

Investment Outlook 2016

Economia e mercati globali
Crescita sottotono, inflazione ancora bassa, rendimenti moderati

Portfolio Review
Verifica dello stato di salute dell'asset allocation strategica

In cifre
I principali trend d'investimento di lungo periodo sotto forma di grafici

Themes in Portfolios
Le nostre idee d'investimento di maggiore impatto in azione

Rischi 2016
Incognite note e ignote

Mercati emergenti
Quali fattori traineranno la performance nel 2016?

La liquidità conta
Le strategie d'investimento in un contesto di diminuzione della liquidità di mercato

Opportunità inesplorate
Come individuare le «perle d'investimento nascoste»

Indice

Lettera del CEO	5
Premessa	6
Editoriale	7

In primo piano

Economia e mercati globali

Crescita sottotono, inflazione ancora bassa, rendimenti moderati	11
------------------------------------------------------------------	----

Portfolio Review

Verifica dello stato di salute dell'asset allocation strategica	22
-----------------------------------------------------------------	----

In cifre

I principali trend d'investimento di lungo periodo sotto forma di grafici	27
---------------------------------------------------------------------------	----

Themes in Portfolios

Le nostre idee d'investimento di maggiore impatto in azione	32
-------------------------------------------------------------	----

Caratteristiche

Rischi 2016

Incognite note e ignote	36
-------------------------	----

Mercati emergenti

Quali fattori traineranno la performance nel 2016?	43
----------------------------------------------------	----

La liquidità conta

Le strategie d'investimento in un contesto di diminuzione della liquidità di mercato	51
--------------------------------------------------------------------------------------	----

Opportunità inesplorate

Come individuare le «perle d'investimento nascoste»	57
-----------------------------------------------------	----

«Credit Suisse punta a fornire ai propri clienti servizi di amministrazione e di consulenza per gli investimenti della massima qualità, facendo leva sul talento dei propri collaboratori altamente competenti e sull'eccellenza delle risorse a sua disposizione.»

Lettera del CEO



Sono onorato di presentarvi l'Investment Outlook 2016. Come ogni anno, l'Investment Outlook è il risultato della collaborazione tra i team dell'intero istituto. Fornendovi una valutazione dei rischi e delle incertezze del mondo di oggi, unitamente ad alcune proposte per le strategie di portafoglio, questo documento intende aiutarvi a prendere le decisioni d'investimento più efficaci in vista del 2016.

Con ogni probabilità i prossimi 12 mesi non saranno facili per gli investitori. Riteniamo che una componente importante del valore offerto ai nostri clienti sia quella di aiutarli a fronteggiare le sfide di breve termine, come ad esempio quelle attuali, legate agli squilibri della crescita mondiale, a politiche monetarie divergenti e al rischio di illiquidità insito in alcuni mercati. Con l'Investment Outlook 2016 ci prefiggiamo di offrire strategie in grado di soddisfare le esigenze di investitori con diversi orizzonti temporali e profili di rischio.

Credit Suisse punta a fornire ai propri clienti servizi di amministrazione e di consulenza per gli investimenti della massima qualità, facendo leva sul talento dei propri collaboratori altamente competenti e sull'eccellenza delle risorse a sua disposizione. Questo documento è una dimostrazione del nostro impegno e della nostra determinazione ad aiutarvi a conseguire i vostri obiettivi finanziari per il 2016 e oltre.

Vi auguro un 2016 prospero e ricco di soddisfazioni.

A handwritten signature in black ink, which appears to read 'T. Thiam'. The signature is stylized with a large initial 'T' and a horizontal line extending from the end.

Tidjane Thiam
CEO Credit Suisse AG

Premessa



Iqbal Khan

«Siamo fermamente decisi ad anticipare e a reagire rapidamente agli sviluppi dell'economia mondiale e dei mercati dei capitali.»

Sono molto lieto di presentarvi il nostro Investment Outlook 2016.

Concepita per aiutarvi ad affrontare brillantemente il prossimo anno, questa pubblicazione vi offre analisi e studi approfonditi su una lunga serie di tematiche, regioni e classi di attivi, a conferma del nostro impegno nel fornirvi idee d'investimento tempestive e attuabili per il vostro portafoglio.

Attingendo alla nostra estesa rete globale, il nostro team di esperti ha redatto un'accurata selezione di articoli incentrati su aspetti chiave del processo decisionale nelle scelte di portafoglio nel 2016. Nelle pagine dell'Investment Outlook 2016 troverete le nostre previsioni globali per i mercati dei capitali, le nostre opinioni sull'asset allocation strategica e tattica e il nostro personale contributo sui temi più pressanti che gravano oggi sugli investimenti, tra cui i fattori chiave di rischio nel 2016, la liquidità e il futuro dei mercati emergenti.

Sono convinto che l'Investment Outlook 2016 si dimostrerà per voi uno strumento estremamente utile per distinguere i segnali di mercato dai meri rumori di fondo, specialmente in questo nostro mondo degli investimenti ipersaturato di informazioni.

Siamo fermamente decisi ad anticipare e a reagire rapidamente agli sviluppi dell'economia mondiale e dei mercati dei capitali e il nostro impegno è come sempre rivolto a offrirvi soluzioni, prodotti e servizi di consulenza eccellenti.

Nei prossimi mesi la ricchezza dei contenuti della presente pubblicazione sarà integrata dall'offerta di esclusivi seminari Market Outlook nell'intera regione.

Cordiali saluti

Iqbal Khan
CEO International Wealth Management



Michael Strobaek



Giles Keating

«Shock temporanei potrebbero essere causati dalla Fed, dalla ridotta liquidità delle obbligazioni, dalla Cina o da sviluppi geopolitici. Tuttavia il quadro sottostante è quello di una persistente espansione.»

Nonostante tutti gli scossoni subiti dai mercati negli scorsi anni, le crisi in Grecia, i timori di rallentamento in Cina, lo stallo politico negli USA, il crollo dei prezzi petroliferi, le guerre e i flussi migratori, gli investitori preparati ad affrontare la volatilità a breve termine hanno ottenuto ottimi rendimenti dagli investimenti in azioni dei paesi sviluppati dopo la profonda crisi finanziaria del 2008, e l'unico anno leggermente negativo per gli investitori in EUR e USD è stato il 2011. Anche le obbligazioni societarie high yield e investment grade hanno registrato buone performance; gli unici investimenti sottoperformanti (dal 2011) sono stati quelli legati alle materie prime e ai mercati emergenti.

La nostra analisi, illustrata in questa edizione di Outlook, suggerisce che il 2016 potrebbe esibire un andamento simile. Shock temporanei potrebbero essere causati dall'inasprimento della politica della Federal Reserve, dalla ridotta liquidità delle obbligazioni, da nuovi timori per la crescita in Cina o da sviluppi geopolitici; tuttavia il quadro sottostante è quello di una persistente espansione. L'economia globale non è prossima al limite delle proprie capacità, né mostra eccessi di offerta (fatta eccezione per materie prime ed energia), i sistemi bancari sono solidi e i livelli di debito non hanno raggiunto dimensioni preoccupanti. Una rapida crescita appare improbabile, dato l'invecchiamento della popolazione (tranne nel caso di Africa e India) e le tecnologie della sharing economy che non forniscono alcun contributo di rilievo al prodotto interno lordo, ma gli attivi che presentano valutazioni ragionevoli non hanno bisogno di un'economia in forte espansione per generare rendimenti soddisfacenti. Alla stesura del presente documento (ultimo scorcio del 2015), le obbligazioni societarie high yield e investment grade presentano differenziali appena al di sopra delle loro medie degli ultimi 25 anni, che le mettono in grado di sopportare la graduale stretta monetaria della Fed. Le azioni dei mercati sviluppati mostrano valutazioni leggermente al di sopra delle medie storiche in base al rapporto prezzo / utili, ma non in base al rapporto prezzo / valore contabile; inoltre, la leva operativa (specialmente nell'Eurozona) e il consolidamento dei prezzi del petrolio dovrebbero consentire agli utili di raggiungere la fascia medio-alta dei valori a una cifra dopo i livelli negativi dello scorso anno. In breve, riteniamo che le azioni e le obbligazioni dei paesi sviluppati siano ben posizionate per registrare un altro anno di discreti rendimenti e che il dollaro tornerà a rafforzarsi, sospinto dall'inasprimento inaugurato dalla Fed. Sul versante dei mercati emergenti e delle materie prime da cui molti di loro dipendono, una ripresa generalizzata convincente è ancora di là da venire, ma alcune di queste piazze potrebbero potenzialmente acquisire una posizione dominante rispetto alle altre, come illustrato in un articolo di approfondimento.

Naturalmente vi possono sempre essere rischi attualmente non manifesti che le manovre di inasprimento della Fed fanno generalmente emergere, ma di norma non nel primo anno. Potrebbero tuttavia esservi sorprese positive se gli USA compissero finalmente progressi sulla tassazione dei capitali rimpatriati delle aziende e sulla spesa per infrastrutture o, più semplicemente, se i segnali di aumento della fiducia già visibili nei sondaggi presso i consumatori statunitensi ed europei si traducevano in un'accelerazione della spesa. Confidiamo che i nostri lettori troveranno l'Investment Outlook 2016 particolarmente interessante per l'anno a venire.

Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer

Giles Keating
Deputy Global Chief
Investment Officer

In primo piano

Economia e mercati globali

Crescita sottotono, inflazione ancora bassa, rendimenti moderati

Portfolio Review

Verifica dello stato di salute dell'asset allocation strategica


In cifre

I principali trend d'investimento di lungo periodo sotto forma di grafici

Themes in Portfolios

Le nostre idee d'investimento di maggiore impatto in azione





Economia e mercati globali

Crescita sottotono, inflazione ancora bassa, rendimenti moderati

Oliver Adler

Head of Economic Research

Joe Prendergast

Head of Financial Markets Analysis

John Woods

CIO Asia Pacific

Anja Hochberg

CIO Europe & Switzerland

Michael O'Sullivan

CIO UK & EEMEA

Nel 2016, la maggior parte delle economie sviluppate dovrebbe espandersi in linea con la media tendenziale, mentre in molti paesi emergenti la correzione degli squilibri interni ed esterni continuerà probabilmente a deprimere la crescita. Tale quadro di crescita globale sottotono suggerisce che l'inflazione rimarrà generalmente bassa. Con il graduale rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve statunitense, i rendimenti dei titoli di Stato core saranno probabilmente esigui. Prevediamo migliori (seppure moderati) rendimenti per le obbligazioni societarie e le azioni, e ci attendiamo un apprezzamento del dollaro USA.

All'inizio del 2015 le nostre previsioni sulla crescita globale reale si attestavano al 3,5 % circa, un valore che in seguito abbiamo dovuto gradualmente ridurre al di sotto del 3 % (impiegando ponderazioni basate sulla parità del potere d'acquisto). Tra i fattori che gravano sulla crescita figurano sia forze a lungo termine come gli sviluppi demografici, sia l'impatto a breve-medio termine prodotto da politiche

più restrittive e dalla riduzione dell'indebitamento dei mercati emergenti in risposta ai precedenti eccessi creditizi. Il rallentamento della crescita ha continuato a esercitare pressioni al ribasso sui prezzi delle commodity, con ulteriori effetti perturbatori su alcuni paesi dipendenti dalle esportazioni di materie prime.

Nelle nostre previsioni per il 2016 (cfr. tabella 1), abbiamo cercato di tenere conto del rallentamento tendenziale della crescita a lungo termine, formulando al contempo stime sulla durata o sulla possibile inversione delle forze di breve periodo e sulle loro ripercussioni.

«L'inasprimento della Fed suggerisce rendimenti esigui sui Treasury USA.» Joe Prendergast

Cambiamenti di tendenza: contrazione della forza lavoro e partecipazione ridotta nei mercati sviluppati

La tendenza demografica più importante osservata sui mercati sviluppati consiste nel rallentamento del tasso di crescita e in alcuni casi in un vero e proprio calo della popolazione in età da lavoro. Questo è particolarmente evidente in Giappone, ed è visibile anche in alcuni paesi europei, in particolare in Germania. In queste regioni la ripresa ciclica è stata tuttavia più robusta del previsto e nei prossimi uno-due anni il significativo afflusso di rifugiati potrebbe dare slancio alla crescita, fornendo in un primo momento il necessario apporto alla spesa e ali-

Tabella 1

Previsioni di crescita e inflazione

	PIL			Inflazione				PIL			Inflazione		
	2014	2015S	2016S	2014	2015S	2016S		2014	2015S	2016S	2014	2015S	2016S
Globale	3.2	2.9	3.3	3.0	3.0	3.6	Asia (Giappone escluso)	6.3	6.0	6.1	3.2	2.4	3.0
G-3	1.5	1.9	1.9	1.3	0.2	1.5	Cina	7.4	7.1	7.0	2.0	1.5	2.1
BRIC	6.0	5.0	5.7	4.1	4.4	3.9	Hong Kong	2.3	2.6	3.0	4.3	3.5	3.2
EM-8	5.8	5.3	5.6	3.9	3.4	3.7	India (esercizio fiscale)	7.4	6.9	7.3	7.0	5.4	6.0
USA	2.4	2.5	2.3	1.6	0.1	1.9	Indonesia	5.0	4.7	5.1	6.3	6.7	5.2
Canada	2.4	1.2	1.6	1.9	1.2	2.2	Corea del Sud	3.3	2.6	3.1	1.3	0.8	2.0
Eurozona	0.9	1.5	1.7	0.4	0.1	1.0	Singapore	2.9	1.8	2.1	1.0	-0.5	0.6
Germania	1.6	1.6	1.6	0.8	0.2	1.1	Tailandia	1.0	2.5	3.0	1.9	-0.5	2.0
Italia	-0.4	0.7	1.5	0.2	0.2	0.7	Europa centro-orientale e Russia	1.3	-0.6	1.7	6.4	10.6	6.1
Francia	0.2	1.1	1.3	0.6	0.2	1.1	Polonia	3.5	3.5	3.5	0.0	-0.5	1.3
Spagna	1.4	2.9	2.7	-0.2	-0.4	1.0	Russia	0.6	-3.5	0.5	7.8	15.4	7.5
Regno Unito	3.0	2.5	2.5	1.5	0.1	1.2	Turchia	2.9	3.2	2.8	8.9	7.7	7.2
Norvegia	2.2	1.2	1.5	2.0	2.0	2.0	America Latina	1.1	-0.5	0.7	11.3	16.3	18.1
Svezia	2.3	2.7	2.7	-0.2	0.3	1.6	Argentina	0.5	0.5	0.8	32.5	25.0	28.0
Svizzera	2.0	0.8	1.2	0.0	-1.0	0.0	Brasile	0.1	-3.2	-1.2	6.3	8.8	6.4
Giappone / Pacifico	0.5	0.8	1.4	2.6	1.0	1.3	Messico	2.1	2.6	3.0	4.0	2.7	3.5
Giappone	-0.1	0.5	1.1	2.7	0.9	1.0	Medio Oriente e Africa	3.2	3.1	3.0	5.1	5.6	5.7
Australia	2.7	2.2	2.4	2.5	1.8	2.3	GCC	3.4	3.4	2.8	2.8	3.1	3.4
Nuova Zelanda	3.3	2.3	2.4	1.2	0.5	1.9	Sudafrica	1.5	1.5	1.8	6.1	4.8	6.0

G-3: UEM, Giappone, USA. EM-8: Brasile, Cina, India, Indonesia, Corea del Sud, Messico, Turchia e Sudafrica.

