescita del settore offshore. Mentre l'energia eolica onshore è diventata la forma più economica di produzione di elettricità da fonti rinnovabili, gli impianti offshore dispongono di un potenziale di efficienza maggiore in quanto sfruttano venti più forti e costanti. Anche lo sviluppo di rotori più grandi e l'utilizzo di venti d'alta quota attraverso pali di turbine più alti hanno contribuito a ridurre i costi e a incrementare l'efficienza. I costi medi per la produzione di energia elettrica da fonte eolica sono diminuiti del 55% circa dal 2010. Una delle maggiori sfide riguardanti l'utilizzo delle energie rinnovabili è il fatto che la disponibilità dipende dalle condizioni meteo. Il sole e il vento non garantiscono una fornitura continua di elettricità. Per un approvvigionamento affidabile è quindi necessario poter immagazzinare grandi quantità di energia. Le tecnologie di stoccaggio hanno compiuto enormi progressi negli ultimi anni; in particolare le batterie agli ioni di litio si sono affermate come una soluzione chiave in questo ambito. I relativi costi sono diminuiti del 90% circa tra il 2010 e il 2020. In futuro, inoltre, le nuove tecnologie di stoccaggio, come le batterie a flusso redox e gli accumulatori di idrogeno, dovrebbero acquisire un ruolo maggiore.



Energia eolica offshore: tra il 2000 e il 2022 la potenza globale installata si è moltiplicata per 44, superando i 743 GW.



Tendenze e sviluppi importanti

Nei prossimi decenni la crescita del settore delle energie rinnovabili sarà guidata dalle seguenti tendenze: l'espansione dell'energia solare ed eolica rimarrà centrale, sostenuta dal calo dei costi e dal miglioramento dell'efficienza. La stabilità della rete sarà probabilmente garantita dai progressi nelle soluzioni di stoccaggio dell'energia, come le batterie e le tecnologie a idrogeno. Anche le reti elettriche intelligenti e l'approvvigionamento energetico decentralizzato acquisiranno sempre maggiore importanza. Inoltre, le normative e gli obiettivi climatici contribuiranno ad aumentare la domanda di energia pulita e a dare slancio agli investimenti. ■



Come sfruttare le opportunità di rendimento offerte dalle aziende tecnologiche?

Consigliamo di investire in prodotti ampiamente diversificati come l'**iShares NASDAQ 100 UCITS ETF (IE00B53SZB19)** o il fondo a gestione attiva **Fidelity Global Technology Fund (LU1560650563)**.

Chiedete informazioni alla vostra o al vostro consulente.



cler.ch/richiedere-consulenza

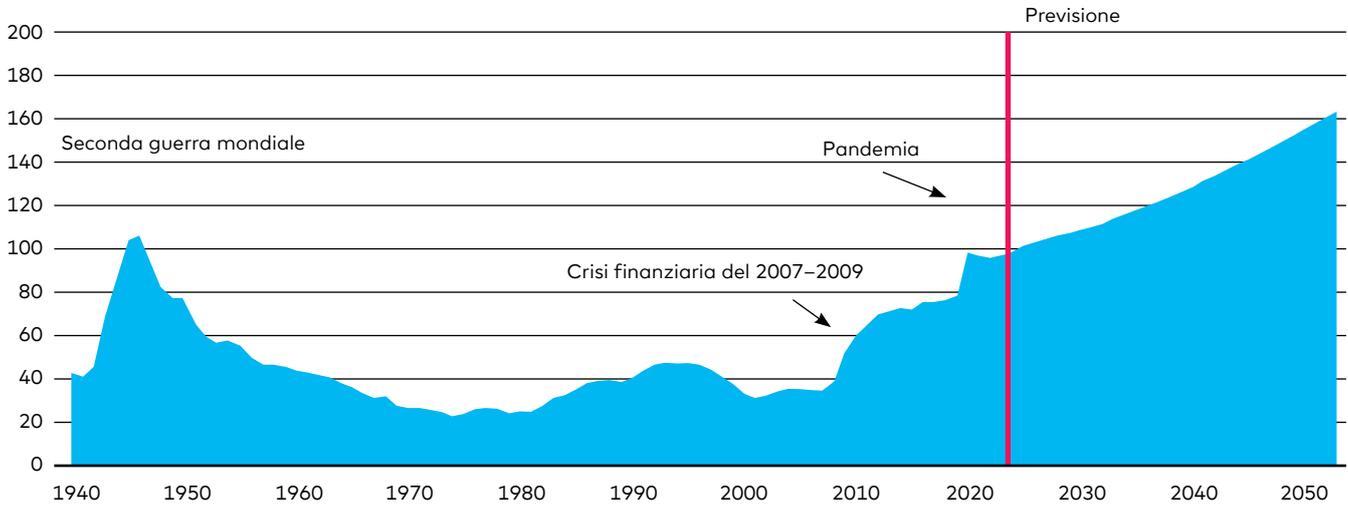




USA: la crescita è robusta, ma il debito pubblico galoppa

Con un tasso di crescita reale del 2,5% circa, dalla fine della pandemia l'economia statunitense prospera più di quella dell'eurozona. Tuttavia, anche il debito pubblico USA, sotto forma di comuni titoli di debito, è arrivato a circa il 100% della performance economica annuale del paese – un valore doppio rispetto a quello del 2010, che non veniva raggiunto dalla fine della Seconda guerra mondiale. Quanto è sostenibile l'aumento del debito pubblico statunitense e quali sono le possibili conseguenze?

Fig. 5: Debito pubblico USA in % del PIL – andamento e previsione del CBO



■ Debito federale detenuto dalla collettività (Federal debt held by the public)

Fonte: CBO, The Long-Term Budget Outlook: 2024 to 2054 (marzo 2024)

A partire dalla crisi finanziaria del 2008/2009, il Governo federale degli Stati Uniti ha sempre speso più di quanto gli introiti fiscali consentissero senza contrarre ulteriori debiti. A settembre 2024, il debito pubblico statunitense ammontava a circa 27 000 mia. (27 000 000 000 000) di USD e ogni anno si aggiungono ben oltre 1500 mia. di USD. L'eccedenza annuale delle uscite, ossia il cosiddetto deficit di bilancio USA, supera ormai regolarmente il 5% della performance economica (cfr. fig. 5). Nonostante il debito da record, gli Stati Uniti sono tutt'altro che sul lastrico. Detengono la leadership in molte tecnologie all'avanguardia, sono ampiamente indipendenti quanto ad approvvigionamento energetico e la loro superiorità militare (convenzionale) rimane incontrastata. Il mercato dei capitali statunitense non ha rivali per quanto riguarda la messa a disposizione di capitale di rischio per start-up innovative e il dollaro USA rimane la valuta di riferimento nel mercato dei capitali e nel commercio globale.

Il dollaro USA è e rimane la valuta di riferimento globale

Il dollaro USA è la valuta indiscussa per circa due terzi del commercio mondiale. Solo l'euro, con un ampio distacco, può fargli un po' di concorrenza. Altre valute come lo yen giapponese o il renminbi cinese hanno una rilevanza solo marginale. Nel prossimo futuro non si intravedono alternative serie al «biglietto verde» per il commercio mondiale.

L'attuale robusta crescita economica degli Stati Uniti, pari al 2,5% circa in termini reali e quindi a un buon 5% in termini nominali, permette di relativizzare il problema del debito. Spesso un indebitamento pubblico elevato viene percepito come grave solo quando gli interessi passivi aumentano più della crescita nominale dell'economia. Negli ultimi decenni e nemmeno dopo la recente inversione di rotta sui tassi, gli USA non si sono mai trovati in una simile condizione. Tuttavia sarebbe ingenuo e peri-

coloso supporre, o anche solo sperare, che un aumento della crescita ci tenga sempre lontani dalla trappola dell'indebitamento. Dal punto di vista degli europei, più scettici, questa radicata tendenza americana ad avere sempre una visione ottimistica del futuro rappresenta un problema molto serio. Per l'UE il rilancio degli investimenti USA finanziato dal debito crea distorsioni nella concorrenza in alcuni settori.

Il dollaro USA è la valuta indiscussa per circa due terzi del commercio mondiale. Solo l'euro, con un ampio distacco, può fargli un po' di concorrenza.

L'aumento del debito pubblico USA comporta rischi

L'innalzamento dei tassi d'interesse in presenza di una crescita economica (nominale) fiacca o addirittura di una recessione può improvvisamente far apparire sotto una luce diversa e minacciosa i rischi latenti di un eccessivo indebitamento. Le ripetute crisi che si sono verificate dall'inizio del nuovo millennio (crisi finanziaria, crisi dell'euro, pandemia, guerre) dimostrano come shock esterni possano offuscare pesantemente le prospettive di crescita. Se a un elevato indebitamento pubblico si aggiunge un improvviso aumento della pressione inflazionistica e quindi dei tassi, unitamente a una crescita economica debole, possono prodursi effetti negativi sulla stabilità finanziaria globale. Negli ultimi decenni, la banca centrale statunitense e la BCE sono riuscite a contenere le crisi attraverso una serie di misure. Tuttavia ci si chiede, con una certa preoccupazione, se il continuo aumento del debito pubblico statunitense non abbia già intaccato la resilienza del sistema finanziario più di quanto sia evidente al momento.

Avvertimenti del Fondo monetario internazionale

Anche il Fondo monetario internazionale (FMI), nel suo Country Report di luglio 2024, esorta a limitare la crescita del debito statunitense. Pur stemperando la critica sostanzialmente feroce alla gestione del bilancio USA con una profusione di elogi per la buona performance attuale dell'economia americana, il rapporto sottolinea inequivocabilmente che, se la propensione alla spesa rimane invariata, il debito pubblico statunitense potrebbe raggiungere il 140% del PIL già nel 2032. Come «medicina amara», il FMI consiglia un taglio annuale del 4% della spesa pubblica, il che equivale a un pesantissimo pacchetto di misure di risparmio da ben 1000 mia. di USD all'anno. Secondo il FMI, una politica di austerità così rigorosa provocherebbe inevitabilmente notevoli disagi sociali. Né Kamala Harris né Donald Trump, in campagna elettorale, avevano parlato di aumentare le imposte e ridurre i sussidi statali, anzi. Probabilmente, però, è solo questione di tempo prima che una futura amministrazione USA si veda costretta ad attuare misure di risparmio molto impopolari.





Eurozona: dal 2020 il debito pubblico nel suo insieme è sceso da poco meno del 98% a circa l'89% del PIL. Prima della pandemia si attestava ancora a un moderato 84%.

Le crisi di finanziamento non si verificano solo nei paesi emergenti

Sebbene non si scorga alcuna analogia tra il clamoroso fallimento del piano di bilancio presentato da Liz Truss il 23 settembre 2022 e gli scenari di rischio statunitensi, questa esperienza – costata cara ai britannici – dimostra che è necessaria grande cautela quando si tratta di questioni di stabilità finanziaria. Il mandato da premier di Liz Truss, durato appena 49 giorni, è il più breve nella storia del Regno Unito. Le incertezze sulla sostenibilità a lungo termine del debito pubblico britannico, innescate dai tagli fiscali da lei proposti, hanno fatto crollare quasi istantaneamente la domanda di titoli di Stato del Regno Unito. All'epoca, l'inflazione nel paese si aggirava intorno al 10% e si prospettavano forti aumenti dei tassi d'interesse. Di certo non era il momento adatto per concedere generosi regali fiscali. Solo attraverso interventi massicci la Bank of England è riuscita a porre rimedio al dissesto provocato dal Governo. Da questa esperienza abbiamo imparato che il livello di indebitamento non è l'unico fattore decisivo e che anche un contesto mutato può portare a una reazione inaspettata da parte del mercato. Gli investitori si tengono lontani dai titoli di debito di Stato quando la fiducia nella loro sostenibilità a lungo termine inizia a vacillare.