GCC: Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Arabia Saudita, EAU. I dati regionali sono ponderati in base alla parità del potere d'acquisto.

Fonte: Datastream, Credit Suisse

mentando successivamente l'offerta di lavoro. Di contro, la crescita in Svizzera negli scorsi anni ha superato le aspettative grazie alla forte immigrazione, una dinamica che dovrebbe tuttavia affievolirsi nei prossimi anni.

Ciò che forse ha sorpreso maggiormente è il marcato calo della partecipazione della forza lavoro, soprattutto negli USA, in seguito al pensionamento della generazione del baby boom e alla ridotta partecipazione femminile. Fino a che queste «ondate» di pensionamenti non andranno esaurendosi, la crescita tendenziale statunitense registrerà probabilmente una flessione al 2% circa. In Giappone, il governo sta tentando di incrementare la partecipazione della forza lavoro femminile al fine di dare impulso alla crescita, ma l'impatto di questi tentativi sarà probabilmente limitato giacché il livello di partenza

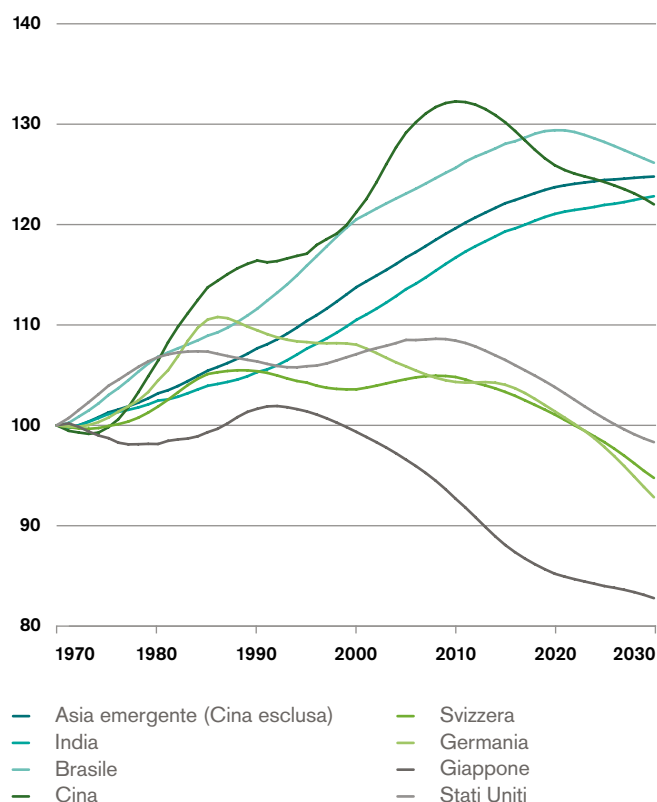
è già discreto. In quest'area le misure di liberalizzazione dei mercati del lavoro in alcuni paesi come l'Italia potrebbero raggiungere risultati migliori.

La transizione demografica interessa ora le economie emergenti

Anche i mercati emergenti devono affrontare sfide demografiche, soprattutto la Cina, la cui popolazione raggiungerà probabilmente il picco alla fine di questo decennio e in cui il segmento demografico in età da lavoro esibisce già una contrazione. Bisognerà attendere almeno una generazione perché la decisione di abolire la politica del figlio unico, presa nel corso della 5ª riunione plenaria del Partito Comunista tenutasi nell'ottobre 2015, possa correggere tale tendenza. Più decisiva ai fini della crescita tendenziale nel prossimo

Figura 1

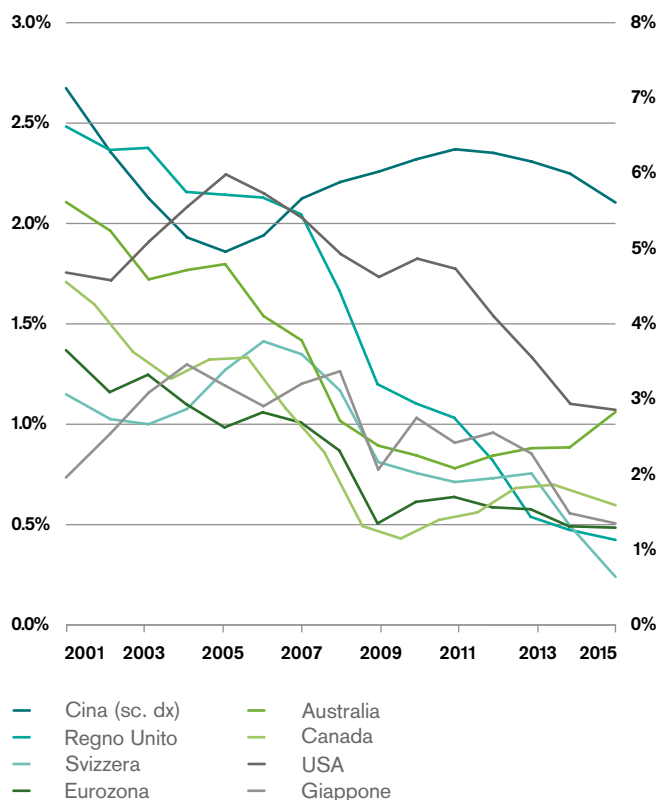
Percentuale della popolazione in età lavorativa (15-64 anni; 1979 = 100)



Fonte: Nazioni Unite, Credit Suisse
Ultimo rilevamento: 2015

Figura 2

Tendenze della produttività in paesi selezionati (su base annua in %)



Fonte: OCSE, Oxford Economics
Ultimo rilevamento: 2015

decennio sarà la capacità di mantenere o addirittura incrementare la produttività del lavoro favorendo le aree più produttive a scapito di quelle meno produttive e implementando riforme per migliorare l'efficienza. In altre regioni emergenti, in particolare in molti paesi dell'America Latina, i fattori demografici offriranno un supporto molto inferiore rispetto ai decenni passati. La Turchia e alcune aree del Medio Oriente versano in situazioni demograficamente peggiori, mentre la popolazione dell'India e della maggior parte dell'Africa continuerà ad aumentare nei prossimi decenni.

Crescita debole della produttività a causa della limitata spesa per investimenti

Un apparente secondo trend strutturale, meno chiaramente definito di quello demografico, è costituito dal marcato rallenta-

mento della crescita della produttività nella maggior parte delle economie in seguito alla crisi finanziaria, un trend che è proseguito anche dopo l'inizio della ripresa economica negli Stati Uniti e in altri mercati sviluppati.

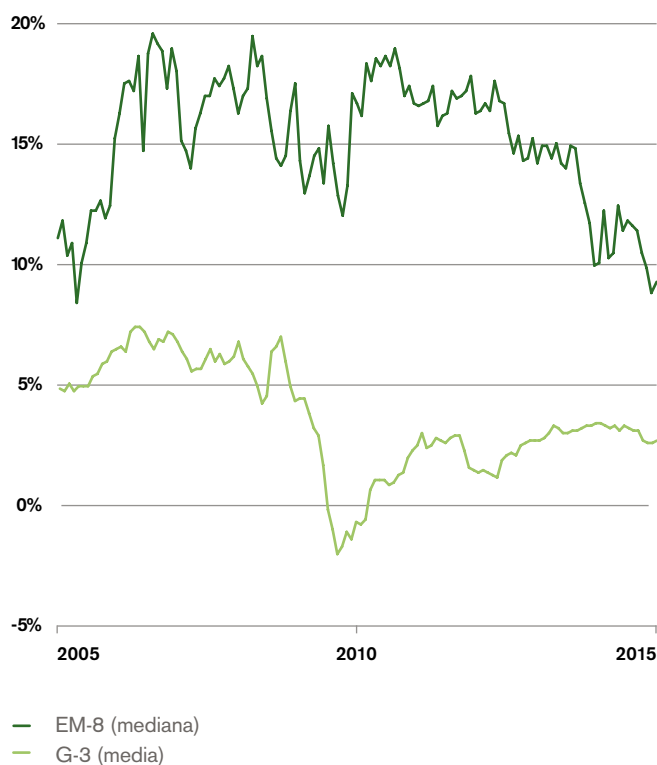
«Negli USA, la debolezza registrata sul versante della produttività potrebbe in parte essere riconducibile alla scarsa inclusione della sharing economy nelle misurazioni.»

Oliver Adler

La debole crescita della produttività sembra dovuta in larga misura alla riduzione delle spese per investimenti societari che ha fatto seguito alla crisi, sebbene anche altre forze solo parzialmente incluse nel PIL, come l'aumento delle attività

Figura 3

Aumento dei crediti concessi dalle banche (raffronto annuale)



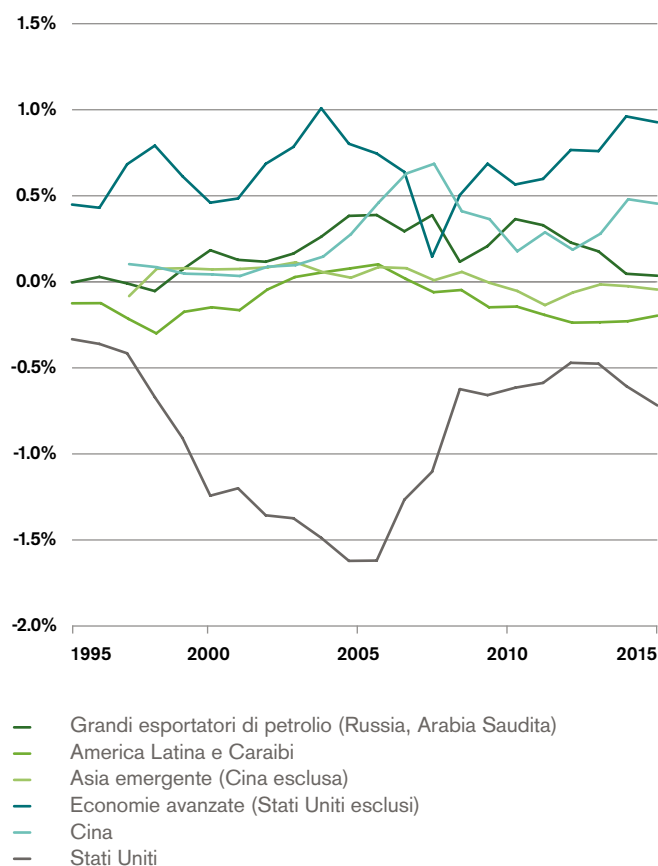
EM-8: Cina, India, Indonesia, Corea del Sud, Brasile, Messico, Turchia, Sudafrica
G-3: USA, Eurozona, Giappone

Fonte: Datastream, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 10 novembre 2015

Figura 4

Saldo di parte corrente (come % del PIL globale)



Fonte: statistiche ufficiali

Ultimo rilevamento: 2015 (E)

economiche condivise, potrebbero svolgere un ruolo in tal senso. Alcuni fattori fanno presagire il proseguimento di queste tendenze, incluso il graduale passaggio a un'economia basata sui servizi, in cui il rapporto capitale/lavoro è per sua natura più basso. I rapidi progressi nel settore informatico e la diffusione di servizi a basso costo basati su Internet dovrebbero inoltre ridurre il fabbisogno di investimenti. In Cina, anche l'eccesso di capacità in alcuni settori potrebbe determinare una riduzione della spesa per investimenti.

Gli shock: Rallentamento dei mercati emergenti, calo dei prezzi delle materie prime e tensioni finanziarie

Negli ultimi 2-3 anni la crescita ha risentito non solo di questi trend strutturali ma anche di una serie di shock economici: la seconda fase della crisi innescata dalla Grecia e la conseguente recessione nell'Eurozona nel biennio 2012-13, i timori di un'imminente riduzione del QE (il cosiddetto «taper tantrum»), che ha probabilmente frenato l'economia nel secondo semestre 2013, e la crisi ucraina, con le relative ripercussioni sulla congiuntura europea a metà 2014. All'inizio del 2015, la debolezza dei prezzi del petrolio e delle materie prime nonché il rallentamento cinese rappresentavano probabilmente le principali zavorre dell'economia globale e soprattutto dei mercati emergenti.

«In America Latina, la recessione del Brasile è destinata a proseguire a fronte dei tassi di interesse tuttora elevati.»

Oliver Adler

I bassi prezzi delle materie prime e dell'energia si sono tradotti in guadagni in termini di reddito reale per i consumatori e in una riduzione dei costi industriali degli input in paesi con valute più o meno stabili, ma hanno anche eroso in misura significativa il reddito di molte economie esportatrici di materie prime sia tra i paesi emergenti che tra quelli sviluppati. Di conseguenza, tali economie hanno ridotto la propria domanda di beni industriali provenienti dalla Cina e da altre regioni. Inoltre, le valute di questi paesi hanno accusato un forte deprezzamento che ne ha ulteriormente eroso il potere di acquisto. In alcuni paesi, e in particolar modo in Brasile, tale deprezzamento ha innescato un circolo vizioso, causando l'aumento dell'inflazione, il conseguente inasprimento monetario e quindi tensioni finanziarie. Il rialzo dei tassi di interesse, unito all'indebolimento valutario, ha fatto sorgere dubbi sulla sostenibilità del debito interno e di quello denominato in valuta forte.