Freno all'indebitamento per l'UE: un ostacolo alla competitività?

Un deficit di bilancio di entità pari a quello americano, ossia superiore al 5%, rappresenta una voragine che farebbe perdere il sonno – e magari anche la poltrona – a qualsiasi ministro delle finanze dell'eurozona. In effetti, dal 2020 il debito pubblico dell'eurozona nel suo insieme è sceso da poco meno del 98% a circa l'89% del PIL. Prima della pandemia si attestava ancora a un moderato 84%. Questa limitazione del debito nei paesi dell'eurozona è stata resa possibile grazie a diversi freni all'indebitamento nazionale, corredati da programmi di austerità per la spesa pubblica. Le turbolenze causate dalla crisi dell'euro, ovvero la crisi del debito sovrano europeo verificatasi tra il 2010 e il 2013, hanno inculcato la necessità di un'inversione di tendenza, favorendo un rispetto più rigoroso della disciplina di bilancio. In più, l'elevata inflazione degli anni 2022 e 2023 ha contribuito a far registrare alla performance economica nominale una crescita superiore rispetto a quella dei debiti, già fissati nell'importo e quindi non lievitati con il rincaro. La massima secondo cui l'inflazione sarebbe un bene per i debitori si è rivelata vera e questo ha ridotto sensibilmente, se non radicalmente, la pressione dell'indebitamento per l'eurozona.

Studio di Draghi sulla competitività dell'UE

Un apprezzato studio di Mario Draghi (ex presidente della BCE), realizzato su incarico della Commissione europea, analizza le prospettive per la competitività dell'UE. Al suo interno viene effettuato un confronto tra l'Unione Europea, gli Stati Uniti e l'Asia e si individuano tre ambiti in cui è necessario intervenire con urgenza:

- promozione dell'innovazione e identificazione di nuovi volani di crescita
- riduzione dei prezzi dell'energia continuando a percorrere la strada della decarbonizzazione e dell'economia circolare
- reazione a un contesto caratterizzato da un'elevata incertezza geostrategica (aumento della spesa per la difesa)

Mario Draghi ritiene che gli investimenti necessari debbano essere finanziati principalmente dal settore privato. Tuttavia, ritiene che anche lo Stato sia chiamato a intervenire. L'ulteriore integrazione del sistema finanziario dell'Unione Europea nonché un contributo statale agli investimenti proveniente da un budget UE da allestire avvicinerebbero in una certa misura l'UE alle strutture

degli Stati Uniti. Un moderato allentamento del freno all'indebitamento fino a tollerare un deficit aggiuntivo dell'1% del PIL – e non del 5% come negli USA – potrebbe essere una soluzione per finanziare eventualmente gli investimenti. Nell'attuale contesto politico non è certo che un simile programma, basato su un fondo d'investimento comune e sull'emissione congiunta di eurobond, otterrebbe il consenso della maggioranza. Il problema della lenta perdita di competitività globale dell'UE rimane pertanto irrisolto.

Investimenti in oro come copertura strategica contro l'aumento del debito pubblico USA

Si può presumere che il nuovo Governo statunitense non attuerà un'inversione di tendenza riguardo all'elevata spesa pubblica e quindi al deficit di bilancio. Non c'è motivo di preoccuparsi, dato l'attuale livello di indebitamento, ma è evidente che il rapporto debito/PIL lieviterà ulteriormente. La crescita dei tassi d'indebitamento degli Stati, i rischi geopolitici e le recenti esperienze con l'inflazione rafforzano la nostra convinzione che l'oro rappresenti un'integrazione sensata in qualsiasi portafoglio. Nei nostri mandati di gestione patrimoniale abbiamo quindi fissato una quota strategica del 5%. ■



Si può presumere che il nuovo Governo statunitense non attuerà un'inversione di tendenza riguardo all'elevata spesa pubblica e quindi al deficit di bilancio.





La crescita economica e il suo impatto sugli investimenti obbligazionari

Per i mercati dei tassi, le prospettive di crescita delle economie nazionali hanno un grande rilievo. Ma a incidere sulla struttura degli interessi nei mercati delle obbligazioni concorrono anche altri fattori macroeconomici, come ad esempio l'inflazione. Senza dimenticare l'importante ruolo svolto dalle banche centrali.

Se i libri di storia cristallizzano il passato, i mercati finanziari negoziano il futuro. Ne sono una dimostrazione lampante le piazze azionarie globali, dove migliaia di operatori sparsi in tutto il mondo cercano di capire come evolveranno gli utili delle imprese. Tra l'altro, il progresso tecnologico nelle negoziazioni di borsa ha fatto sì che i prezzi oscillino a un ritmo dell'ordine di microsecondi. Il mercato, in sostanza, recepisce, interpreta e assimila immediatamente ogni novità. Nei prezzi dei valori di borsa sono quindi incorporate tutte le informazioni pubblicate fino al momento presente, e questo incide anche sulle attese degli operatori di mercato, perché solo chi nutre la convinzione che gli utili sono destinati a salire è disposto ad acquistare un'azione a un prezzo proporzionalmente elevato.

Anche sul mercato delle obbligazioni si assiste ormai, in virtù della negoziazione elettronica, a una valutazione in tempo reale. La piazza obbligazionaria si presta in modo particolare all'interpretazione delle attese nutrite dagli operatori rispetto all'economia complessiva. Pensiamo ad esempio

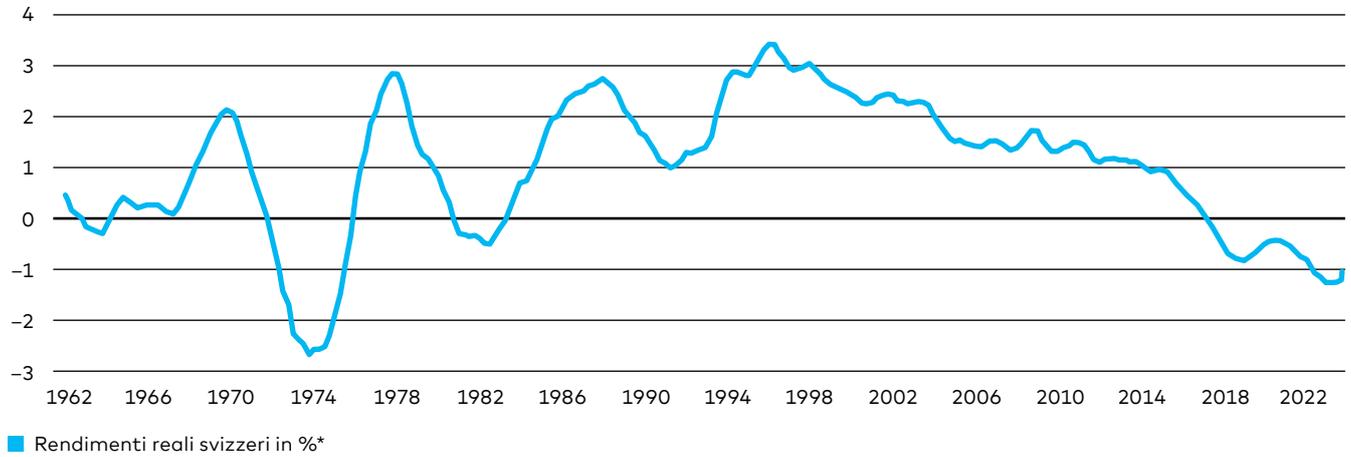
- ai tassi d'interesse a lungo termine sui titoli di Stato,
- ai tassi sui depositi a breve termine o
- ai rendimenti alla scadenza delle obbligazioni indicizzate all'inflazione.

In ottica macroeconomica, quindi, i mercati obbligazionari sono molto significativi. Quale parametro centrale per misurare le future prospettive di guadagno, su questi mercati si utilizza il rendimento alla scadenza (in parole povere, «l'interesse»). Se si investe in un titolo di nuova emissione, il rendimento alla scadenza corrisponde alla cedola annua; se si investe in un titolo già in circolazione, invece, il rendimento alla scadenza si compone di due elementi: la cedola, generalmente versata con cadenza annuale, e l'evoluzione che si prevede avrà il prezzo del titolo secondo il livello attuale, poiché alla scadenza l'obbligazione verrà rimborsata dall'emittente a 100.

Tassi, crescita, inflazione, rendimenti nominali e reali

Il livello generale dei tassi oscilla in continuazione. In linea di principio, esiste una correlazione tra domanda di crediti e livello dei tassi. In presenza di un'elevata domanda di capitale di terzi, o di una ridotta offerta di capitali d'investimento, gli interessi dovrebbero salire, poiché in uno scenario simile il capitale è merce rara. Viceversa, i tassi applicati ai debitori dovrebbero calare nel momento in cui gli investitori fanno a gara per collocare il proprio denaro. Inoltre, il tasso d'interesse preteso da questi ultimi dipende anche dal merito creditizio del debitore: migliore è la sua solvibilità, minori sono i costi creditizi a suo carico. In sostanza, quindi, a incidere sul livello dei tassi sul mercato obbligazionario sono soprattutto la domanda, l'offerta e il merito creditizio.

Fig. 6: Rendimenti reali svizzeri in ribasso da quasi 30 anni



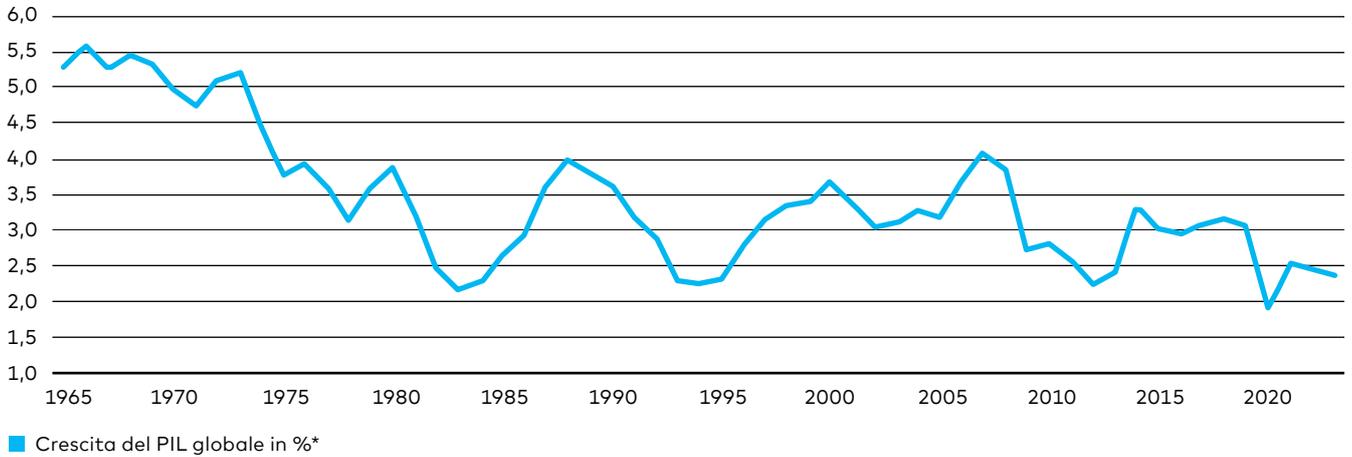
Fonti: Bloomberg, OCSE; * p.a., dati approssimativi, media mobile

Nel calcolare il rendimento dell'investimento di un'obbligazione, si dovrebbe considerare, in aggiunta, il tasso di rincaro annuo (inflazione). Un esempio: se un investimento rende il 2% p.a., con un'inflazione annua del 2% il rincaro fagocita l'intero rendimento, il che significa che l'investimento ha reso in termini «nominali», ma a conti fatti, sul piano «reale», non ha fruttato nulla. Poiché, come si è visto, l'inflazione incide in misura notevole sul rendimento di un investimento, per valutare in modo opportuno i nessi macroeconomici ci si dovrebbe basare sui rendimenti reali. Ebbene, a quanto pare, tra la crescita economica annua di un paese e il rendimento reale dei relativi titoli di Stato esiste un'evidente correlazione statistica. Il nesso si spiega con la catena di effetti descritta in precedenza: un'economia in crescita, trainata ad esempio da una forte domanda di beni di consumo e servizi, richiede un volume di credito crescente, il che, a sua volta, fa alzare i tassi.

Negli scorsi decenni, i tassi reali svizzeri hanno vissuto cicli molto eterogenei (cfr. fig. 6). Degne di menzione sono la fase a cavallo della dissoluzione del sistema monetario di Bretton Woods negli anni Settanta, quando venne modernizzata la politica delle banche centrali, un'ulteriore fase fino a circa la metà degli anni Novanta e l'ultima fase da allora.

Nel calcolare il rendimento dell'investimento di un'obbligazione, si dovrebbe considerare, in aggiunta, il tasso di rincaro annuo.

Fig. 7: Crescita del PIL globale sotto la media a lungo termine



Fonte: Banca mondiale; * p.a., media progressiva su cinque anni

Quest'ultima fase di sviluppo è particolarmente interessante, poiché è stata contraddistinta da tassi nominali e reali in calo. Mentre i tassi nominali in Svizzera si sono mantenuti positivi fino al 2015, i tassi reali delle obbligazioni della Confederazione con scadenza breve presentavano valori negativi già nei primi anni 2000. In parallelo, si è registrato un calo dei tassi di crescita nel mondo occidentale e, al più tardi con la crisi finanziaria globale del 2008, anche della crescita dell'economia complessiva a livello planetario (cfr. fig. 7).

Motivi del rallentamento della crescita

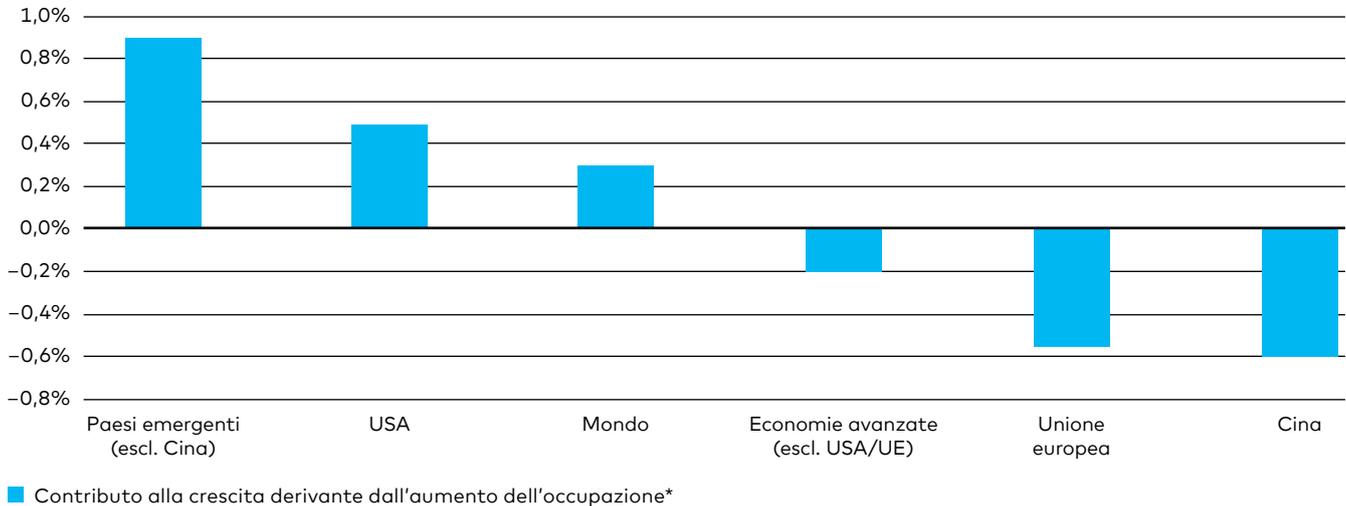
Negli scorsi anni, la letteratura accademica si è occupata a fondo di questo fenomeno, partendo dal presupposto che esso non sia riconducibile a un singolo fattore, bensì vada spiegato sotto diverse angolazioni.

- Una prima possibile spiegazione chiama in causa l'invecchiamento demografico, che avrebbe indotto un calo nel tasso di partecipazione al mercato del lavoro (ovvero nella proporzione della popolazione attiva) e di conseguenza indebolito l'incremento della produttività complessiva. Inoltre, con l'invecchiare della popolazione aumenta anche la quota di risparmio, poiché viene ampliata l'offerta di capitale investibile.

- Una seconda motivazione potrebbe risiedere nel costante calo degli investimenti reali in beni capitali come macchinari o edifici. Secondo il Fondo monetario internazionale (FMI), il rallentamento della crescita va di pari passo con un calo degli esborsi globali per gli investimenti, originato – si ritiene – dalle maggiori incertezze su questo fronte a seguito della crisi finanziaria, da un più ampio ricorso al capitale di terzi e da aspettative di profitto inferiori (poiché i valori di mercato sono cresciuti in misura sproporzionata rispetto agli effettivi valori contabili).

- Il terzo approccio esplicativo si concentra su un aumento dell'inefficienza tra input e output nella performance economica; in quest'ambito si parla della cosiddetta produttività dei fattori. Ad esempio, vi sarebbe stato un crescente afflusso di capitale reale disponibile verso settori marcatamente inefficienti dal punto di vista economico, soprattutto in imprese attive nei servizi. Inoltre, vi sarebbe stato un progressivo appiattimento dei guadagni in termini di efficienza legati alla globalizzazione, per il pressoché totale esaurimento del potenziale insito nel commercio estero globale.

Fig. 8: Differenze significative sul piano geografico nel contributo alla crescita derivante dall'aumento dell'occupazione



Fonte: FMI; * p.a., contributo alla crescita annuo atteso nel 2030

I parametri target delle banche centrali

Le banche centrali esercitano un influsso notevole, nel breve termine, sui mercati dei tassi. Con i propri interventi su questo fronte mirano a garantire la stabilità dei prezzi e, talvolta, anche ad altri obiettivi, come ad esempio la piena occupazione. Per farlo, utilizzano lo strumento del tasso di riferimento. La questione è identificare il tasso d'interesse (il cosiddetto tasso d'interesse d'equilibrio reale, r^*) in presenza del quale un'economia nazionale si trova in una condizione di equilibrio di lungo periodo. Un tasso d'interesse reale elevato limita la crescita economica e il rincaro, e viceversa. Idealmente, l'inflazione dovrebbe situarsi nella fascia di oscillazione definita dalle banche centrali (BNS: tra lo 0 e il 2% p.a.) e al contempo l'economia crescere esattamente in linea con il proprio potenziale. La Banca nazionale svizzera stima che, dall'inizio degli anni Novanta, il tasso d'interesse neutrale non sia solo andato in calando, ma sia anche arrivato nel frattempo allo 0% circa, e nel medio termine non presuppone necessariamente che vi sarà un'inversione di tendenza.

Attuali prospettive di crescita e previsioni di lungo termine sui tassi (tassi reali)

Se si parte dal presupposto che le tendenze macroeconomiche degli scorsi due decenni proseguiranno, le prospettive di crescita di lungo termine sono deludenti. Il FMI ritiene che l'atteso calo del tasso di attività globale inciderà negativamente sulla crescita economica, pur con possibili differenze nell'evoluzione a livello regionale (cfr. fig. 8).

Inoltre il FMI non ipotizza un aumento della propensione a investire, poiché l'ingente debito agirebbe da freno sui programmi d'investimento statali mentre le basse aspettative di rendimento fungerebbero da dissuasore per le iniziative dell'economia privata. Si deve quindi sostanzialmente presupporre una crescita potenziale contenuta, di tipo strutturale.

Quattro possibili locomotive della crescita e il loro impatto sulle obbligazioni

In primo luogo, la crescita potrebbe essere incentivata anche in futuro mediante programmi d'investimento statali finanziati dal debito, mettendo in conto un prudente incremento dei tassi d'indebitamento (deficit fiscali). Secondariamente, un ulteriore invecchiamento della popolazione dovrebbe portare a quote di risparmio inferiori e, in misura corrispondente, fasi di esborso più prolungate da parte dei pensionati. In terzo luogo, vanno messi in conto anche nuovi flussi migratori che potrebbero attenuare l'effetto del calo del tasso di attività. Quarto aspetto: il potenziale dell'intelligenza artificiale quale fattore in grado di imprimere ulteriori impulsi in termini di efficienza e produttività è davvero enorme. In tutti gli scenari evocati dovrebbe verificarsi anche un aumento dei tassi reali. Se le banche centrali riusciranno anche nei prossimi decenni a tenere basso il rincaro, gli interessi delle obbligazioni dovrebbero rimanere addirittura – in un caso simile, sul lungo periodo – positivi in termini reali. ■



Se le banche centrali riusciranno anche nei prossimi decenni a tenere basso il rincaro, gli interessi delle obbligazioni dovrebbero rimanere addirittura – in un caso simile, sul lungo periodo – positivi in termini reali.





Small & mid cap: aziende con opportunità di crescita e potenziale di miglioramento dei corsi

Negli ultimi anni l'andamento del valore, in particolare sul mercato azionario statunitense, è stato determinato da un numero molto ristretto di aziende ad alta capitalizzazione, che hanno fatto scalpore come i «Magnifici 7». Tuttavia, sulla loro scia navigano molte altre società anonime meno in vista (small & mid cap), dalle cui fila sono emerse le odierne mega cap. In passato, questi cosiddetti «titoli secondari» hanno ripetutamente sovraperformato i mercati azionari complessivi. A nostro avviso, è probabile che ciò si ripeta nei prossimi anni.

Negli scorsi decenni, le small & mid cap hanno ottenuto un rendimento medio superiore a quello delle large cap, ma sono state anche esposte a maggiori oscillazioni di valore. La tendenza a registrare perdite più elevate rispetto al mercato complessivo nelle fasi di forte ribasso e a guadagnare più della media nelle fasi di boom è dovuta da un lato alla minore liquidità dei titoli secondari e dall'altro alla loro maggiore sensibilità alla congiuntura. La loro sovraperformance è solitamente accompagnata da un aumento dei valori compresi nell'indice PMI del settore manifatturiero. Nel segmento delle small & mid cap i titoli industriali sono molto più rappresentati che tra le aziende ad alta capitalizzazione.