Il processo di ribilanciamento dei mercati emergenti è progredito

Gli esportatori di materie prime e altre aziende penalizzate dall'erosione dei redditi e dal deprezzamento valutario hanno ridotto le importazioni. Unitamente ai progressi sul fronte delle esportazioni, ciò ha determinato un miglioramento delle partite correnti nella maggior parte delle piazze emergenti, riducendone la dipendenza dagli afflussi di capitale. In numerosi paesi tra cui Brasile, Turchia, Sudafrica e Indonesia, tale miglioramento si è tuttavia dimostrato insufficiente, e le banche centrali dovranno mantenere un orientamento piuttosto restrittivo. Gli elevati deficit pubblici strutturali hanno inoltre decisamente ridotto l'avanzo della bilancia dei pagamenti di due importanti esportatori di petrolio, Russia e Arabia Saudita.

Permangono i rischi di stress finanziario

Il pericolo è che la crescita debole, il forte indebitamento, gli elevati tassi di interesse locali e i deflussi di capitale nel momento in cui la Fed incomincia ad alzare i tassi USA possano innescare una grave crisi finanziaria in alcuni dei mercati emergenti più vulnerabili. Riteniamo tuttavia improbabile il verificarsi di tale scenario, giacché rispetto a precedenti periodi

«Nell'area EMEA, la Russia può proseguire la traiettoria di ripresa dopo la recessione, mentre l'Europa centrale può stabilizzarsi. In Sudafrica e Turchia la situazione politica potrebbe continuare a pesare sugli asset.»

Michael O'Sullivan

di crisi il debito estero dei governi è generalmente basso, le riserve valutarie sono elevate e la politica monetaria pone l'enfasi sul mantenimento della stabilità finanziaria. Il persistere di vulnerabilità finanziarie in questi paesi tenderà tuttavia a ritardare l'allentamento della politica monetaria necessario per stimolare la crescita.

Economie della regione Asia Pacifico: crescita sostenuta, poiché in Cina consumi, servizi e politiche compensano la debolezza dell'industria

A differenza dei mercati emergenti penalizzati dalla fragilità delle posizioni finanziarie con l'estero, la bilancia commerciale e quella delle partite correnti della Cina sono ritornate decisamente in attivo nel 2015, grazie soprattutto al calo delle importazioni. Le esportazioni hanno invece esibito debolezza data la scarsa domanda estera e l'accelerazione dell'apprezzamento valutario in termini reali, che hanno causato eccesso di capacità in alcuni settori. Il boom dell'edilizia post-crisi ha inoltre creato un eccesso di offerta sul mercato dell'edilizia residenziale.

«La crescita panasiatica dovrebbe esibire una modesta accelerazione, ma il rischio è che qualsiasi rallentamento temporaneo, soprattutto nel caso della Cina, potrebbe essere punito dal mercato.»

John Woods

Le autorità cinesi hanno pertanto gradualmente allentato il proprio orientamento monetario; gli immobili invenduti sono diminuiti, mentre i prezzi si sono stabilizzati o sono aumentati. Per quanto riguarda il 2016, la spesa al consumo, soprattutto nei servizi, dovrebbe a nostro avviso tradursi in una crescita del PIL prossima al target del governo, pari al 7 %, sospinta dalla forte domanda di lavoro urbano e dall'aumento dei salari, che dovrebbero crescere a tassi poco inferiori al 10 %. La moderata espansione del bilancio contribuirà alla stabilizzazione.

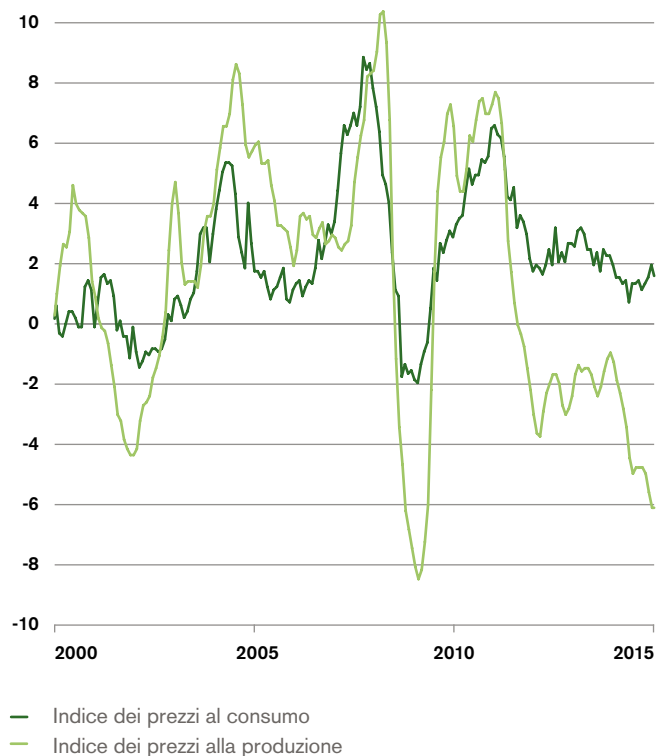
Data la sua forza finanziaria, continuiamo a ritenere nel complesso improbabile un «atterraggio brusco» dell'economia cinese, anche se la domanda interna non sembra sufficiente a spingere la crescita nell'area APAC o in altri paesi emergenti molto al di sopra dei recenti modesti tassi.

Gli squilibri nelle economie emergenti sono stati largamente riassorbiti

Prevediamo un andamento complessivamente più stabile per la maggior parte dei mercati sviluppati in quanto gli squilibri appaiono generalmente più limitati. I disavanzi pubblici sono decisamente diminuiti dalla crisi finanziaria globale e da quella dell'euro, attenuando la vulnerabilità finanziaria e offrendo addirittura qualche margine di manovra per un moderato allentamento fiscale. Ciò è evidente soprattutto nel caso della Germania e degli Stati Uniti, ma ci attendiamo che costi di finan-

Figura 5

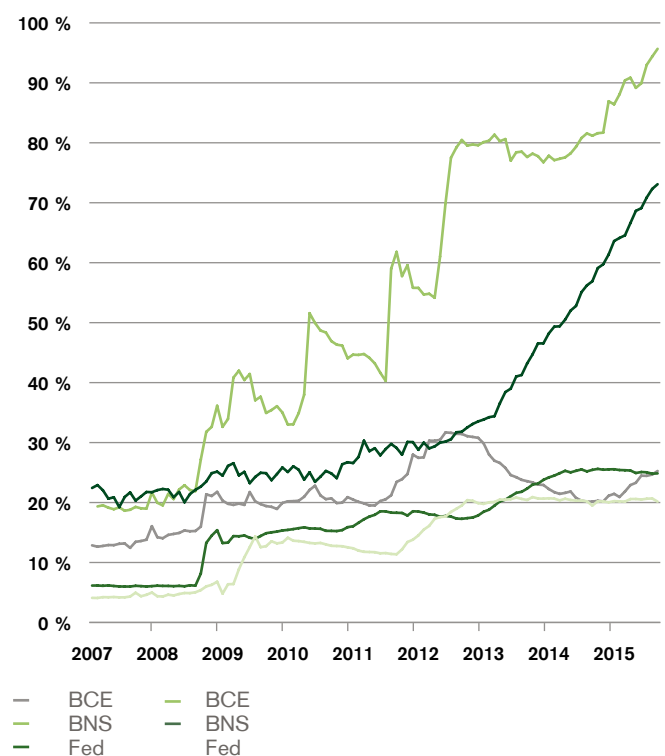
Tassi di inflazione in Cina (su base annua in %)



Fonte: Datastream, Credit Suisse
Ultimo rilevamento: 10 novembre 2015

Figura 6

Bilanci delle banche centrali (in % del PIL)



Fonte: Datastream, Credit Suisse
Ultimo rilevamento: 10 novembre 2015

ziamento persistentemente molto bassi offrano anche a paesi come l'Italia un certo margine di manovra in ambito fiscale. Inoltre, prezzi energetici e costi di finanziamento bassi nonché una migliore capitalizzazione delle banche dovrebbero sostenere la spesa al consumo e i mercati immobiliari. La spesa societaria rimarrà probabilmente debole, ma è difficile che la dinamica peggiori.

Ulteriore accelerazione nell'Europa continentale e in Giappone, crescita stabile negli USA, Australia e Canada restano indietro

Tra i mercati sviluppati riteniamo che l'Europa continentale continuerà a esibire la dinamica più vivace grazie al supporto della politica monetaria e della debolezza della valuta, che daranno potenzialmente slancio alla spesa al consumo. Molti paesi dell'Europa orientale restano competitivi in virtù

dei bassi costi salariali, e sono destinati a beneficiare dei progressi nell'Europa occidentale. In Grecia, la ricapitalizzazione delle banche, l'allentamento dei controlli sul capitale e i fondi del piano Juncker indicano la possibilità di una netta ripresa.

«La ripresa dell'Eurozona dovrebbe estendersi ai settori dei consumi e delle esportazioni, sostenuta da una BCE accomodante e dalla debolezza dell'EUR. La crisi dell'immigrazione pone però rischi a livello politico.»

Anja Hochberg

Anche il Regno Unito dovrebbe continuare a crescere a ritmi relativamente robusti in un contesto di aumento dei salari reali, ma l'inasprimento monetario eserciterà una certa azione frenante. Non ci attendiamo inoltre che l'economia USA acceleri ulteriormente nel 2016, dato il graduale inasprimento monetario, il rafforzamento del dollaro e il calo della disoccupazione. A fronte del moderato allentamento fiscale e della politica cauta della Fed, il rischio di un più pronunciato rallentamento o addirittura di una recessione sembra molto ridotto.

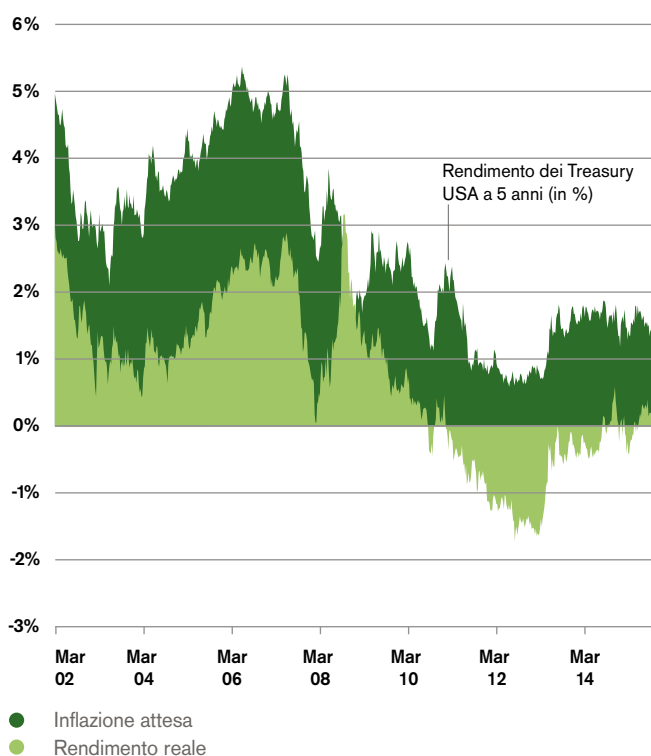
In Giappone, la crescita bassa dovrebbe accelerare grazie all'attenuazione dell'impatto negativo del rallentamento cinese, alla stabilizzazione dello yen a livelli competitivi, all'aumento dei salari e al lieve miglioramento degli investimenti societari. Se implementato, il Partenariato transpacifico (TPP) dovrebbe in linea di principio sostenere l'economia, ma con tutta probabilità gli effetti saranno visibili solo gradualmente. In Australia e Canada, la crescita continuerà ad essere penalizzata dai bassi prezzi delle materie prime, le cui ripercussioni negative saranno tuttavia attutate dall'espansione del settore dei servizi, dal deprezzamento valutario e dall'immigrazione.

«Le misure di stimolo fiscale giapponesi previste per l'inizio del 2016 dovrebbero controbilanciare l'impatto negativo di un ulteriore rialzo dell'imposta sui consumi. Sul medio termine, il TPP dovrebbe compensare il debole sviluppo demografico.»

Soichiro Matsumoto,
Chief Investment Strategist Giappone

Figura 7

I rendimenti reali sono svaniti in %



Gli strascichi dello shock valutario continueranno a deprimere la crescita in Svizzera

Le prospettive dell'economia svizzera sono a nostro avviso più modeste di quelle di altri mercati sviluppati. Il principale ostacolo resta la sopravvalutazione del franco, che ha gravemente danneggiato le esportazioni. La debolezza degli investimenti interni e le attività di esternalizzazione intraprese da molte società persino nel settore dei servizi (incluse le banche) causeranno probabilmente una maggiore perdita di posti di lavoro. È inoltre probabile che le incertezze riguardanti

i trattati bilaterali con l'UE e il futuro regime fiscale societario facciano ulteriormente diminuire gli investimenti diretti esteri. Appare infine sempre più evidente che il boom edilizio degli ultimi anni va scemando.

«L'economia svizzera risente dell'andamento del CHF ma è sostenuta dalla ripresa dell'Eurozona.»

Anja Hochberg

La crescita globale non è tale da causare un aumento tendenziale dell'inflazione, ma il dato complessivo potrebbe leggermente salire

Il quadro complessivo indica che l'economia globale continuerà molto probabilmente a seguire un iter di moderata crescita nel 2016 in assenza di eventi imprevisti e di gravi shock geopolitici o di seri errori politici. La crescita rimane tuttavia a nostro avviso troppo debole per innescare un significativo aumento dell'inflazione e riteniamo che i prezzi dei prodotti scambiati continueranno a scendere. I prezzi delle materie prime dovrebbero però essere gradualmente supportati dalla flessione di investimenti e produzione, per cui l'inflazione complessiva dovrebbe leggermente salire nel corso del 2016.