La nostra economia è soggetta a continui cambiamenti: aziende e prodotti di una volta scompaiono, mentre ne emergono di nuovi.

Tra i titoli secondari svizzeri la sovrapponderazione del settore industriale è particolarmente marcata. È riconducibile a questo comparto circa un terzo di tutte le azioni small & mid cap, ma meno di un decimo del segmento delle large cap elvetiche. Inoltre, anche l'esposizione nel settore immobiliare, sensibile ai tassi d'interesse, è significativamente più elevata tra i titoli secondari.

I titoli secondari di oggi saranno le mega cap del futuro?

La nostra economia è soggetta a continui cambiamenti: aziende e prodotti di una volta scompaiono, mentre ne emergono di nuovi. È ovvio che tra i titoli secondari di oggi si trovino giovani aziende che potrebbero diventare le future stelle del mercato azionario. In effetti, l'universo delle small & mid cap è complessivamente più giovane rispetto a quello delle large cap. Tuttavia, l'«anzianità» delle aziende di entrambi i segmenti è ampiamente diversificata, e anche tra le società anonime a minore capitalizzazione vi sono imprese che vantano una storia di oltre 100 anni, e che magari hanno abbandonato l'olimpico delle grandi aziende o non vi sono mai arrivate, perché non hanno saputo affermarsi come leader di mercato o operano in una nicchia troppo ristretta.



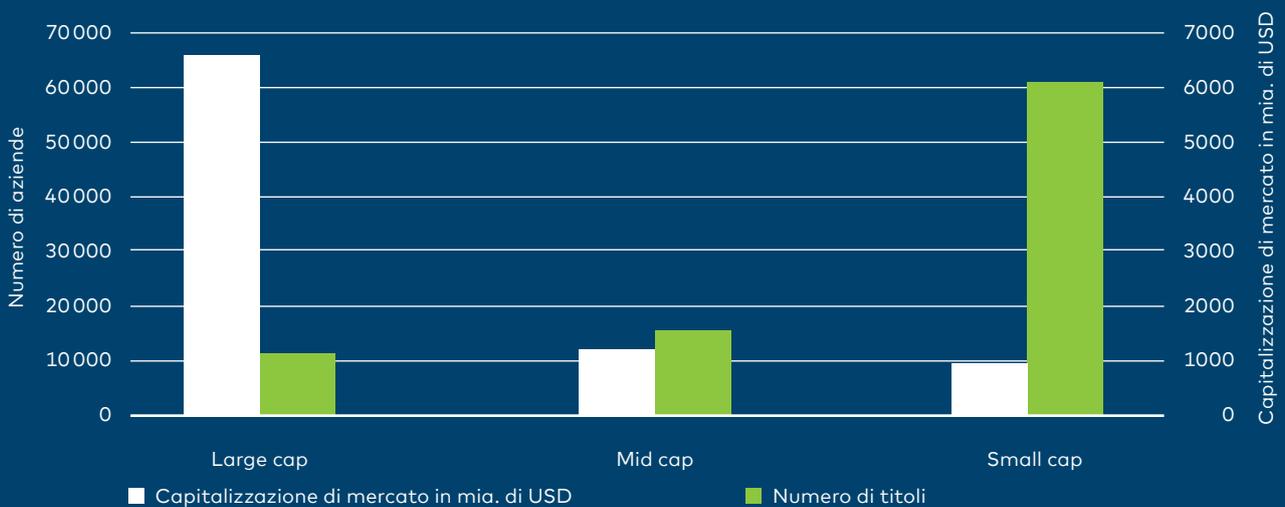


Delimitazione dei segmenti di mercato in base alla capitalizzazione

Le small & mid cap, i cosiddetti «titoli secondari», sono azioni con una capitalizzazione di mercato relativamente bassa. Le società più grandi di un paese, che nell'MSCI rappresentano circa il 70% della capitalizzazione di mercato del flottante, sono denominate large cap. Seguono le mid cap, che coprono un ulteriore 15% della capitalizzazione di mercato totale e, insieme alle large cap, costituiscono l'universo standard. Le aziende ancora più piccole sono le small cap, che rappresentano un ulteriore 14% della capitalizzazione

di mercato e, insieme alle large & mid cap, formano l'universo di mercato. Il restante 1% di capitalizzazione di mercato del flottante è costituito dalle micro cap, che di solito hanno un valore aziendale di pochi milioni di franchi svizzeri e in cui è estremamente difficile investire, per motivi di liquidità. Le small & mid cap sono anche denominate congiuntamente SMID cap. Per natura, le small cap dominano l'universo azionario a livello di numero di titoli e offrono una scelta molto più ampia rispetto alle large & mid cap (cfr. fig. 9).

Fig. 9: Capitalizzazione di mercato e numero di titoli negli MSCI All Country World Index*



Fonti: MSCI, dati al 30.9.2024; * Indici di 23 paesi industrializzati e 24 paesi emergenti

Crescita attesa degli utili solitamente maggiore nel lungo termine per i titoli secondari

Le grandi aziende quotate in borsa sono complessivamente più redditizie e presentano margini di utile più elevati. Tuttavia, in passato le azioni small & mid cap venivano quasi sempre negoziate con valutazioni maggiori a livello di rapporto corso/utile. Evidentemente per i titoli secondari si prevedeva una crescita degli utili più elevata nel lungo periodo. Un'altra ragione alla base della valutazione maggiore è probabilmente la maggiore frequenza di acquisizioni e fusioni nel segmento. Le acquisizioni aziendali sul mercato azionario sono solitamente associate al pagamento di un premio di controllo: l'acquirente deve offrire ai vecchi azionisti un prezzo superiore al corso azionario registrato fino a quel momento, in modo che siano disposti a vendere. Secondo i dati di Bloomberg, la probabilità che un'azienda del segmento delle small & mid cap sia coinvolta in un'acquisizione è da tre a quattro volte superiore che nel segmento delle large cap. Le small & mid cap svolgono quindi un ruolo fondamentale per la crescita inorganica delle aziende.

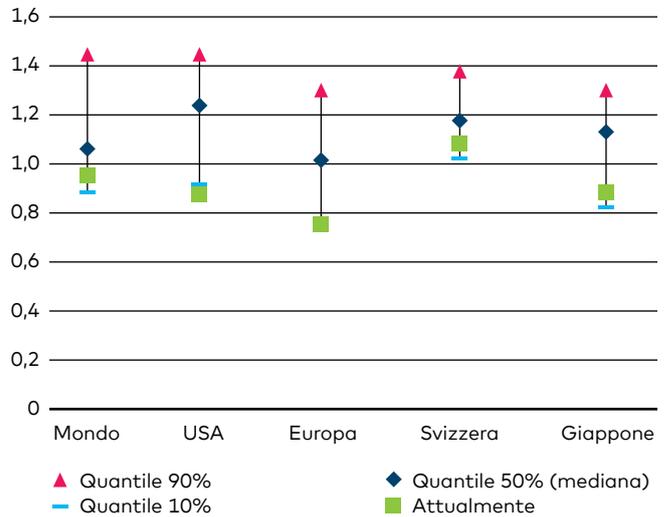
Valutazioni attualmente convenienti

Negli ultimi anni, la performance dei titoli secondari è rimasta indietro rispetto a quella delle large cap. Allo stesso tempo, il premio di valutazione di tali titoli è diminuito drasticamente o addirittura scomparso (cfr. fig. 10). Questa evoluzione è attribuita, tra le altre cose, a fattori ciclici. L'andamento degli utili delle small & mid cap ha perso molto terreno rispetto a quello delle loro sorelle maggiori. Ciò è dovuto a motivi strutturali:

- Nell'universo delle small & mid cap, i settori dell'IT e dei fornitori di servizi di comunicazione – due comparti innovativi e in crescita – sono sottorappresentati a livello globale.
- L'elevata dotazione di capitale dei fondi di private equity potrebbe aver fatto sì che aziende interessanti appartenenti all'universo dei titoli secondari siano state finanziate privatamente per un lungo periodo o ritirate dalla borsa.

Anche se i premi di valutazione non torneranno del tutto ai valori di un tempo, l'attuale basso livello presenta un potenziale di ripresa.

Fig. 10: Distribuzione della differenza di valutazione P/E SMID cap/large cap*



Fonti: Banca Cler, Bloomberg; sulla base di dati mensili per gli indici MSCI nel periodo 3/2009–9/2024; * Distribuzione storica della differenza di valutazione SMID cap/large cap misurata in termini di rapporto corso/utile (P/E) atteso

Elevate prospettive di successo per la gestione attiva

L'elevato numero di azioni small & mid cap rende difficile – e non solo per gli investitori privati – individuare le società anonime che tra 20 o 25 anni si affermeranno come le aziende di maggior valore al mondo, come avvenuto di recente con Nvidia, Meta o Tesla. Inoltre, date le enormi dimensioni dell'universo di mercato, la capillarità delle ricerche sulle azioni small & mid cap è significativamente inferiore che sulle large cap. La mancanza di attenzione può causare inefficienze di mercato e quindi accrescere le prospettive di successo di un processo di selezione attiva dei titoli rispetto a un investimento indicizzato passivo.

Pertanto, nell'ambito dei titoli secondari consigliamo agli investitori fondi a gestione attiva. Per il mercato azionario svizzero si tratta del Vontobel Fund (CH) – Ethos Equities Swiss Mid & Small (ISIN: CH0023568022) con un approccio orientato alla sostenibilità e del Pictet CH – Swiss Mid Small Cap (ISIN: CH0019087177) con un approccio convenzionale. ■

Mercati d'investimento privati: mantengono ciò che promettono?

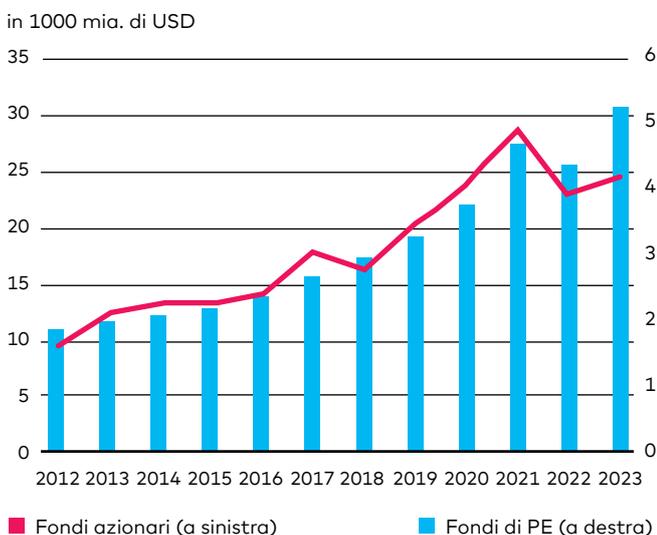
Nel decennio successivo alla crisi finanziaria, gli investimenti sui mercati privati hanno beneficiato di un contesto di mercato favorevole, caratterizzato da una prolungata fase di tassi bassi. Ciò ha spinto soprattutto gli investitori istituzionali in cerca di rendimenti più elevati a puntare sempre più sugli investimenti alternativi, tra cui quelli sui mercati privati. Secondo le stime della società di consulenza McKinsey, a fine 2023 quest'ultima tipologia di investimenti rappresentava il 27% dell'allocazione patrimoniale dei clienti istituzionali (private equity, private debt, private infrastructure, private real estate), mentre dieci anni prima era solo il 17%.



Tra il 2012 e il 2023 il patrimonio detenuto nei fondi di private equity ha registrato un aumento di 2,8 volte (cfr. fig. 11). A prima vista questo dato potrebbe sembrare poco spettacolare, ma va considerato che gli investimenti sui mercati privati sono ancora accessibili solo a una cerchia molto ristretta di investitori. Secondo gli esperti in mercato privato di Bain & Company, il trend di crescita è destinato a proseguire, con un nuovo raddoppio del patrimonio gestito entro il 2034.

Ancora oggi questa forma di collocamento è presa poco o per nulla in considerazione sia dagli investitori privati che da molti investitori istituzionali. Il fondo sovrano norvegese, ad esempio, detiene per convinzione oltre il 95% del suo patrimonio in azioni e obbligazioni quotate in borsa e negoziabili. Anche nei portafogli delle casse pensioni svizzere, il private equity rappresenta in media meno del 2% dell'allocation patrimoniale complessiva.

Fig. 11: Patrimonio gestito a livello globale in fondi di private equity e fondi azionari



Fondi di private equity senza venture capital. I fondi azionari comprendono tutti i fondi azionari a livello mondiale riportati nella banca dati Morningstar.

Fonti: Ernst & Young, Morningstar



Gli investimenti sui mercati privati in sintesi

Gli investimenti sui mercati privati sono investimenti non negoziati in borsa, per i quali non esiste un prezzo di mercato universalmente riconosciuto e che non si possono acquistare o vendere su base giornaliera. Si tratta di capitale di partecipazione privato (private equity), di capitale privato di terzi (private debt), di investimenti in infrastrutture private (private infrastructure) e di investimenti immobiliari privati (private real estate). Il private equity rappresenta la quota di gran lunga maggiore del patrimonio gestito in fondi del mercato privato (ca. 60%). Il modo più comune di investire in private equity è attraverso un fondo chiuso, che solitamente ha una durata di dieci anni. Il ciclo di vita tipico si suddivide in tre fasi: i soggetti interessati a detenere quote del fondo formulano un impegno a investire; poi il fondo investe in aziende a portafoglio (anni 1-5) e infine le partecipazioni vengono alienate con profitto, il che determina flussi di ritorno dei capitali (anni 5-10).

Private equity (PE): l'investimento azionario un po' diverso dal solito

Mentre un investitore orientato al lungo termine persegue solitamente sul mercato azionario una strategia «buy and hold», gli investitori di PE adottano una strategia «buy to exit». L'investitore azionario punta sull'effetto di accumulato creato dall'incremento di valore (effetto dell'interesse composto), che si fa sempre più evidente più si conserva il titolo. Per ottenere un aumento di valore non è obbligatorio vendere la posizione, anche se ciò sarebbe possibile in qualsiasi momento grazie alla natura liquida dei mercati azionari. Per contro, l'obiettivo degli investitori di PE è far moltiplicare al massimo il capitale proprio investito e arrivare a monetizzarlo nel minor periodo di detenzione possibile. Questo incremento di valore può essere realizzato solo se si riesce ad attuare con successo la cosiddetta «exit».

Sia nell'ambito del private equity che di un investimento azionario viene assunta una partecipazione aziendale, ma non è possibile effettuare un confronto. Il valore di un portafoglio di PE può essere solo stimato a causa della mancanza di un meccanismo di determinazione dei prezzi di mercato, mentre le azioni sono oggetto di scambi vivaci e quindi i portafogli azionari vengono valutati quotidianamente.

namente dal mercato a titolo rappresentativo. Pertanto anche il rischio effettivamente assunto di un investimento di PE non è direttamente riconoscibile, sebbene a livello economico sia equivalente a quello di un investimento azionario. Alcuni contributi scientifici² suggeriscono addirittura che il rischio sottostante sia più elevato di quello di un normale investimento azionario. Ciò è dovuto al fatto che le transazioni di PE prevedono un considerevole impiego di capitale di terzi e spesso hanno il carattere di small & mid cap.

Non tutti i rendimenti sono uguali

Il private equity è spesso associato a prospettive di rendimento superiori alla media. Per capire cosa ci si può effettivamente aspettare, vale la pena dare un'occhiata ai risultati storici. Poiché gli investimenti di PE sono illiquidi e non esistono prezzi di mercato aggiornati periodicamente per un portafoglio di private equity, la misurazione della performance richiede indicatori diversi rispetto a quelli in uso per gli investimenti azionari tradizionali. Quello più utilizzato è il tasso interno di rendimento (TIR), o tasso d'interesse interno, che può essere inteso come il rendimento medio annuo di un investimento di capitale. A livello tecnico si tratta del tasso d'interesse di attualizzazione che, applicato ai flussi di ritorno derivanti dalla cessione di partecipazioni, dà come risultato il capitale investito. Idealmente il TIR corrisponde al rendimento totale effettivamente realizzato. Di norma, tuttavia, il TIR non è direttamente confrontabile con il rendimento annualizzato utilizzato per misurare la performance degli investimenti liquidi tradizionali.

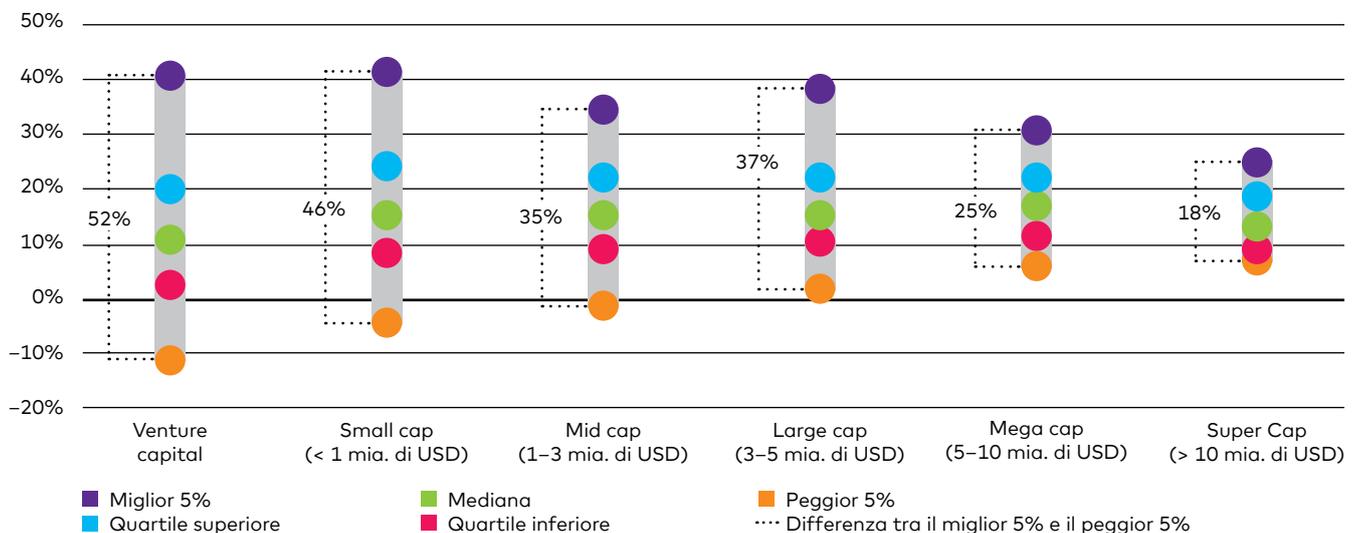
Focus sui rendimenti

Secondo Preqin², specialista in investimenti alternativi e dati sugli investimenti, il TIR medio per i fondi lanciati tra il 2010 e il 2021 ammonta al 15,5% circa (al netto della commissione di gestione e di commissioni legate alla performance). La forbice tra i gestori migliori (TIR superiore al 20%) e quelli più scarsi (TIR inferiore al 10%) è tuttavia molto ampia. McKinsey indica per un periodo di osservazione più lungo livelli di TIR simili (cfr. fig. 12). Per inquadrare un determinato livello di TIR è necessario considerare due aspetti:

1. Il livello del TIR dipende in larga misura dal momento in cui i contributi d'investimento vengono richiamati e il capitale rientra. Un presupposto fondamentale è che tutti i flussi di ritorno di capitale possano essere reinvestiti allo stesso tasso d'interesse. In realtà ciò non avverrà mai e sussiste un rischio di reinvestimento significativo.
2. Se gli impegni di capitale vengono richiamati gradualmente, si verificano perdite di rendimento («cash drag»). In media per gli investimenti di PE viene richiamato dopo due anni un terzo del capitale promesso e solo dopo quattro anni il secondo terzo. Dopo cinque anni, in media il 20% del capitale promesso non è ancora stato richiamato e investito.³

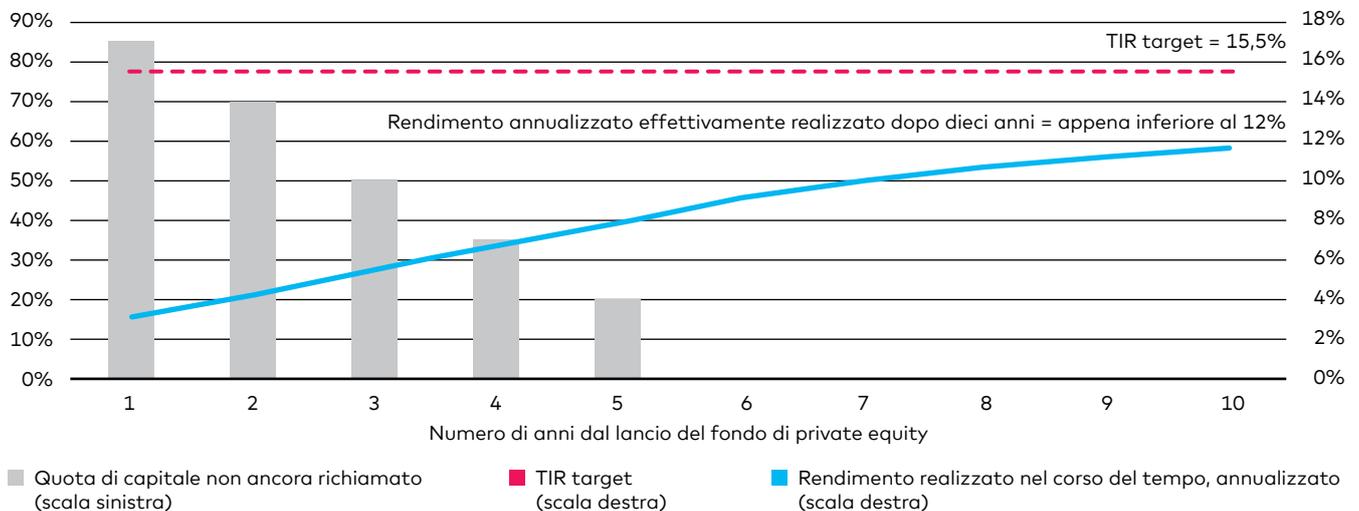
¹ Fra gli altri, The Journal of Alternative Investments, inverno 2020
² Preqin Private Markets Performance Data T2 2024
³ The Journal of Alternative Investments, autunno 2022

Fig. 12: Performance (TIR) di fondi di PE in vari segmenti di capitalizzazione nel periodo 2000–2020



Fonte: McKinsey Global Private Markets Review 2024

Fig. 13: L'effetto negativo degli impegni di capitale non richiamati sul risultato complessivo



Ipotesi: gli impegni di capitale vengono investiti fino al loro richiamo al tasso di rendimento del mercato monetario (ipotizzato all'1%). Il capitale richiamato viene investito in linea con il rendimento target (TIR = 15,5%) e gli eventuali flussi di ritorno di capitale ricevuti nell'arco della durata del fondo di PE (10 anni) possono essere reinvestiti immediatamente al TIR target.