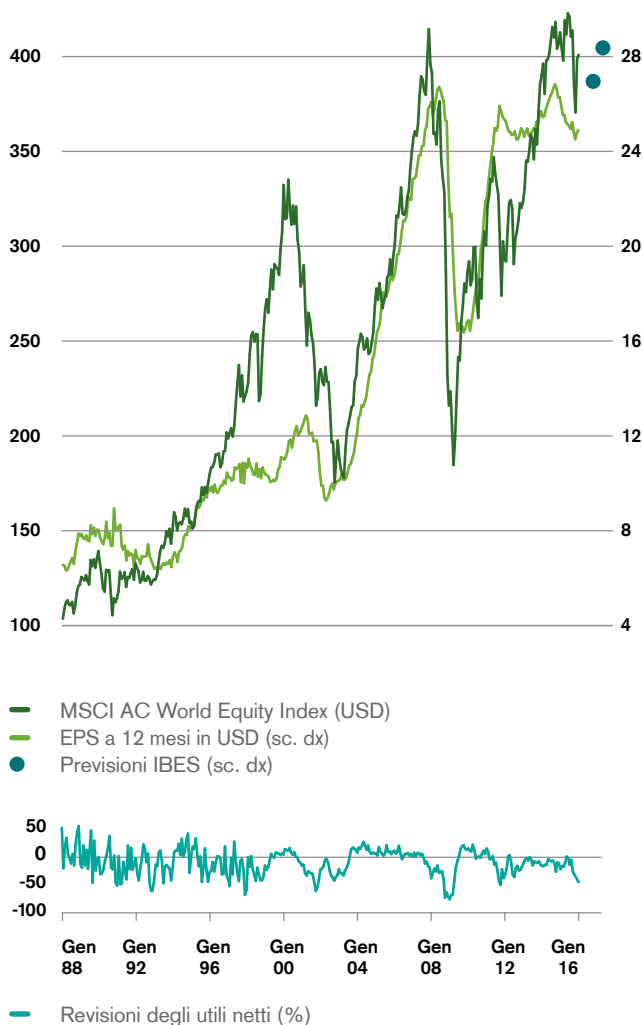
Negli USA e nel Regno Unito, dove la ripresa è già in atto da qualche tempo, anche l'inflazione core interna dovrebbe lievemente aumentare avvicinandosi all'obiettivo del 2% delle banche centrali, dato il calo della disoccupazione e il lieve recupero del potere di determinazione dei prezzi da parte dei fornitori di servizi. In Giappone, nell'Eurozona e in Svizzera l'inflazione dovrebbe invece rimanere al di sotto del target. I prezzi dovrebbero nel complesso crescere a ritmi contenuti anche in Cina e nei paesi emergenti dell'area APAC e in Europa orientale. Infine, nei paesi in cui si sono avuti episodi di rapida crescita dei prezzi negli ultimi due anni a causa di un forte deprezzamento valutario (ad esempio, in Brasile) o di un'elevata spesa pubblica (ad esempio, in India) si dovrebbe assistere a un rallentamento dell'inflazione grazie alla stabilizzazione delle valute.

Le divergenze di politica monetaria rimarranno pronunciate

Le previsioni di crescita e di inflazione determineranno essenzialmente le prospettive di politica monetaria nei mercati sviluppati. Sembra in particolare probabile che la Fed statunitense sarà la prima importante banca centrale a tirare le redini della politica monetaria. La Bank of England farà probabilmente altrettanto nella prima metà del 2016, mentre ci attendiamo che la Bank of Japan si astenga per qualche tempo dall'intervenire sui tassi, soprattutto per evitare una nuova fase di svalutazione monetaria. Se l'inflazione

Figura 8

Azioni globali, utili per azione (EPS) e revisioni degli utili



Fonte: Datastream, IBES, Credit Suisse/IDC
Ultimo rilevamento: 30 ottobre 2015

non dovesse aumentare avvicinarsi al livello obiettivo, non è possibile escludere un ulteriore quantitative easing (QE) o l'adozione di tassi di interesse negativi. Tenuto conto che l'inflazione si attesta a livelli ben inferiori al target e che il bilancio è stato ridimensionato, riteniamo la Banca centrale europea (BCE) perseguirà una politica di allentamento piuttosto aggressiva.

Il proseguimento del corso espansivo della BCE lascia prevedere che la Banca nazionale svizzera e le banche centrali in Scandinavia e in Europa orientale seguiranno il suo esempio, per cui i tassi d'interesse negativi dovrebbero rimanere la norma. È anche probabile che si assista a una divergenza delle politiche monetarie dei mercati emergenti. Alcuni di questi, tra cui il Messico, dovranno alzare i tassi in reazione alle mosse della Fed, per cui il MXN dovrebbe stabilizzarsi prima rispetto a numerose altre valute delle piazze emergenti. Altri paesi che applicano tassi di interesse molto alti, come il Brasile, potrebbero gradualmente operare un allentamento con l'attenuarsi dell'inflazione. La Banca popolare cinese e alcune altre banche centrali asiatiche dovrebbero allentare ulteriormente le redini monetarie data la persistente disinflazione, ma non ci attendiamo che la Cina consenta un significativo deprezzamento della propria moneta.

L'inasprimento della Fed dovrebbe ridare slancio ai rendimenti globali attualmente in calo e sostenere il dollaro

A livello regionale, l'andamento contrastante dei rendimenti obbligazionari dovuto al diverso corso monetario delle banche centrali potrebbe continuare, ma sarà probabilmente meno pronunciato grazie al dollaro forte. Naturalmente sussiste il rischio che, a causa di fattori negativi inaspettati a livello di crescita, alcune banche centrali possano essere indotte a prendere in considerazione misure sempre più radicali, ad esempio decidendo di spostare ulteriormente i tassi in territorio negativo. Agli attuali livelli, i rendimenti obbligazionari sembrano tuttavia già scontare parte di tale rischio. Nel caso estremo della Svizzera, alle prese con un ulteriore potenziale allentamento della BCE, il rendimento del titolo di Stato a 2 anni è già prossimo al -1,0% mentre quello a 10 anni sconta essenzialmente tassi di interesse inferiori a zero per almeno altri quattro anni.

«Per gli investitori che hanno il CHF come moneta di riferimento, un'esposizione selettiva al debito estero può mitigare l'impatto di rendimenti negativi.»

Anja Hochberg

Il potenziale di rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato core nel 2016 sembra pertanto molto limitato, mentre quello di ribasso appare cospicuo, in quanto le cedole non bastano ad assorbire l'impatto di aumenti dei rendimenti anche gradualmente. Ciò è in linea con le nostre ipotesi relative ai mercati dei capitali (Capital Market Assumptions, CMA, oggetto di maggiori approfondimenti nel prossimo articolo), che prevedono per i prossimi 3-5 anni rendimenti poco appetibili o addirittura negativi per i titoli di Stato core. Nel 2016 gli investitori alla ricerca di rendimenti o di guadagni in conto capitale dovranno indirizzarsi altrove.

Strategie tattiche, tematiche, regionali e settoriali per battere un trend di crescita moderato

Tra le principali classi di attivi, il maggiore potenziale è offerto dalle azioni globali. Con un rapporto prezzo/utili pari a 15, alto ma non eccessivo, un rendimento da dividendi del 3% quasi e un rapporto prezzo/valore contabile dell'1,9% verso fine 2015, nel prossimo anno le azioni sono favorite rispetto alle obbligazioni in tutti gli scenari, fatta eccezione per quello che prevede una crescita bassissima. Tuttavia, sebbene appetibili rispetto alle obbligazioni, in un'ottica storica i rendimenti potrebbero essere limitati visto che le valutazioni non sono più basse, la crescita economica è moderata e i tassi di interesse potrebbero presto salire.

«Le azioni europee dovrebbero trarre vantaggio dalla ripresa economica, dalla crescita dei margini e dalla debolezza dell'EUR. La Germania può sovraperformare, la Spagna torna alla ribalta, mentre la forza dell'Italia si affievolisce.»

Anja Hochberg

Per massimizzare i potenziali guadagni, gli investitori possono adottare un approccio tattico attivo, puntando a investire in caso di ribassi e di aumento della volatilità causati da dati economici, rialzo dei tassi, illiquidità o sviluppi geopolitici. Le prime fasi del ciclo di inasprimento della Fed (e l'eventuale conseguente aumento dei rendimenti obbligazionari) potrebbero offrire presto una tale opportunità. Anche le selezioni tematiche, regionali e settoriali si dimostreranno probabilmente cruciali ai fini di una sovraperformance delle azioni. Gli elevati saldi di cassa societari e la percentuale ancora relativamente bassa di utili distribuiti dovrebbero continuare a fornire supporto a temi specifici legati all'attività di fusione e acquisizione, ai riacquisti azionari e agli aumenti dei dividendi dipendenti dai flussi di cassa. Per quanto riguarda gli investimenti alternativi, lo stesso tema dovrebbe favorire gli hedge fund che adottano strategie Merger arbitrage.

«Le azioni svizzere esibiscono un interessante mix di titoli difensivi, esposizione alla ripresa globale e rendimenti da dividendi.»

Anja Hochberg

A livello regionale, le azioni più esposte a un allentamento monetario non convenzionale sembrano quelle meglio posizionate per sovraperformare, in particolare nell'Eurozona e in Svizzera, con enfasi sui titoli più direttamente esposti ai consumi nazionali europei (che beneficiano della ripresa della fiducia dei consumatori e dell'espansione del credito). Crediamo che le azioni dell'Eurozona presentino margini di crescita degli utili tra i più alti, e la possibile estensione del programma di QE da parte della BCE contribuisce ad aumentarne il potenziale di rialzo. Le azioni svizzere restano interessanti soprattutto in considerazione dei rendimenti offerti, specialmente per gli investitori domestici, in quanto costituiscono un'alternativa certamente più appetibile delle obbligazioni, che offrono rendimenti negativi. In termini di settori, negli ultimi anni si è assistito a una sostanziale divergenza attribuibile all'impatto disomogeneo di fattori sia strutturali che ciclici. La crescita globale modesta, l'invecchiamento demografico e gli scarsi progressi sul versante della produttività inducono a preferire i settori dei servizi, che beneficiano della crescita della domanda, soprattutto la sanità, colpita nel 2015 da un brusco crollo della fiducia (ma non della crescita dei ricavi); siamo ottimisti anche nei confronti delle large cap tecnologiche, che favoriscono una più ampia deflazione nei mercati di beni tradizionali, traendone a loro volta parzialmente vantaggio.

«Le azioni asiatiche restano convenienti, offrono valore e possono attirare gli operatori alla ricerca di valore nel 2016. Le nostre preferenze vanno all'informatica, alla salute e ad alcune società di telecomunicazione.»

John Woods

Sia il settore sanitario che quello tecnologico dovrebbero sovraperformare, soprattutto rispetto ai settori industriali più tradizionali e a quelli più sensibili all'evoluzione dei tassi di interesse, come le utility.

Il ritorno dei premi al rischio genera opportunità nel credito nel corso del 2016

Il previsto aumento graduale dei rendimenti delle obbligazioni core renderà difficile per gli investitori individuare nel reddito fisso opportunità di rendimento e di utili di capitale in grado di competere con il mercato azionario globale. Il tendenziale aumento dei premi al rischio nel comparto delle obbligazioni societarie nel 2015 potrebbe tuttavia offrire opportunità nel corso

del 2016. A differenza di quanto accade per i titoli di Stato, vi sono ora migliori possibilità che i rendimenti delle obbligazioni societarie compensino perlomeno un lento rialzo tendenziale dei tassi di interesse, al netto del rischio di insolvenza. Tra le emissioni investment grade, i titoli a tasso variabile costituiscono un'interessante alternativa al rischio di duration delle obbligazioni a tasso fisso e a più lunga scadenza (USD) e offrono pertanto una copertura contro il rischio di un più pronunciato inasprimento da parte della Fed.

In termini di rendimento, le emissioni societarie di qualità inferiore costituiscono l'unica alternativa valida agli strumenti azionari, ma anche in questo ambito occorre procedere con cautela a livello di tempistiche e di selezione delle obbligazioni. A fine 2015, gli spread sulle obbligazioni societarie sono nel complesso appena al di sopra delle loro medie degli ultimi 25 anni e riflettono il deterioramento dei fondamentali creditizi, particolarmente pronunciato nel settore energetico USA, e più in generale le prospettive di rialzo dei tassi da parte della Fed. Adottando un orientamento restrittivo, la Fed inasprirebbe le condizioni globali di credito e farebbe indubbiamente salire nei prossimi anni il tasso di insolvenza delle obbligazioni societarie, specialmente quelle high yield. A fronte della possibilità di un ulteriore incremento del premio al rischio di credito nel 2016, ciò schiuderebbe interessanti opportunità d'investimento a lungo termine nelle obbligazioni corporate di minore qualità.

Le nostre CMA prevedono rendimenti tendenziali del 6 % circa per il segmento high yield globale, in linea con un rialzo solo moderato dei tassi di insolvenza data la lenta svolta del ciclo. Per generare valore investendo nel settore high yield è a nostro avviso cruciale operare un'attenta selezione e diversificazione dei rischi di credito, specialmente nel momento in cui il ciclo inverte rotta. I prestiti senior, che sono obbligazioni societarie garantite, offrono un rendimento atteso simile; la cedola è più bassa, ma in caso di insolvenza il loro tasso di recupero è generalmente più alto. A livello regionale le nostre preferenze vanno al comparto high yield europeo, giacché l'impegno della BCE di acquistare attivi fa presagire rendimenti in linea con il rendimento tendenziale del 5,5 % previsto dalla nostra analisi CMA. Anche le obbligazioni convertibili costituiscono un'interessante fonte di rendimento e di utili di capitale nell'attuale ciclo.