Fonte: Banca Cler, con riferimento a «Cash for Calls: A Quantitative Approach to Managing Liquidity for Capital Calls», The Journal of Alternative Investments, autunno 2022

Dal TIR alla concezione tradizionale di rendimento

I due aspetti summenzionati influenzano il rendimento complessivo conseguibile nell'arco della durata di un fondo di PE. Il «cash drag» ha quindi un impatto molto negativo soprattutto nei primi anni di un'allocation di PE. Lo stesso accade se i flussi di ritorno di capitale ricevuti non possono essere immediatamente investiti in nuovi fondi di private equity.

Nell'esempio di calcolo della fig. 13, per gli impegni di capitale non ancora richiamati viene preventivato solo un rendimento in linea con il mercato monetario. Si ipotizza inoltre che i flussi di ritorno di capitale ricevuti nell'arco della durata siano reinvestiti direttamente al TIR target, il che – nota bene – non è garantito. Ciononostante, il rendimento effettivamente realizzato nel periodo d'investimento complessivo di dieci anni è inferiore di circa 3 punti percentuali al TIR target.

Questo esempio di calcolo molto semplificato dimostra che, adottando un'ottica globale e al netto dei costi, è molto difficile conseguire da un investimento di PE medio rendimenti effettivi superiori al 15% (dati annualizzati). Piuttosto, si dovranno mettere in conto livelli di rendimento non significativamente superiori a quelli di un investimento azionario tradizionale. Se si getta uno sguardo alla performance dei fondi di PE aperti, si giunge a una conclusione simile (cfr. fig. 14). ■



Le categorie d'investimento della Banca Cler

Nelle nostre soluzioni con delega e nella consulenza in investimenti privilegiamo le categorie d'investimento che offrono un accesso semplice ed efficiente sul piano dei costi, un buon grado di vigilanza regolamentare e un valore aggiunto sufficientemente grande in termini di rendimento, rischio e liquidità. Al momento non vi rientrano gli investimenti di PE, che hanno sì una loro ragion d'essere, ma non presentano un vantaggio così netto rispetto agli investimenti azionari tradizionali in termini di rendimento e rischio, anche a fronte della loro natura illiquida. Oltre alle azioni e alle obbligazioni, le nostre categorie d'investimento preferite sono immobili Svizzera, metalli preziosi, materie prime e liquid alternatives (hedge fund con liquidità giornaliera in una struttura UCITS).

Desiderate saperne di più su come troviamo per voi l'equilibrio tra rendimenti interessanti nel lungo termine e rischio controllato? La vostra o il vostro consulente vi fornirà volentieri informazioni in merito.

Fig. 14: Confronto tra la performance dei fondi di PE e quella degli indici azionari (2010–2021)

in USD, dati annualizzati

	Performance in USD (dati annualizzati)	Nota
Fondi di PE chiusi		
Dati sui fondi di PE di Preqin	15,5%	TIR, media (aritmetica) dei fondi di PE nella banca dati Preqin
CalPERS*	14,3%	TIR, media (aritmetica) dei fondi di PE nel portafoglio CalPERS*
Fondi di PE aperti		
PG Global Value**	11,1%	Fondo aperto di Partners Group, focus su private equity
The Partners Fund**	11,7%	Fondo aperto di Partners Group, focus su private equity e infrastruttura
Aziende di PE quotate in borsa		
LPX50 Listed Private Equity Index	15,2%	Indice composto dalle 50 principali aziende di private equity quotate in borsa
Indici azionari		
MSCI World Index	11,5%	Benchmark per le azioni Mondo
MSCI USA Index	15,2%	Benchmark per le azioni USA
Russel 2000 Index	12,7%	Indice per le small & mid cap americane
Nasdaq Composite Index	18,8%	Indice tecnologico statunitense

* CalPERS (California Public Employees' Retirement System) è il principale sistema pensionistico pubblico degli USA. CalPERS rientra tra gli investitori di PE esperti. Effettua investimenti di PE già dagli anni Novanta.

** Partners Group, quotato alla borsa svizzera, è stato uno dei pochi offerenti a proporre molto presto fondi di PE aperti senza scadenza. Due di questi fondi hanno già ampiamente superato i dieci anni e sono quindi un buon indicatore del rendimento medio effettivamente realizzato che ci si può attendere nel lungo periodo.

Fonti: Banca Cler, Bloomberg, Preqin, CalPERS, Partners Group

Prezzi elevati degli immobili: domanda in crescita, offerta esigua



Prezzi elevati degli immobili: domanda in crescita, offerta esigua

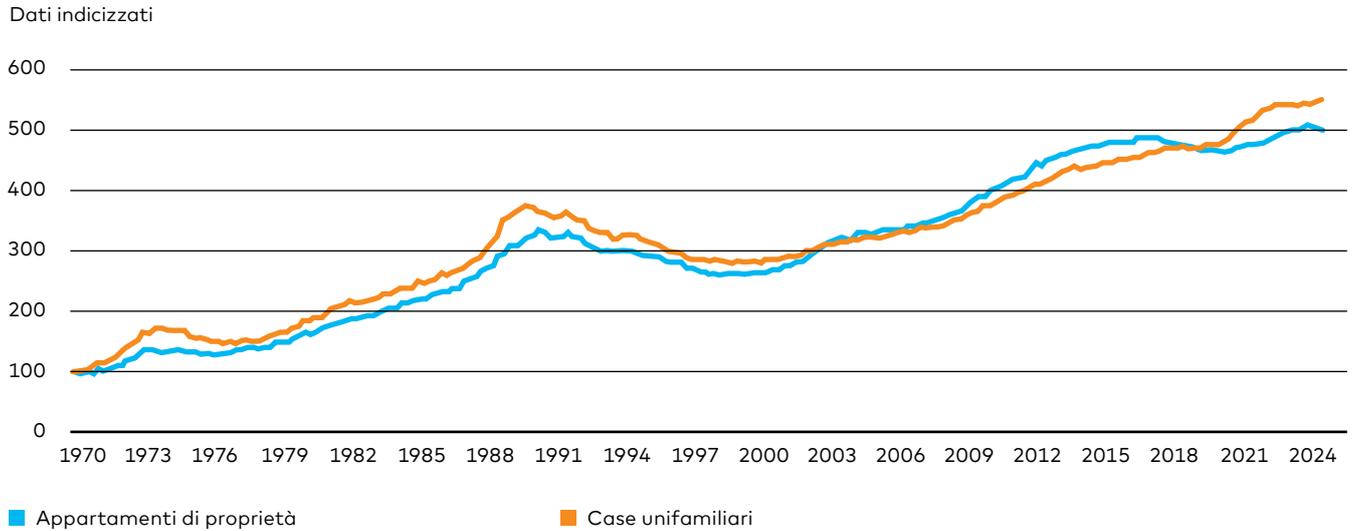
Con una superficie di 41 285 km², la Svizzera è tra i paesi più piccoli al mondo. In Europa, abbiamo dimensioni comparabili a quelle dei Paesi Bassi e della Danimarca. Niente a che vedere con giganti come Germania e Francia, il cui territorio è più grande rispettivamente di 8,7 e 13,2 volte rispetto al nostro. Se si guarda all'economia, però, il quadro è del tutto diverso. La produttività del singolo cittadino svizzero supera di un buon 50% quella rilevata nei Paesi Bassi e in Danimarca, ed è addirittura doppia rispetto a quella della Francia. E questo senza metropoli da milioni di abitanti, con poca industria pesante e praticamente zero miniere. Come è possibile in un paese che, visto dall'alto, con le Alpi e il Giura, è occupato per il 70% da montagne?

Secondo l'Ufficio federale dello sviluppo territoriale (ARE), un quarto della Svizzera è costituito da superfici improduttive, cioè laghi, corsi d'acqua, ghiacciai, rocce e detriti. Per il resto, boschi e superfici agricole si ripartiscono quasi equamente due terzi del territorio. Le superfici d'insediamento, protagoniste della maggior parte dello sviluppo sociale ed economico, ammontano solo al 7,5%. Prendendo a paragone la Francia, sarebbe come se tutti gli insediamenti e tutte le attività economiche fossero concentrati nella sola Borgogna. L'ARE suddivide ulteriormente queste superfici d'insediamento in base a sei tipi di utilizzo. Il principale è quello riguardante l'area residenziale, che copre la metà delle superfici d'insediamento. Un ottavo di tali superfici è invece costituito da zone per il lavoro. In sostanza quindi, si vive e si lavora in meno del 5% del territorio nazionale. Per crescere economicamente e demograficamente, la Svizzera è costretta a utilizzare in maniera più intensiva la superficie a disposizione. Ne consegue una crescente domanda di suolo, che fa lievitare i prezzi.

Correlazioni fra crescita economica e mercati immobiliari

La crescita economica e l'andamento dei prezzi degli immobili sono correlati sotto vari punti di vista. Un'economia stabile si accompagna a un'occupazione elevata e a buone retribuzioni. Il potere d'acquisto cresce e, con esso, anche l'afflusso di popolazione verso le città e di forza lavoro dall'estero. La domanda di immobili necessariamente aumenta e, poiché l'offerta è limitata, i prezzi salgono. L'aumentata domanda, a sua volta, esplica tre effetti positivi sulla crescita economica: la necessità di soddisfare la richiesta di nuovi alloggi fa fiorire l'attività edilizia; l'incremento di valore determina un «effetto patrimonio» che influisce positivamente sulle abitudini di consumo private; infine, la stabilità dei mercati immobiliari attira nuovi investitori, innescando una spirale di crescita virtuosa. Un'ulteriore componente da considerare è data dai tassi d'interesse, ormai da lungo tempo molto bassi in Svizzera. Questa situazione fa sì che investimenti e crediti restino abordabili, dà impulso agli investimenti in ambito edilizio e alle compravendite immobiliari, il che nuovamente stimola la crescita.

Fig. 15: Andamento dei prezzi degli immobili in Svizzera negli ultimi 50 anni



Fonti: Banca Cler, BNS, dati indicizzati 1970 = 100

Negli ultimi 100 anni, la Svizzera è diventata meta di immigrazione. Inizialmente gli stranieri rappresentavano un decimo della popolazione, oggi costituiscono un quarto degli abitanti della Confederazione. Nel 2022 il numero delle persone immigrate era pari a 2,3 milioni. La crescita economica e il benessere che ne consegue, l'incremento demografico, l'immigrazione, le nuove conurbazioni e la carenza cronica di spazio hanno fatto esplodere la domanda di alloggi e superfici abitative e spinto a livelli inimmaginabili i prezzi degli immobili (cfr. fig. 15).

Mercato immobiliare svizzero: sviluppi attuali

Il tempo necessario affinché la Svizzera cresca di un altro milione di abitanti si è fatto sempre più breve. Se il passaggio da sei a sette milioni ha richiesto un quarto di secolo, per quello da otto a nove milioni ci è voluta la metà del tempo. Senza restrizioni imposte dalla politica, si può quindi pensare che nell'arco di un paio d'anni si toccheranno i 10 milioni. Il 14% della popolazione vive tuttora in campagna. A giudicare dal trend, l'aumento demografico continuerà ad essere assorbito dalle città o dagli agglomerati urbani, benché lì la situazione degli



Il tempo necessario affinché la Svizzera cresca di un altro milione di abitanti si è fatto sempre più breve.