Protezione contro l'inflazione

Dati i bassi rendimenti attuali, uno dei rischi principali cui è esposto il reddito fisso è un'imprevista accelerazione dell'inflazione, che renderebbe necessario un inasprimento più aggressivo da parte della Fed e la riduzione o assenza di politiche accomodanti altrove. Una protezione efficace contro

il verificarsi di tale scenario è quella offerta dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione. Sebbene presenti anch'esso bassi rendimenti e sarebbe penalizzato da un forte aumento dei rendimenti reali, questo segmento offre una copertura diretta ed efficace contro un aumento dell'inflazione, a cui farebbe probabilmente seguito una reazione aggressiva da parte della banca centrale.

Le materie prime rappresentano un'importante eccezione rispetto alle tendenze chiave e alle coperture previste per il 2016. Questa classe di attivi mostra al momento valutazioni generalmente basse, ma eccessi di offerta e di capacità dovrebbero limitarne il potenziale di rialzo almeno a inizio anno. Un'imprevista accelerazione della crescita globale causerebbe un forte rialzo della traiettoria dei rendimenti delle materie prime, suggerendo che questo settore può proteggere contro il rischio di una crescita più vigorosa del previsto. Le materie prime sono tuttavia fortemente esposte al rischio di recessione. Anche l'oro potrebbe subire forti oscillazioni a seconda dell'effettiva traiettoria della politica monetaria e delle sue conseguenze sul dollaro USA.

«Il referendum sull'UE potrebbe pesare sulla sterlina, sebbene il rialzo dei tassi da parte della Bank of England dovrebbe fornire indicazioni più significative.»

Michael O'Sullivan

Considerazioni valutarie

Se è vero che prevediamo un rinnovato vigore del dollaro USA nel 2016, non è scontato che ciò valga allo stesso modo per tutte le principali valute. L'apparente riluttanza della Bank of Japan ad adottare tassi di interesse negativi o a proseguire l'allentamento quantitativo alla fine del 2015 significa che lo yen giapponese è meno vulnerabile dell'euro o del franco svizzero, i cui tassi ufficiali hanno infranto la barriera dello zero. La sterlina potrebbe accusare un ritardo rispetto al trend del dollaro USA dato che la Bank of England è più indietro rispetto alla Fed, e anche lo spettro di un referendum sull'ingresso nell'UE entro la fine del 2017 potrebbe limitare il potenziale della valuta britannica. Sia lo yen che la sterlina dovrebbero tuttavia sovraperformare l'euro e il franco svizzero nel 2016. Il franco svizzero rimarrà probabilmente confinato in un intervallo ristretto rispetto all'euro, in quanto ci attendiamo che un ulteriore allentamento della BCE indurrebbe la Banca nazionale svizzera a intervenire ed eventualmente ad adottare ulteriori misure per impedire che il cambio EUR/CHF torni ad avvicinarsi a 1.00.

Le nostre preferenze implicite di asset allocation

Dal punto di vista dell'asset allocation, il maggiore potenziale risiede a nostro avviso nel preferire le azioni globali alle obbligazioni globali. In ambito azionario prediligiamo esposizioni che offrono fonti di liquidità presumibilmente molto costanti, in particolare nell'Eurozona, e quelle in cui i trend settoriali al rialzo beneficiano del maggiore supporto strutturale, ad es. sanità e tecnologia. Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, l'ampliamento degli spread osservato nel 2015 ha generato significativi premi al rischio che sembrano incorporare rischi eccessivi di insolvenza aziendale nel 2016, e quindi offrono rendimenti attesi potenzialmente interessanti; è tuttavia essenziale adottare un approccio selettivo a livello regionale, settoriale e aziendale, giacché il ciclo delle insolvenze è prossimo alla svolta e il progressivo inasprimento della Fed farà probabilmente salire il rischio di eventi societari nei prossimi anni.

Raccomandiamo agli investitori di mantenere un elevato grado di diversificazione, di concentrarsi sempre più sulla selettività delle fonti di rendimento e di perseguire un impiego tattico del capitale. L'inasprimento della Fed potrebbe generare sacche di volatilità, shock economici, illiquidità o rischi geopolitici, ma il quadro sottostante di persistente crescita dovrebbe premiare la pazienza degli investitori.



Portfolio Review

Verifica dello stato di salute dell'asset allocation strategica

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Global Head of Investment Strategy

Georg Stillhart
Head Asset Allocation Advisory



Molti investitori privati e istituzionali rivedono periodicamente i propri portafogli, generalmente una volta all'anno, per verificare se sono ancora in linea con i loro parametri strategici di rischio e di rendimento, e se eventuali mutamenti dei fondamentali rendano necessari degli adeguamenti. Questo articolo verte su tali revisioni strategiche, che si affiancano alle più frequenti correzioni tattiche volte a riflettere eventuali variazioni a breve termine nei mercati e nelle economie e che illustriamo regolarmente nelle nostre pubblicazioni «Investment Committee» e «Investment Monthly».

Il mix strategico di attivi in un portafoglio è uno dei principali fattori determinanti in termini di performance e di rischio. Ecco perché è opportuno che la maggior parte degli investitori effettui revisioni periodiche, specialmente in questi tempi di politiche monetarie estreme e dopo diversi anni di buone performance che hanno reso le valutazioni meno convenienti.

In Credit Suisse consigliamo a tutti i nostri investitori di effettuare annualmente tali verifiche. Ci assumiamo noi stessi questo compito per conto dei clienti che ci affidano in gestione il loro patrimonio avvalendosi delle soluzioni di investimento discrezionali della banca. Tra gli importanti strumenti che usiamo a questo scopo figurano le nostre ipotesi relative ai mercati dei capitali (Capital Market Assumptions, CMA).

Le CMA di Credit Suisse includono un ampio insieme di stime su rendimenti totali, volatilità e correlazioni relative a 75 classi di attivi e fungono da supporto nell'elaborazione del nostro scenario mondiale di base per i successivi cinque anni e per due scenari di rischio (Forte e Debole). Le CMA poggiano sulle previsioni di crescita macroeconomica a lungo termine formulate dal nostro istituto nonché sulle proiezioni relative a inflazione e tassi delle banche centrali, e sono utilizzate per sottoporre a stress test le allocazioni di portafoglio da noi consigliate e simulare proiezioni realistiche dell'evoluzione patrimoniale in un orizzonte temporale superiore a un anno.

Ripresa ciclica più prolungata del consueto

Nell'aggiornamento delle nostre ipotesi sui mercati dei capitali, effettuato a ottobre 2015 e destinato all'impiego nei portafogli nel corso del 2016, operiamo una revisione di ampia portata e concludiamo che nei prossimi cinque anni la maggior parte delle economie sviluppate continuerà a convergere verso la propria crescita potenziale in un contesto di ripresa ciclica più prolungata del consueto. Prevediamo inoltre bassi livelli di inflazione e tassi di interesse reali per lo più ancora inferiori o pari a zero. Continuiamo ad attenderci rendimenti poco interessanti o addirittura negativi per i titoli di Stato core, giacché i contributi delle cedole sono sempre meno in grado di assorbire l'impatto di aumenti dei tassi anche molto gradualmente. Nel reddito fisso, riteniamo che le migliori performance giungeranno dalle obbligazioni societarie con rating inferiori e dai titoli convertibili. I rendimenti azionari sono più appetibili di quelli di obbligazioni e liquidità, ma a nostro avviso le performance azionarie dei mercati emergenti deluderanno le aspettative. Tra gli investimenti alternativi, gli hedge fund e gli immobili asiatici dovrebbero sovraperformare materie prime, oro e immobili globali. In ambito valutario, il dollaro USA presenta nel complesso un potenziale di rialzo inferiore a quello emerso nelle nostre precedenti CMA.

Per tenere conto di queste ipotesi nelle nostre attuali asset allocation strategiche sono necessarie solo piccole modifiche rispetto alle posizioni di dodici mesi fa. Allora decidemmo di ridurre le nostre raccomandazioni di allocazione nei titoli di Stato e nelle obbligazioni societarie investment grade e di includere emissioni sub-investment grade (high yield) e titoli di debito dei mercati emergenti, rafforzando inoltre

le allocazioni azionarie raccomandate. Sugerimmo di evitare il rischio di cambio nel reddito fisso, negli hedge fund e nel comparto immobiliare coprendo sistematicamente gli investimenti internazionali nei confronti delle valute di riferimento degli investitori. Consigliammo, di contro, di lasciare per lo più prive di copertura le posizioni azionarie giacché i vantaggi della diversificazione erano superiori ai rischi valutari. Tuttavia, nel corso delle nostre più frequenti correzioni tattiche riteniamo a volte opportuno raccomandare di coprire temporaneamente il rischio valutario di alcune posizioni azionarie.

Per il 2016 consigliamo agli investitori con profili di rischio intermedio un ulteriore modesto incremento delle allocazioni azionarie a fronte di una riduzione delle esposizioni immobiliari. Proponiamo altresì di rafforzare leggermente l'enfasi sulle azioni domestiche, anche per ridurre il rischio di cambio. Per gli investitori concentrati sul reddito fisso, dove le prospettive ci appaiono difficili, modifichiamo significativamente le nostre raccomandazioni, eliminando il settore immobiliare e riducendo l'esposizione alle materie prime, e inserendo invece titoli convertibili e obbligazioni indicizzate all'inflazione.

Principali motivi all'origine dei cambiamenti

La raccomandazione di ridurre il peso del settore immobiliare e di aumentare le allocazioni azionarie dipende dal fatto che spesso l'unico modo pratico per molti investitori di acquisire un'esposizione al settore immobiliare è tramite i Real Estate Investment Trust (REIT). Questi strumenti sono correlati alle azioni ma rispetto a queste sono ancora più vulnerabili agli effetti potenzialmente negativi di rialzi tendenziali dei tassi di interesse. Preferiamo pertanto aumentare la nostra esposizione diretta al mercato azionario in generale.

Il suggerimento di ridurre il rischio di cambio incrementando la quota di azioni domestiche è dovuto al fatto che molte coppie valutarie si sono avvicinate al valore equo calcolato in base alle nostre stime, rendendo le esposizioni valutarie strategiche meno interessanti. Per molti investitori, un modo economicamente efficace di ridurre il rischio valutario nei portafogli è quello di incrementare l'esposizione alle azioni domestiche nell'ambito dell'asset allocation strategica. Nelle nostre raccomandazioni, tutte le altre classi di attivi tranne le materie prime sono nella valuta di riferimento dell'investitore o sono dotate di copertura valutaria.

Raccomandiamo agli investitori le cui posizioni sono concentrate nel reddito fisso di eliminare l'esposizione immobiliare tramite REIT perché, sebbene questi strumenti siano sensibili ai tassi di interesse, l'evoluzione di tale legame nel tempo può essere difficile da anticipare. Per gestire l'impatto dei previsti rialzi dei tassi sui portafogli, crediamo che sia più facile detenere posizioni obbligazionarie dirette. Per quanto riguarda le materie prime, tale comparto sembra aver perso attrattiva rispetto agli investimenti legati al reddito fisso, a causa del carry negativo e dell'elevata volatilità. Per bilanciare l'eliminazione del comparto immobiliare e la riduzione delle materie prime da noi proposte, suggeriamo di acquistare titoli convertibili (che consentono di diversificare l'universo del reddito fisso senza aumentare la sensibilità diretta ai tassi di interesse) e obbligazioni indicizzate all'inflazione (che probabilmente offriranno maggiori rendimenti rispetto ai titoli di Stato nominali core, svolgendo al contempo un'analogica funzione di diversificazione).

Verifiche dello stato di salute del portafoglio

Nel complesso, l'attuale revisione ha mostrato che le nostre raccomandazioni di asset allocation strategica erano ampiamente in linea con le aspettative di rischio e di rendimento e con i diversi profili d'investimento dei nostri clienti. Pertanto, invece di modificare radicalmente le ponderazioni strategiche raccomandate, abbiamo apportato solo correzioni di minore entità. La principale modifica riguarda gli investitori concentrati nel reddito fisso e punta a ridurre il rischio e ad aumentare la diversificazione. Riteniamo che con l'inizio del nuovo anno i nostri clienti dovrebbero eseguire con i loro consulenti analoghe verifiche dello stato di salute dei loro portafogli e confrontare le loro allocazioni con quelle raccomandate. I nostri strumenti e i nostri specialisti possono fornire un valido aiuto nell'adeguare i portafogli alle esigenze e aspettative effettive dei clienti. Nel corso dell'anno le nostre pubblicazioni periodiche «Investment Committee» e «Investment Monthly» forniranno inoltre aggiornamenti e raccomandazioni tattiche a breve termine.

«Ai fini dell'asset allocation strategica per il 2016, consigliamo agli investitori con profili di rischio intermedio un ulteriore modesto incremento delle allocazioni azionarie a fronte di una riduzione delle esposizioni immobiliari. Inoltre, suggeriamo di irrobustire leggermente l'esposizione alle azioni domestiche, tra l'altro per ridurre il rischio valutario.»



In cifre

I principali trend d'investimento di lungo periodo sotto forma di grafici

Giles Keating

Deputy Global Chief Investment Officer

Nel presente documento riportiamo alcuni grafici tratti dal Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015, pubblicato a febbraio 2015. Questi grafici illustrano alcune evoluzioni di lungo periodo relative ai rendimenti degli investimenti, che mostrano ad esempio che le azioni hanno brillantemente sovraperformato l'inflazione nel lungo periodo. Riteniamo che questi dati forniscano un quadro utile per la costruzione del portafoglio e per gli investitori con un orizzonte a medio-lungo termine.

Si potrebbe obiettare che la natura dell'economia è profondamente cambiata negli ultimi due secoli, ma alcuni segnali indicano che le dinamiche di mercato sottostanti presentano notevoli somiglianze anche a distanza di lunghi intervalli; si pensi ad esempio ai cicli di forte espansione e brusco crollo osservati nel settore tecnologico nel XIX e nel XXI secolo.

Nel tempo la struttura dell'economia e il mercato azionario mutano radicalmente, preservando tuttavia alcune aree di relativa stabilità. I titoli ferroviari, che nel 1900 occupavano una posizione dominante, sono ora del tutto spariti, mentre sono emersi settori completamente nuovi come quello tecnologico. La quota di banche e utility ha invece subito modifiche relativamente modeste.