Evoluzione storica

Dal 1800 a oggi, l'evoluzione demografica, economica e dei mercati immobiliari in Svizzera ha attraversato diverse fasi, con mutamenti anche radicali. All'epoca la Svizzera aveva un volto essenzialmente agricolo. Gli abitanti erano circa 1,6 milioni, l'immigrazione quasi inesistente e i prezzi di terreni ed edifici erano stabili.

Dal 1850 prese piede l'industrializzazione e con essa la costruzione delle ferrovie. La popolazione era salita a 2,4 milioni e l'afflusso verso le città era impetuoso. Gli abitanti di Basilea erano raddoppiati, quelli di Zurigo quadruplicati. In queste città, la crescente domanda determinò un notevole aumento dei prezzi degli immobili. I tassi erano al 4,5%. Nel 1880 il numero degli occupati nell'industria superò quello della forza lavoro agricola. La popolazione era arrivata a ben 3,8 milioni. La corsa all'inurbamento continuava, il numero degli abitanti di Zurigo quadruplicò di nuovo. Fino al 1896, il mercato immobiliare visse la prima bolla speculativa, a cui si accompagnarono tassi in calo. Il buon andamento dell'economia si arrestò nel 1914. Allo scoppio della Prima guerra mondiale il livello dei tassi era tornato al 4,5%. Da lì fino al termine del secondo conflitto mondiale l'economia segnò il passo, con l'unica eccezione dei «raggenti anni Venti», conclu-

sisi però con la crisi del '29 e la Grande depressione. Nel 1950 la popolazione era cresciuta ulteriormente, a 4,7 milioni. Anche le città si espandevano senza sosta: gli abitanti di Zurigo raddoppiarono ancora una volta. Il livello dei tassi, che era salito fino a toccare il 7,3% nel 1920, arrivò poi sotto quota 3% nel 1950. In questi 30 anni il mercato immobiliare rimase stagnante.

Dopo il 1945, la Svizzera visse un boom senza precedenti. Sull'onda di costi di produzione e di manodopera elevati, settori tradizionali come il tessile e l'orologeria persero quota lasciando la parte del leone ai servizi. Dal dopoguerra la popolazione è pressoché raddoppiata, passando da 4,7 a 9 milioni. Le città, invece, sono cresciute a ritmi nettamente meno convulsi. Dopo la guerra sono sorti nuovi quartieri residenziali e molte persone si sono trasferite nelle zone circostanti le città, dove, con lo svilupparsi degli agglomerati urbani, sono nate nuove conurbazioni. Anche il contesto dei tassi è fortemente mutato. Dagli anni Cinquanta, i tassi svizzeri sono costantemente inferiori agli omologhi esteri comparabili. Nell'ultimo trentennio abbiamo assistito a un trend permanente al ribasso. Ciò ha creato un contesto favorevole alla crescita economica e alla domanda immobiliare.

alloggi sia già critica. L'innalzamento dell'aspettativa di vita, poi, non contribuirà certo ad abbassare la temperatura del comparto nel lungo termine. In futuro, quindi, sussisterà la necessità di utilizzare in modo più intensivo le superfici disponibili o di occuparne di nuove, a discapito dell'agricoltura. Già oggi la Svizzera perde circa 70 m² di terreno agricolo al minuto.

Sul mercato immobiliare agiscono tendenze di lungo periodo che impediscono un riequilibrio della domanda, malgrado un livello dei prezzi permanentemente alto. Al contempo, l'offerta di terreni edificabili è estremamente limitata. Sono ipotizzabili i due seguenti scenari che potrebbero risolvere, o perlomeno smorzare, le tensioni sul mercato degli immobili: c'è la possibilità di interventi sul piano politico nel caso una fascia non trascurabile della popolazione dovesse trovarsi finanziariamente con

le spalle al muro; oppure, a mitigare o compensare la carenza di alloggi potrebbero contribuire una disoccupazione in permanente crescita, tassi elevati e l'attuale affermarsi di telelavoro ed e-commerce.

Conclusioni sul fronte degli investimenti

Per gli investimenti immobiliari, questa pressione sulla domanda rappresenta una significativa garanzia di incrementi di valore nel lungo periodo, poiché essi sono sostenuti da fattori fondamentali. Naturalmente, come per tutte le categorie d'investimento, bisogna contemplare la possibilità di oscillazioni a breve termine, ma la prospettiva di pigioni stabili se non in crescita e di incrementi di prezzo dei terreni produce già oggi allettanti rendimenti distribuiti. Raccomandiamo di includere gli immobili come categoria d'investimento nell'allocation strategica. ■



Prospettive per i mercati finanziari

Malgrado alcuni grattacapi, il 2024 ha avuto un andamento soddisfacente. La crescita economica globale è positiva, seppur inferiore alla media, e gli USA sono riusciti a evitare la recessione. Un'inflazione più contenuta ha permesso alle banche centrali di ridurre i tassi di riferimento. Anche per il 2025 si prevede una congiuntura non entusiasmante ma comunque positiva, con i tassi di rincaro in ulteriore arretramento, il che darà alle autorità di politica monetaria margine per altri tagli ai tassi. Ci sono quindi buone probabilità che anche il 2025 si riveli favorevole per gli investimenti.

In termini di congiuntura globale, le stime di consenso promettono per il prossimo anno un andamento analogo a quello del 2024. Anche nel 2025, quindi, l'aumento del PIL dovrebbe essere inferiore alla media degli ultimi 24 anni, pari al 3,6%: a fine ottobre 2024 gli economisti prospettano per l'anno a venire una crescita della performance economica globale del 3,1%. Va detto che il ridimensionamento delle aspettative di crescita non riguarderà solo l'anno in corso e quello che sta per iniziare: è probabile che si imporranno in misura crescente fattori strutturali in conseguenza dei quali, a medio termine, la crescita media del PIL globale risulterà più ridotta. Certo, non si può escludere un ritorno ai vecchi massimi nei momenti di boom congiunturale, ma per ora non sembra esserci in vista una fase simile per il 2025.

Tassi d'inflazione: nel 2025 si prevede un'ulteriore attenuazione del rincaro, per quanto di proporzioni più ridotte.

I fattori strutturali alla base di una dinamica di crescita debole riguardano, tra le altre cose, la Cina. Nel 2023, il contributo del colosso asiatico al PIL nominale globale ha sfiorato il 17%, ma nel 2024 la crescita reale del Regno di Mezzo è stata inferiore al 5%. Nell'anno in questione, quindi, l'aumento della performance economica è stato inferiore di circa 3,5 punti percentuali alla media degli anni 2000–2023, il che è di per sé sufficiente a spiegare la magra crescita mondiale. Le previsioni oggi disponibili rendono chiaro che anche nei prossimi anni non si potrà contare su una ripresa del «miracolo cinese». Al contrario, a medio termine la dinamica economica della Repubblica Popolare si allineerà con quella di molte nazioni industrializzate. Una delle principali ragioni alla base di tale trend risiede nello sviluppo demografico. Gli effetti della politica del figlio unico, perseguita per decenni e abbandonata nel 2015, perdurano ancora oggi: la popolazione

è in rapido invecchiamento, il tasso di natalità è inferiore a quello del Giappone e la struttura economica resta comunque quella di un paese emergente, con una quota proporzionalmente bassa del PIL complessivo riconducibile ai consumi privati rispetto ai livelli delle nazioni industrializzate.

Mentre nel 2024 l'economia a stelle e strisce ha saputo compensare in parte le conseguenze negative della fiacca crescita cinese, ripetere l'impresa nel 2025 sarà verosimilmente molto più complicato. La politica fiscale espansiva (spesa pubblica finanziata attraverso il credito) dell'amministrazione Biden, concretizzatasi in diversi programmi d'investimento, ha gonfiato la crescita dell'economia USA. Resta da capire come evolverà l'attività d'investimento nei prossimi mesi. Per il nuovo anno, in ogni modo, le stime di consenso relative agli USA sono più contenute. I risultati delle diverse regioni avvalorano le attese circa una dinamica congiunturale positiva ma inferiore alla media per il 2025.

Assumendo come scenario di base la mediana delle stime (con riferimento ai valori disponibili a fine ottobre 2024), la previsione di consenso per il tasso di crescita del PIL reale (YoY, in %) è

- del +4,5% per la Cina (intervallo: 3,8%–5,4%),
- del +1,9% per gli USA (intervallo: 0,8%–3,2%),
- del +1,2% per l'eurozona (intervallo: 0,6%–1,7%) e
- del +1,4% per la Svizzera (intervallo: 1,0%–2,1%).

Dopo il netto indebolimento dei tassi d'inflazione registrato quest'anno, si prevede un'ulteriore attenuazione del rincaro, per quanto di proporzioni più ridotte, anche nel 2025. Il 2%, tuttavia, dovrebbe rappresentare sia per gli USA che per l'eurozona una soglia di resistenza sotto la quale difficilmente si scenderà in modo duraturo (cfr. fig. 16). In media, le previsioni al riguardo vedono USA ed eurozona prossime a questo livello, la Svizzera al di sotto dell'1%. Il target fissato da Fed e BCE sarebbe quindi quasi raggiunto, mentre nella Confederazione il rincaro si situa nella fascia obiettivo perseguita dalla BNS (0%–2%).

Azioni

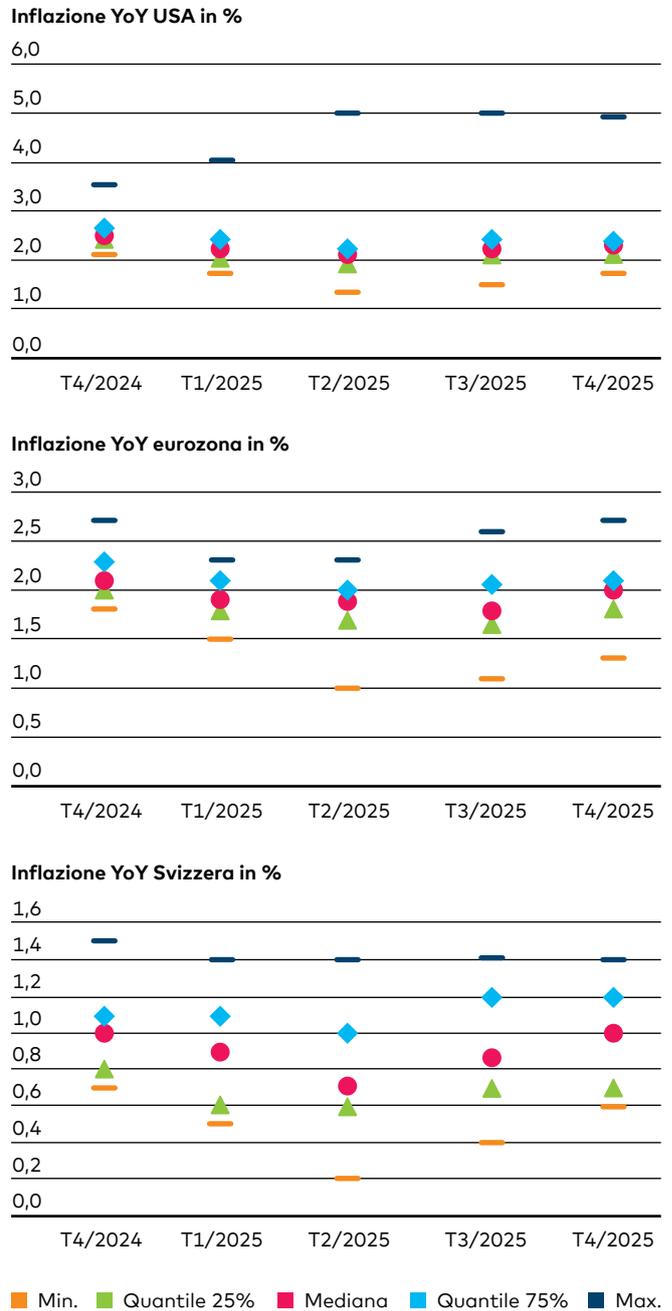
Prevediamo che anche il 2025 sarà mediamente positivo per le azioni. Quale grandezza di riferimento applichiamo un aumento dei corsi azionari nel lungo periodo pari al 7% circa. Depongono a favore delle azioni l'andamento congiunturale globale, inferiore alla media ma positivo, tassi d'inflazione prossimi al 2% (o inferiori) nei paesi industrializzati nonché la prospettiva di ulteriori tagli ai tassi da parte delle banche centrali. Per contro, invitano alla cautela anche nel nuovo anno le incertezze sul fronte geopolitico e valutazioni talvolta elevate. I temi d'investimento orientati al lungo termine si mantengono validi. Agli investitori orientati prevalentemente alle azioni svizzere consigliamo sempre di integrare fondi azionari di orizzonte globale incentrati sui titoli tecnologici, poiché questo settore è decisamente sottorappresentato nei listini elvetici (cfr. i fondi «best-in-class» inseriti nel nostro elenco di raccomandazioni).