Figura 1

USA: ponderazioni settoriali, 1900

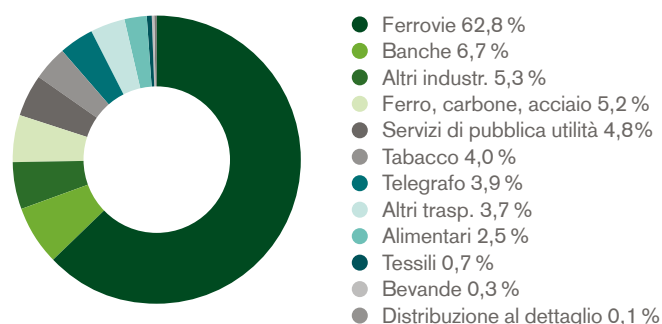


Figura 2

USA: ponderazioni settoriali, 2015

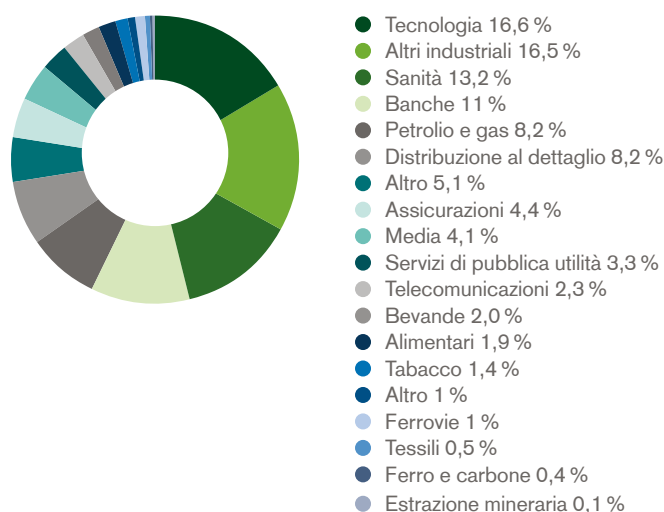


Figura 3

Regno Unito: ponderazioni settoriali, 1900

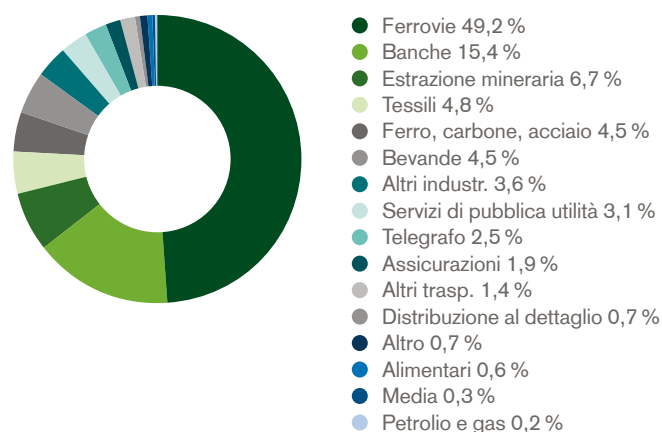
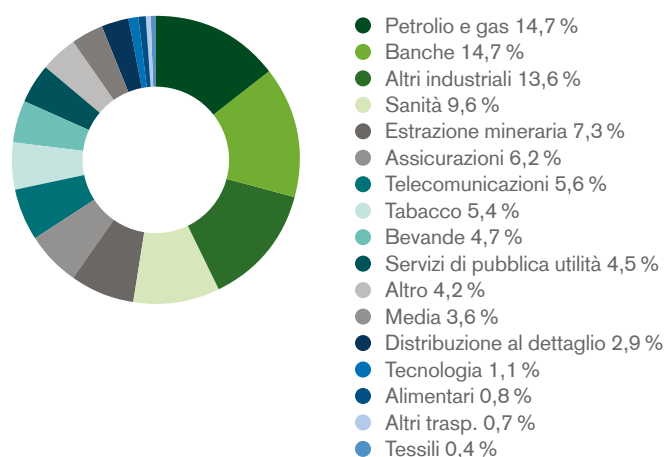


Figura 4

Regno Unito: ponderazioni settoriali, 2015



La storia delle azioni di società britanniche di canali e di ferrovie durante il XIX secolo potrebbe essere istruttiva anche per i nostri tempi: una nuova tecnologia (le ferrovie) offre buoni rendimenti nel corso del tempo a scapito di una vecchia tecnologia (i canali), ma l'evoluzione della performance è punteggiata da bolle e relativi scoppi. I titoli tecnologici moderni mostrano un andamento straordinariamente simile.

Figura 5

Performance dei titoli degli operatori ferroviari e di canali britannici, 1811-51 (1811 = 100)

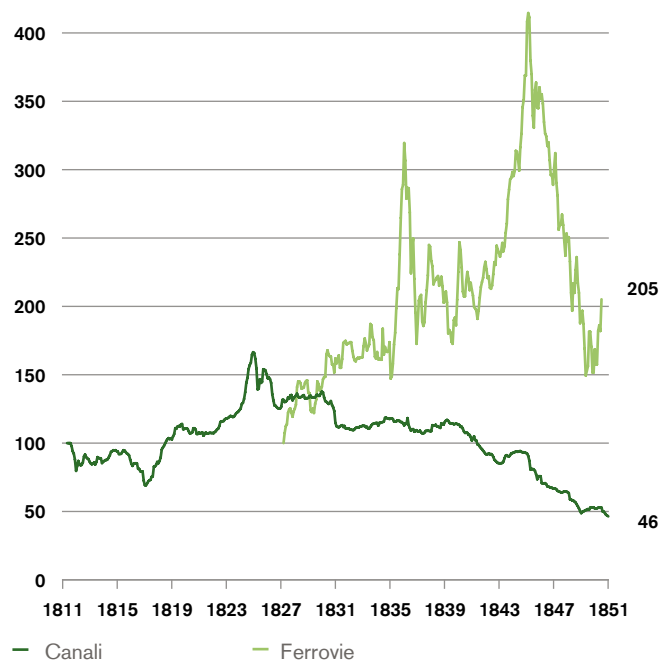


Figura 7

Rendimenti annuali su titoli «peccaminosi» in 21 paesi, 1970-2007

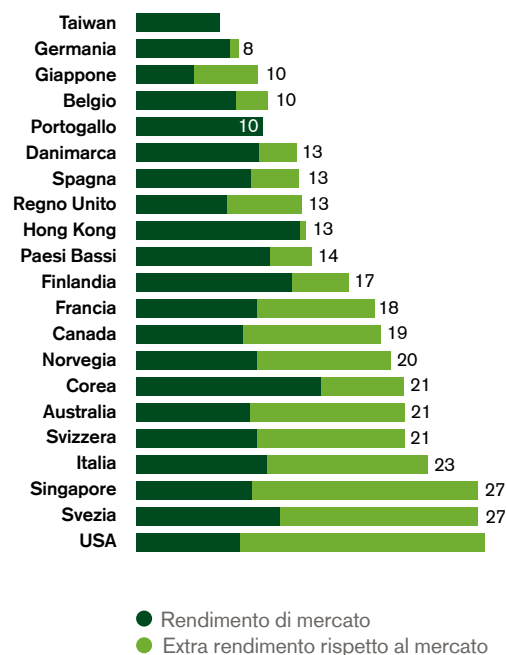
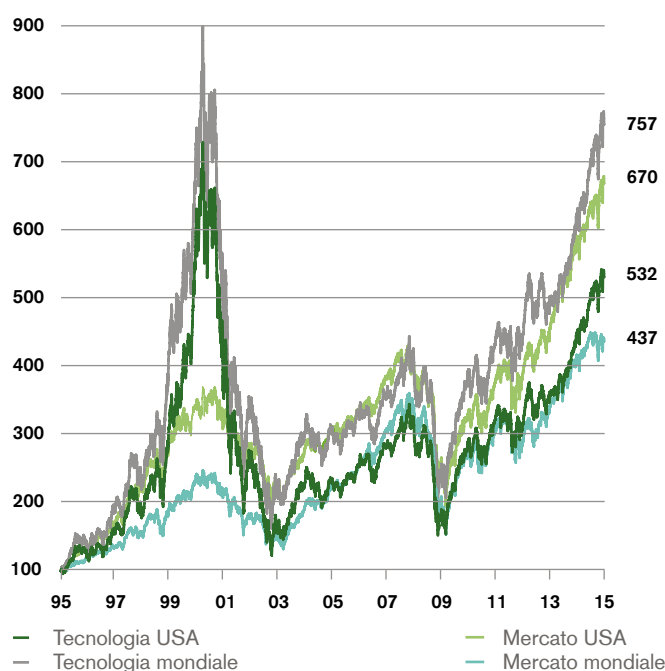


Figura 6

Performance dei titoli tecnologici dal 1995 ad oggi (1995 = 100)



Ultimo rilevamento: 2015

Fonte: Credit Suisse Global Returns Yearbook 2015

Gli investitori (e i loro discendenti) che hanno investito in azioni statunitensi per periodi di tempo molto lunghi a partire dal 1900 nonostante crolli e volatilità, sono stati ricompensati con ottimi rendimenti superiori all'inflazione pari in media al 6,5 % annuo, a fronte del mero 2 % dei titoli di Stato.

Figura 8

USA: rendimenti reali cumulati su azioni, obbligazioni (bond) e obbligazioni a breve scadenza (bill) dal 1900 al 2014 (indice logaritmico 1900 = 1)

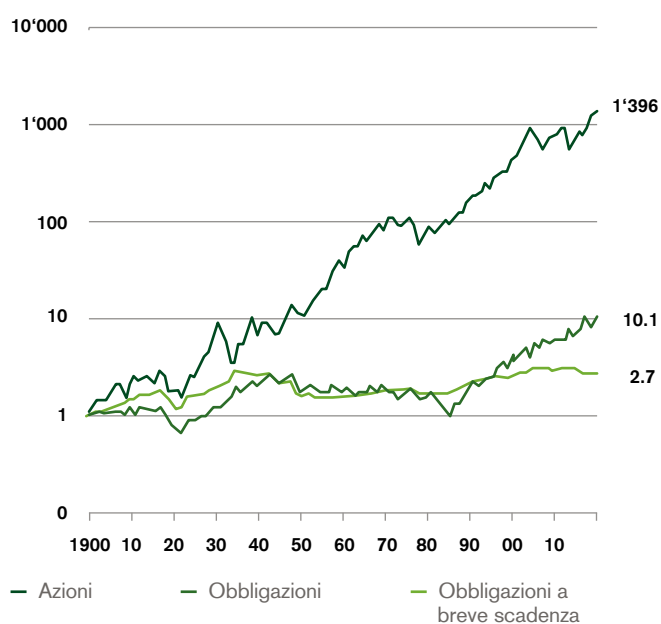
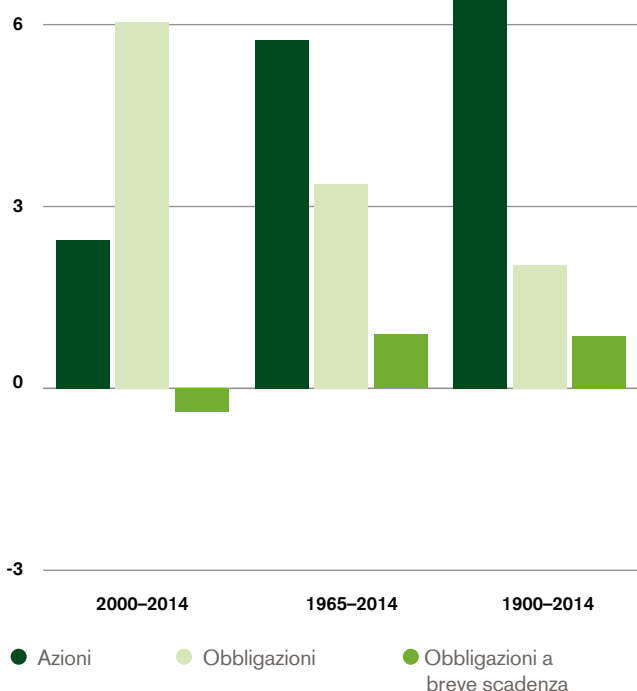


Figura 9

USA: rendimenti reali annualizzati su azioni, obbligazioni (bond) e obbligazioni a breve scadenza (bill)



Le azioni al di fuori degli USA hanno battuto l'inflazione mediamente del 4,4 % annuo dal 1900, il 2 % circa in meno rispetto agli Stati Uniti. La Svizzera ha quasi raggiunto la media non statunitense, il Regno Unito l'ha superata e la Germania è rimasta indietro a causa delle distruzioni subite nel periodo bellico. Anche il rendimento reale annuo dei titoli di Stato non-USA, pari all'1,6%, è rimasto lievemente inferiore a quello statunitense.