Obbligazioni

Con il concretizzarsi dei tanto attesi tagli ai tassi da parte delle principali banche centrali, nel corso dell'anno anche i rendimenti delle obbligazioni sono talvolta finiti decisamente sotto pressione. A fine ottobre i rendimenti dei titoli di Stato svizzeri a dieci anni si attestavano appena sopra lo 0,3%. Per conseguire una performance più allettante, si possono inserire quale complemento in un portafoglio obbligazionario in franchi svizzeri anche omologhi esteri, tenendo tuttavia in considerazione i possibili rischi valutari. Nell'ambito dei mandati di gestione patrimoniale e delle Soluzioni d'investimento optiamo per corporate bond globali attraverso lo strumento dei fondi.

Raccomandiamo tuttora una strategia ampiamente diversificata. I fondi azionari rimarranno anche nel 2025 un tassello importante nella costruzione del portafoglio: si sono sempre rivelati i prodotti più redditizi nonostante le tante crisi attraversate in passato, e nemmeno crolli delle quotazioni talvolta accentuati hanno minato questa certezza. Verosimilmente le azioni si dimostreranno all'altezza della propria fama di «fonti di guadagno» anche nei prossimi anni. ■

Fig. 16: Previsioni inflazionistiche per USA, eurozona e Svizzera



Fonti: Banca Cler, Bloomberg

Progresso tecnico e digitalizzazione



Nei due decenni scorsi, la digitalizzazione e l'intelligenza artificiale hanno cambiato radicalmente la nostra quotidianità. Partiamo dal presupposto che questa tendenza non si arresterà.

Investite nel progresso tecnologico con un ETF sul NASDAQ-100 (IE00B53SZB19) o nel fondo a gestione attiva Fidelity Global Technology (LU1560650563).

Selezione di alcuni fondi «best-in-class» e prodotti propri



L'oro quale efficace strumento di diversificazione



Le crisi di questi ultimi anni, le incertezze sul fronte geopolitico e il debito pubblico in crescita in tutto il mondo ci corroborano nel convincimento che l'oro rappresenti un'integrazione opportuna a livello di portafoglio. Nei nostri mandati di gestione patrimoniale abbiamo optato per una quota strategica del 5%.

A nostro avviso il fondo BKB Physical Gold Fairtrade Max Havelaar (CH1185050486) si integra quindi perfettamente anche in un portafoglio sostenibile.

Sviluppo sostenibile



Problemi come i cambiamenti climatici, l'inquinamento ambientale e la perdita di biodiversità continueranno a darci filo da torcere anche in futuro. Negli scorsi anni abbiamo pertanto puntato con coerenza sull'ampliamento di una gamma di fondi legati ad uno sviluppo sostenibile che concretizzasse in toto il nostro approccio alla sostenibilità. Siamo persuasi che nel medio e lungo termine gli investimenti in chiave sostenibile permettano di conseguire risultati comparabili a quelli degli investimenti tradizionali.

Scegliete le nostre Soluzioni d'investimento «Sviluppo sostenibile», improntate a un'ampia e attenta diversificazione, e il nostro fondo azionario svizzero BKB Sustainable – Equities Switzerland (CH0496872323).

«A breve termine è possibile forzare la mano alla crescita, ma non di rado questo va a discapito di un'evoluzione costante e duratura.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer



Disclaimer

Aspetti generali

La Banca Cler SA, in conformità alle leggi e alle normative vigenti in materia di sorveglianza (risp. alle «Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» pubblicate dall'Associazione svizzera dei banchieri), ha introdotto a livello interno una serie di provvedimenti organizzativi e regolatori atti a evitare o a gestire in modo adeguato eventuali conflitti di interesse nell'ambito della stesura e trasmissione di analisi finanziarie. In questo contesto, in particolare, la Banca Cler SA adotta le opportune misure volte a garantire l'indipendenza e l'obiettività dei collaboratori coinvolti nella stesura di analisi finanziarie o le cui mansioni prescritte per regolamento o i cui interessi economici possano entrare in conflitto con gli interessi dei probabili destinatari di dette analisi.

Divieto per determinate operazioni dei collaboratori

La Banca Cler SA garantisce che i propri analisti nonché i collaboratori coinvolti nella stesura di analisi finanziarie non effettueranno operazioni con strumenti finanziari menzionati nelle suddette analisi o con strumenti ad esse collegati prima che i destinatari delle analisi o delle raccomandazioni d'investimento abbiano avuto essi stessi l'opportunità di reagire.

Nota sui criteri e i metodi di valutazione – reattività dei parametri di valutazione

Le analisi condotte dall'Investment Research della Banca Cler SA nell'ambito della ricerca secondaria si basano su criteri e metodi di valutazione universalmente riconosciuti a livello qualitativo e quantitativo. Per la valutazione di azioni e aziende si impiegano metodi come, ad esempio, le analisi del Discounted Cash Flow, del rapporto prezzo-utile e del peer group. Le aspettative sul futuro andamento del valore di uno strumento finanziario sono il risultato dell'analisi di uno stato di fatto in un determinato momento del tempo e possono quindi cambiare. La stima dei parametri di base viene effettuata con la massima scrupolosità. Tuttavia, il risultato dell'analisi descrive sempre e soltanto uno dei molti possibili sviluppi futuri. Si tratta dell'andamento a cui l'Investment Research della Banca Cler SA, al momento dell'analisi, attribuisce la maggiore probabilità di concretizzarsi.

Nota sulla raccomandazione

Le previsioni, le stime o gli obiettivi di corso contenuti nelle raccomandazioni dell'Investment Research della Banca Cler SA rappresentano, salvo diversamente indicato, l'opinione del loro autore. I dati di quotazione utilizzati si riferiscono al momento della pubblicazione, salvo diversamente indicato.

Nota sull'affidabilità delle informazioni e sulla pubblicazione

La presente pubblicazione esprime unicamente un parere non vincolante circa la situazione del mercato e gli strumenti d'investimento interessati al momento della pubblicazione. Tutti i dati provengono da fonti accessibili pubblicamente e reputate affidabili dalla Banca Cler SA, la quale, tuttavia, non ha verificato direttamente tutte le informazioni. Pertanto, la Banca Cler SA nonché le aziende ad essa collegate declinano ogni responsabilità in merito alla loro correttezza o completezza. La pubblicazione è effettuata esclusivamente a scopo di informazione generale, e non costituisce né una consulenza d'investimento, né un'offerta o un invito ad acquistare o a cedere strumenti finanziari. Essa non sostituisce in alcun caso la consulenza personale da parte dei nostri consulenti prima di un investimento o di altre decisioni. Sono escluse pretese di responsabilità derivanti dall'impiego delle informazioni offerte, in particolare per le perdite, inclusi i danni consequenziali, causati dall'utilizzo della presente pubblicazione o del suo contenuto. La riproduzione o l'utilizzo di grafici e testi in altri supporti elettronici non sono consentiti senza l'autorizzazione espressa della Banca Cler SA. È permesso il riutilizzo dei contenuti solo previa citazione delle fonti; in tal caso, tuttavia, si chiede l'invio preventivo di una copia d'obbligo.

MSCI ESG Research – avviso e disclaimer

Gli emittenti menzionati o inclusi nel materiale di MSCI ESG Research LLC possono includere MSCI Inc., clienti di MSCI o fornitori di MSCI e possono anche acquistare ricerche o altri prodotti/servizi di MSCI ESG Research. Il materiale di MSCI ESG Research, compreso quello utilizzato negli indici MSCI ESG o in altri prodotti, non è stato presentato né alla United States Securities and Exchange Commission (Commissione per i Titoli e gli Scambi degli Stati Uniti) né a qualsiasi altro organo di sorveglianza, né ha ricevuto la relativa approvazione. MSCI ESG Research LLC, i suoi affiliati e i fornitori di informazioni non forniscono alcuna garanzia in merito a tale materiale ESG. Il materiale ESG qui contenuto viene utilizzato su licenza e non può essere utilizzato ulteriormente, distribuito o diffuso senza l'esplicito consenso scritto di MSCI ESG Research LLC.

Sorveglianza

La Banca Cler SA è sottoposta alla sorveglianza dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), Laupenstrasse 27, 3003 Berna.

Banca Cler SA, casella postale, 4002 Basilea,
telefono 0800 88 99 66, cler.ch/contatto

Le presenti informazioni hanno esclusivamente scopi pubblicitari. La Banca Cler SA non può garantirne l'esattezza, l'aggiornamento e la completezza. I suddetti contenuti non rappresentano né un'offerta né una raccomandazione e non vanno intesi come un invito a presentare un'offerta. Prima di prendere decisioni è opportuno avvalersi di una consulenza professionale. La Banca Cler SA si riserva di adeguare i prezzi e di modificare le offerte o i servizi in qualunque momento. Alcuni prodotti o servizi sono soggetti a restrizioni legali e per questo, in determinate circostanze, non sono disponibili per tutti i clienti o tutte le persone interessate. L'utilizzo dei contenuti del presente opuscolo da parte di terzi, in particolare in proprie pubblicazioni, non è consentito senza aver prima ottenuto un consenso scritto dalla Banca Cler SA.

Sistemare le finanze, vivere più rilassati.

Richiedere
una
consulenza.

[cler.ch/
sistemare-finanze](http://cler.ch/sistemare-finanze)

Con un buon piano per le proprie finanze andrò tutto per il meglio. Vi mostriamo come prendere in mano le vostre finanze per trarne il meglio. Che si tratti di investimenti, previdenza, risparmi o di tutto questo: vi forniamo una consulenza a 360°.

È ora di parlare di soldi.

Bank
Banque
Banca

CLER