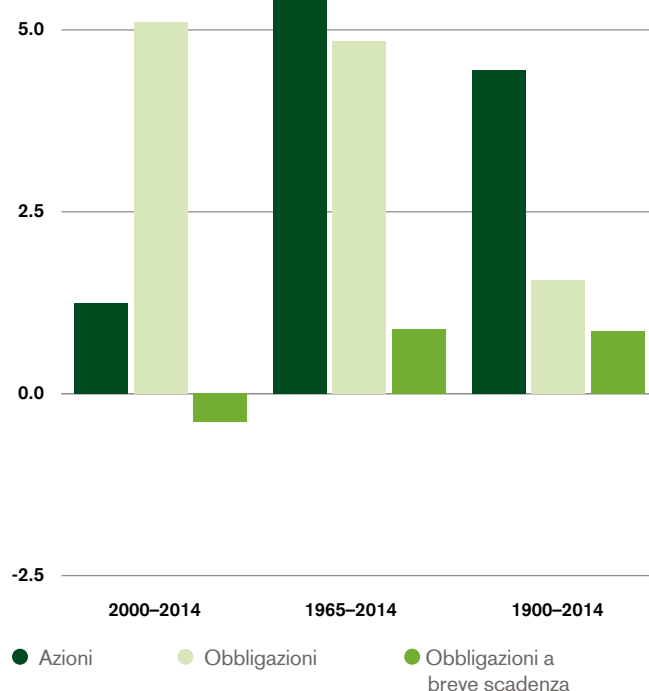
Figura 10

Mondo (Stati Uniti esclusi): rendimenti reali cumulati su azioni, obbligazioni (bond) e obbligazioni a breve scadenza (bill) dal 1900 al 2014 (indice logaritmico 1900 = 1)



Figura 11

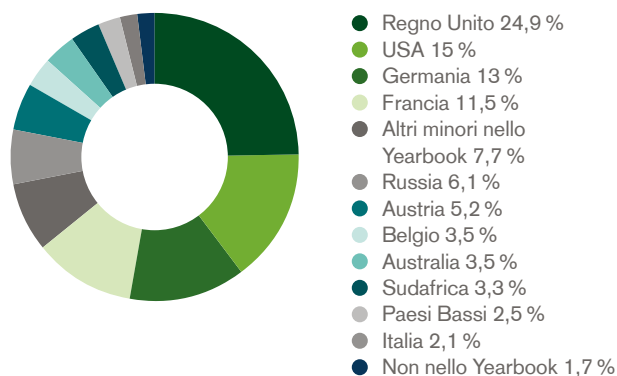
Mondo (Stati Uniti esclusi): rendimenti reali annualizzati su azioni, obbligazioni (bond) e obbligazioni a breve scadenza (bill)



I rendimenti degli investimenti a lungo termine hanno contribuito a far crescere la quota statunitense della capitalizzazione di mercato globale, passata da appena il 15% nel 1899 a oltre la metà alla fine del 2014. Germania e Austria hanno visto le loro quote crollare a causa dei danni subiti nel periodo bellico, mentre la Svizzera ha beneficiato del vigore della propria valuta, la più forte al mondo nell'arco del lungo periodo di tempo considerato.

Figura 12

1899: percentuale della capitalizzazione del mercato azionario globale per paese

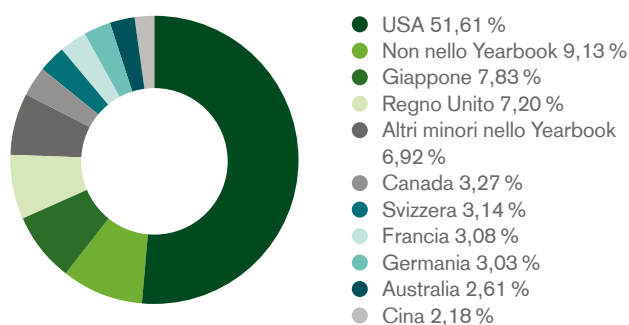


«A partire dal 1900, nonostante crolli e volatilità, le azioni statunitensi hanno generato ottimi rendimenti superiori all'inflazione pari in media al 6,5% annuo, a fronte del mero 2% dei titoli di Stato.»

«A partire dal 1900, nonostante crolli e volatilità, le azioni statunitensi hanno generato ottimi rendimenti superiori all'inflazione pari in media al 6,5% annuo, a fronte del mero 2% dei titoli di Stato.»

Figura 13

2014: percentuale della capitalizzazione del mercato azionario globale per paese



Themes in Portfolios

Le nostre idee d'investimento di maggiore impatto in azione

Loris Centola
Global Head of Private Banking Research

Markus Stierli
Head Fundamental Micro Research



I Themes in Portfolios illustrano le idee d'investimento di maggiore impatto di Credit Suisse in una panoramica facilmente comprensibile.

Spiegazione di Themes in Portfolios

I nostri Themes in Portfolios consentono agli investitori di inserire nei propri portafogli idee che a nostro avviso sovraperformeranno nelle rispettive aree. In ambito azionario ci attendiamo ad esempio che i titoli legati alla ripresa economica europea registreranno rendimenti superiori alla media, alla luce delle valutazioni ragionevoli, del proseguimento della politica monetaria accomodante e dei segnali di lieve accelerazione della crescita economica. Illustriamo inoltre diversi altri temi tra cui quello delle small e mid cap svizzere e delle azioni tecnologiche statunitensi. Nel reddito fisso, i nostri temi includono i titoli a tasso variabile e alcune obbligazioni high yield tra le più difensive. Tali temi puntano a contrastare l'effetto negativo dell'aumento dei rendimenti obbligazionari, in quanto i primi hanno per loro natura una duration praticamente nulla, mentre le seconde offrono spread creditizi che dovrebbero contro-bilanciare l'impatto del rialzo dei tassi sui valori patrimoniali. Includiamo inoltre una serie di altri

temi obbligazionari come i prestiti senior e i titoli ibridi. Tra gli investimenti alternativi, date le nostre previsioni di un'evoluzione relativamente stabile delle materie prime, riteniamo che le strategie attive che sfruttano movimenti a breve termine delle commodity dovrebbero dimostrarsi redditizie; ci concentriamo inoltre su altre idee, come ad esempio gli investimenti immobiliari in alcuni mercati europei in cui la ripresa si trova ancora in una fase relativamente iniziale.

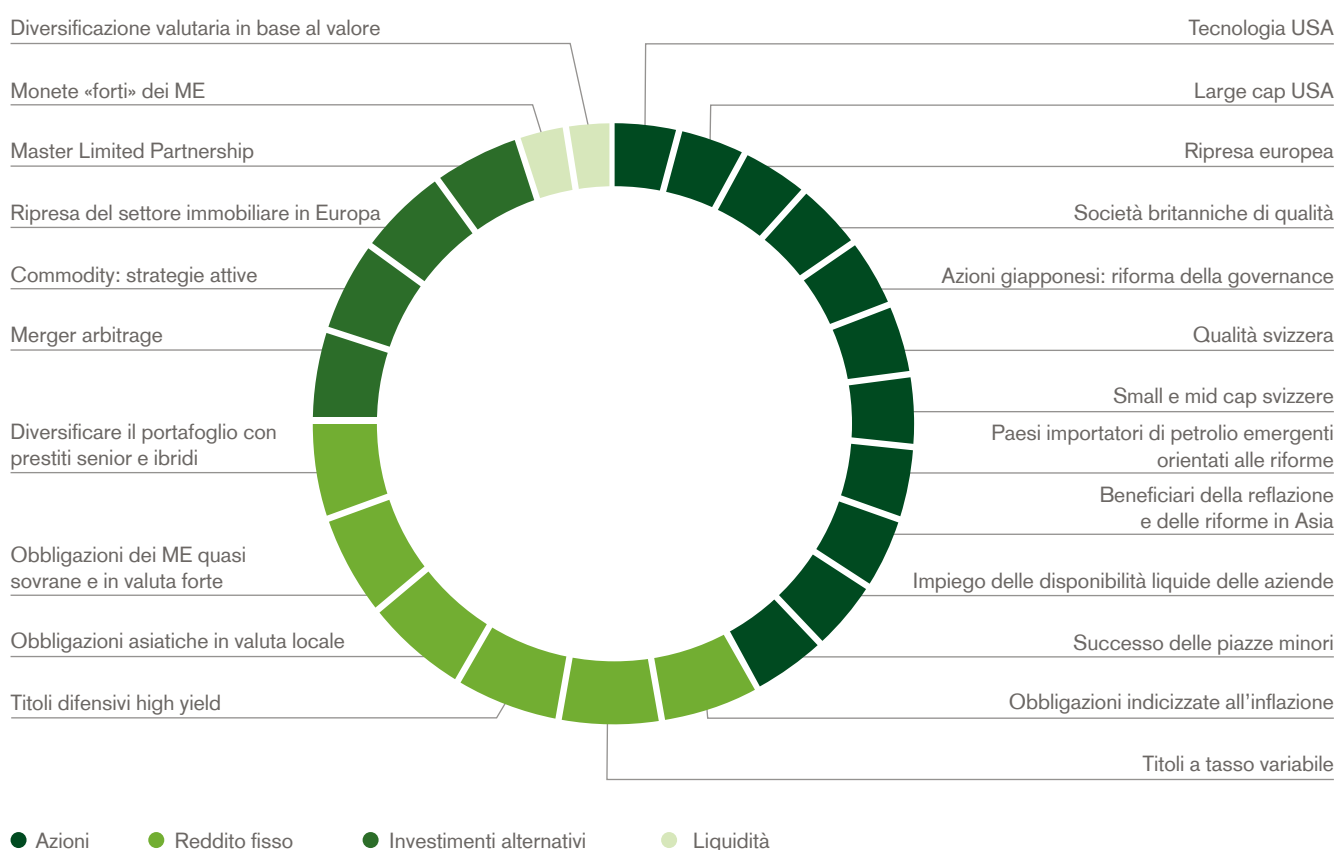
Selezioniamo i nostri temi e definiamo la nostra asset allocation nel corso di un unico processo d'investimento e tutte le decisioni sono prese dal nostro Investment Committee, che si riunisce regolarmente per rivedere, e se necessario aggiornare, le raccomandazioni. Ci assicuriamo inoltre che le specifiche soluzioni siano disponibili in modo che gli investitori possano implementare tali idee.

Un tema per ciascuna classe di attivi

I Themes in Portfolios coprono tutte le classi di attivi in un portafoglio. Particolare attenzione è dedicata ai temi riguardanti classi di attivi che sono state sovraperponderate nell'ambito dell'asset allocation. Questi temi sono da noi definiti Top Themes.

Figura 1

Le nostre idee d'investimento in azione (per 15 novembre 2015)



Caratteristiche

Rischi 2016

Incognite note e ignote

Mercati emergenti

Quali fattori traineranno
la performance nel 2016?

La liquidità conta

Le strategie d'investimento
in un contesto di diminuzione
della liquidità di mercato

Opportunità inesplorate

Come individuare le «perle
d'investimento nascoste»



Rischi 2016

incognite note e ignote

Giles Keating
Deputy Global CIO



In questo articolo illustriamo alcune delle potenziali aree di rischio per il nostro scenario di base, a cui riteniamo che gli investitori dovrebbero prestare attenzione nel 2016, individuate in base alle nostre analisi e alle opinioni espresse dagli investitori nel corso del nostro sondaggio di fine 2015.

Ci concentriamo in particolare su quattro ampi ambiti: (1) debolezza economica più grave del previsto; (2) il rischio opposto, quello di una crescita superiore alle aspettative che determini un inasprimento delle politiche monetarie; (3) rischi geopolitici e simili; (4) i problemi generati all'interno degli stessi mercati finanziari. In ciascun caso, indichiamo quelle che sono a nostro avviso le probabilità di realizzazione e il previsto impatto sul mercato. Consideriamo quindi come tenere conto di questi rischi nel riorganizzare i portafogli per il 2016. Naturalmente possiamo esaminare solo le aree di rischio da noi identificate – le «incognite ignote» esulano dalla nostra analisi.

Debolezza economica più grave del previsto

Dividiamo quest'area in due sotto-scenari.

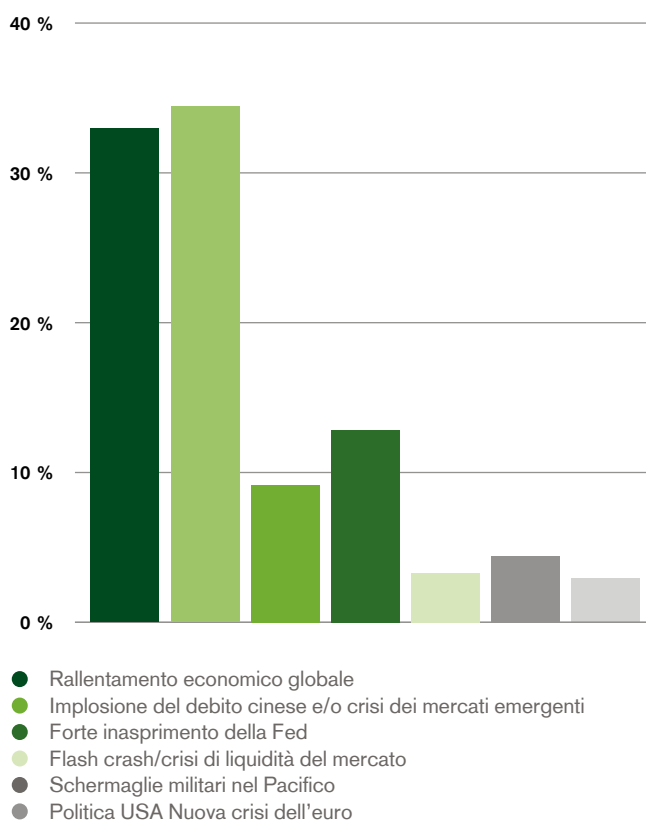
Primo scenario, probabilità media: ulteriore indebolimento dei mercati emergenti con moderato contagio ai paesi sviluppati, che tuttavia non innesci una vera e propria recessione globale. Alcuni paesi in via di sviluppo sono chiaramente vulnerabili, mentre altri appaiono più robusti; questo argomento viene esaminato in dettaglio in un articolo di approfondimento. Un tale scenario sarebbe a nostro avviso positivo per la maggior parte dei titoli di Stato e delle obbligazioni societarie dei paesi sviluppati e per l'oro, e per lo più neutrale per le azioni globali, giacché l'allentamento monetario ridurrebbe fortemente l'impatto del calo degli utili societari. Riteniamo tuttavia che sarebbe negativo per i depositi bancari e per le azioni del settore finanziario, in quanto i paesi più sviluppati adotterebbero tassi d'interesse negativi, nonché per le materie prime, e per le divise e le obbligazioni in valuta forte dei paesi emergenti più deboli.

Secondo scenario, probabilità bassa: recessione economica globale talmente grave da non poter essere scongiurata dalle banche centrali. Potrebbe essere causata da una battuta d'arresto della crescita cinese (che le autorità sembrano determinate a prevenire), ma è difficile che possa essere innescata dall'indebolimento di altri mercati emergenti data la loro importanza commerciale relativamente modesta per le economie sviluppate. Tra le altre potenziali cause di recessione figurano eventuali squilibri finanziari (aumento del debito societario, lentezza nel ridurre i disavanzi pubblici), che inciderebbero tuttavia in misura ridotta data la situazione complessivamente accettabile dei bilanci societari e pubblici. In linea generale, non si sono osservati sovrainvestimenti negli ultimi anni (se non in alcune aree della Cina) e, di contro,

sono poche le regioni economiche mondiali dove le capacità stanno esaurendosi. Inoltre, la deflazione sembra concentrarsi in aree ristrette (ad es., energia, materie prime). Una recessione potrebbe anche essere innescata da un inasprimento eccessivo dovuto a un errore di valutazione della Fed, un'ipotesi che non si può mai escludere, o da interruzioni del commercio o dell'approvvigionamento di petrolio causate da fattori geopolitici o ambientali, a cui attribuiamo tuttavia scarse probabilità (cfr. sotto). Se si dovesse davvero verificare un'inaspettata recessione, riteniamo che favorirebbe i titoli di Stato di qualità a lunga scadenza e l'oro, ma penalizzerebbe la maggior parte degli altri attivi, incluse le obbligazioni societarie e le azioni, giacché si avrebbe un aumento delle insolvenze e un crollo dei profitti.

Figura 1

Quali sono rischi maggiori sino alla fine del 2016?



Fonte: indagine Credit Suisse sugli investitori APAC
Per settembre 2015

Inaspettato vigore delle economie sviluppate

In tale evenienza si assisterebbe a un più rapido inasprimento da parte della Fed e alcuni paesi emergenti registrerebbero una ripresa più celere del previsto. Assegniamo a questo scenario probabilità medio-basse. Si potrebbe realizzare nel caso in cui le società spendessero una quota maggiore della liquidità accumulata (sulla spinta forse di una nuova legislazione fiscale negli USA), se i consumi segnassero un lento aumento, favorito dai bassi prezzi petroliferi, se la Germania aumentasse temporaneamente la spesa pubblica per offrire alloggi e supporto al flusso di immigranti (che dovrebbe anche alimentare a più lungo termine l'offerta di manodopera), o se l'aumento delle vendite di nuove tecnologie si opponesse lentamente alla tendenza al ribasso dei prezzi. L'impatto sul mercato sarebbe probabilmente molto positivo per le azioni e moderatamente positivo per le obbligazioni high yield e investment grade, dato che l'aumento dei profitti compenserebbe il rialzo dei tassi. Dovrebbe inoltre essere positivo per le materie prime e gli attivi dei mercati emergenti in progressiva ripresa, ma negativo per le obbligazioni di qualità con scadenze più lunghe, per l'oro e per le obbligazioni societarie di alcuni emittenti fortemente indebitati, soprattutto in paesi che non beneficiano dell'accelerazione della crescita.

Fattori geopolitici, di politica nazionale e ambientali

I rischi abbondano in molte parti del mondo. Riteniamo che, presi singolarmente, ognuno di essi abbia scarse possibilità di realizzarsi ma nel complesso le probabilità che si realizzi anche uno di questi (o un'altra «incognita ignota») sono elevate. La crisi dell'immigrazione in Europa potrebbe sfuggire di mano e favorire un aumento dei consensi per i partiti nazionalisti, innescando potenzialmente una nuova crisi dell'euro. Il Regno Unito potrebbe votare a favore di un'uscita dall'UE («Brexit») nel prossimo referendum (dai sondaggi non emergono al momento indicazioni univoche), con ripercussioni non chiare su molti attivi britannici. In Svizzera, dal dibattito sui rapporti con l'UE potrebbe inaspettatamente cominciare a emergere il desiderio un legame meno stretto. I conflitti in Siria e Yemen e la situazione di stallo in Libia potrebbero peggiorare

estendendosi oltre i confini nazionali, con possibili ripercussioni sull'offerta petrolifera. Il manifestarsi di nuove tensioni o l'aggravarsi di quelle attuali nei mari vicini alla Cina (forse nel periodo delle elezioni a Taiwan a gennaio), in Ucraina o nelle repubbliche centro-asiatiche (oppure le conseguenze delle tensioni in Medio Oriente) potrebbero danneggiare le relazioni commerciali tra Occidente e Cina e/o Russia.

«A nostro avviso, lo scenario di un contagio della debolezza dei mercati emergenti alle altre piazze è mediamente probabile, mentre quello di una recessione globale appare poco probabile. È altresì possibile una crescita più robusta del previsto.»

Le elezioni presidenziali e del Congresso statunitensi nel 2016 (Clinton contro Trump, o altri sfidanti?) potrebbero causare allarmi in alcuni settori, come quello che ha di recente interessato la sanità, oppure potrebbero favorire il progresso della spesa per infrastrutture e della normativa fiscale in merito al rimpatrio di fondi, dando slancio alle azioni, come spesso si è visto in precedenti anni elettorali. Inoltre, una catastrofe naturale, aggravata forse dal mutamento climatico, potrebbe avere impatti disastrosi su un'importante economia o una rotta commerciale. Storicamente, gli eventi (geo)politici possono causare ondate generalizzate di vendite sui mercati, le quali tendono però a esaurirsi rapidamente in quanto gli operatori passano velocemente a concentrarsi sui singoli attivi più penalizzati. La nostra analisi suggerisce che solo gli shock geopolitici più profondi (le due guerre mondiali e l'embargo del petrolio nel 1973) hanno avuto ripercussioni molto ampie e durature sugli attivi finanziari globali.

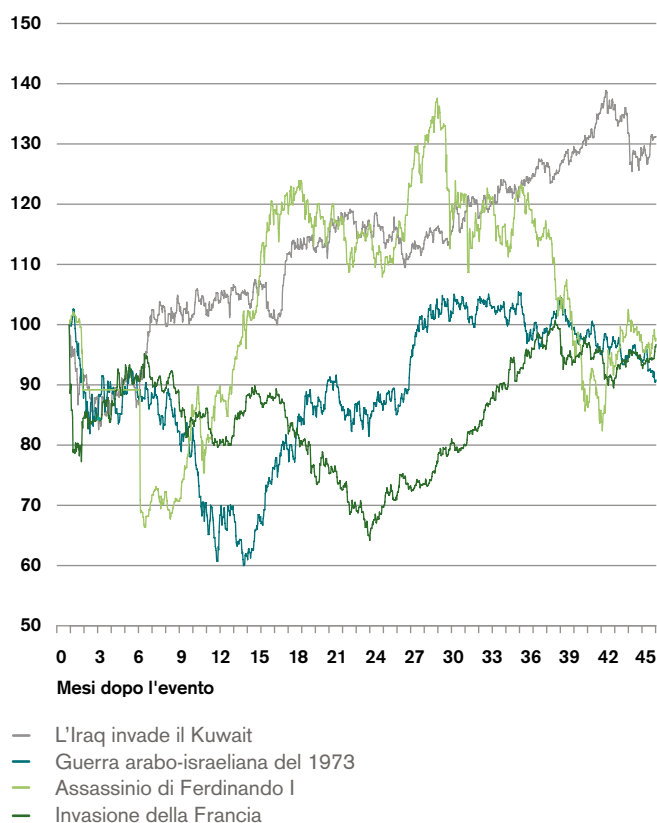
Rischi generati all'interno degli stessi mercati finanziari

Vediamo una probabilità medio-alta di aumento dell'illiquidità del mercato, causato in parte da regole più stringenti sul capitale bancario, che riduce le capacità delle banche di detenere le scorte necessarie per garantire l'offerta continua di acquisto e vendita di titoli. Ciò potrebbe causare brevi turbolenze come i «flash crash» e difficoltà potenzialmente più durature nell'esecuzione delle operazioni degli investitori, soprattutto nel segmento delle obbligazioni societarie e forse anche in quello delle azioni small cap, mentre le large cap dovrebbero essere meno colpite. Riteniamo inoltre altamente probabile che paesi emergenti ed esportatori di petrolio come la Norvegia continuino a vendere gli attivi accumulati nelle loro riserve valutarie e nei fondi sovrani per compensare il deflusso di capitale. Questo «inasprimento quantitativo» riduce la domanda di attivi come le azioni globali e le obbligazioni USA, ma il

capitale che fuoriesce da questi paesi deve essere ridiretto altrove, molto probabilmente negli stessi attivi venduti o in sostituti analoghi, per cui l'effetto netto potrebbe essere minimo. In terzo luogo, ravvisiamo un rischio basso ma crescente di insolvenze su scala sistemica nei mercati del debito dopo la loro rapidissima crescita negli anni dei bassi tassi d'interesse. Finora hanno esibito una buona tenuta, con il successo della ristrutturazione di molte obbligazioni energetiche nel 2015, ma i problemi futuri sono visibili nel mercato statunitense dei prestiti studenteschi, che le agenzie di rating stanno riesaminando in seguito all'inatteso calo della percentuale dei rimborsi. In un'ottica più ampia, il probabile inizio del ciclo di inasprimento della Fed potrebbe rivelare le debolezze nascoste del sistema finanziario, in quanto i costi di finanziamento aumenteranno e i prestatori saranno più selettivi (oppure, se l'economia è debole, il diffondersi di tassi d'interesse

Figura 2

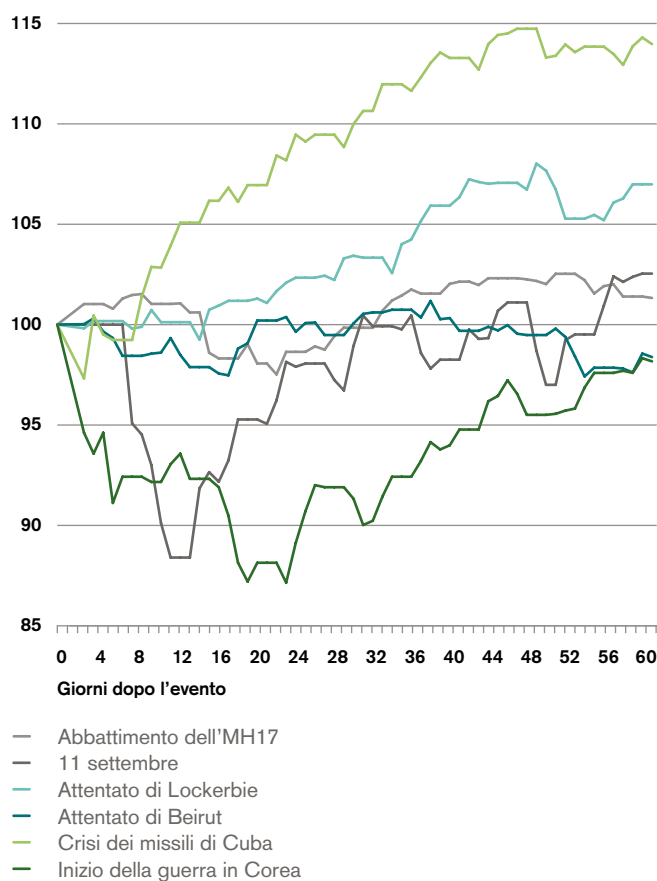
Impatto sul mercato azionario dei principali eventi geopolitici (DJIA indicizzato a 100)



Fonte: Bloomberg

Figura 3

Impatto sul mercato azionario di eventi geopolitici meno cruciali (S&P500 indicizzato a 100)



Fonte: Bloomberg

negativi potrebbe creare ulteriori problemi). Nel complesso desideriamo sottolineare che gli shock finanziari giungono spesso da fonti inaspettate – incognite ignote.

Implicazioni per la costruzione del portafoglio nel 2016

Se mettiamo per un attimo da parte i rischi da noi ritenuti poco probabili, le minacce principali su cui concentrarsi sono un rallentamento dell'economia globale (ma non una recessione globale), accompagnato da un ulteriore pronunciato allentamento monetario, il rischio opposto di un'accelerazione dell'economia globale, con conseguente inasprimento monetario più accentuato del previsto, e un aumento dell'illiquidità dei mercati finanziari.

Come illustrato sopra, l'impatto di ognuno di questi sviluppi sul nostro scenario di base sarebbe neutrale o positivo per le azioni globali e per le obbligazioni societarie, e a nostro avviso ciò aumenta la fiducia con cui gli operatori possono investire in queste importanti classi di attivo. Questi scenari possono tuttavia avere effetti diversi su oro, titoli di Stato a più lunga scadenza e sulla maggior parte degli attivi emergenti, per cui un'esposizione a queste categorie d'investimento può svolgere una funzione di diversificazione, ma gli investitori devono essere consapevoli che le possibilità che una parte di questi attivi registri una sottoperformance sono notevoli. Inoltre l'aumento dell'illiquidità indica che nello scegliere una data obbligazione è opportuno adottare parametri del credito più stringenti che in passato, giacché vendere obbligazioni in periodi di stress può essere difficile.

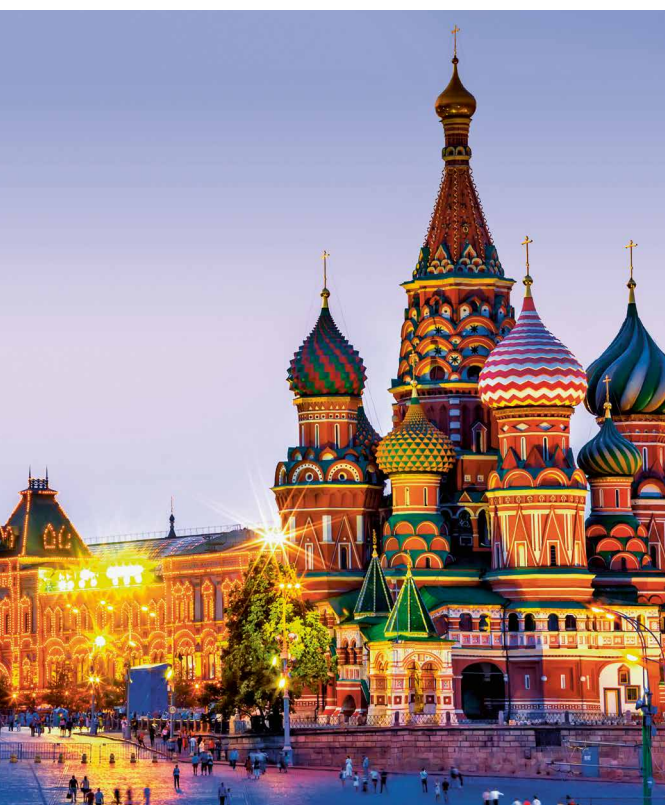
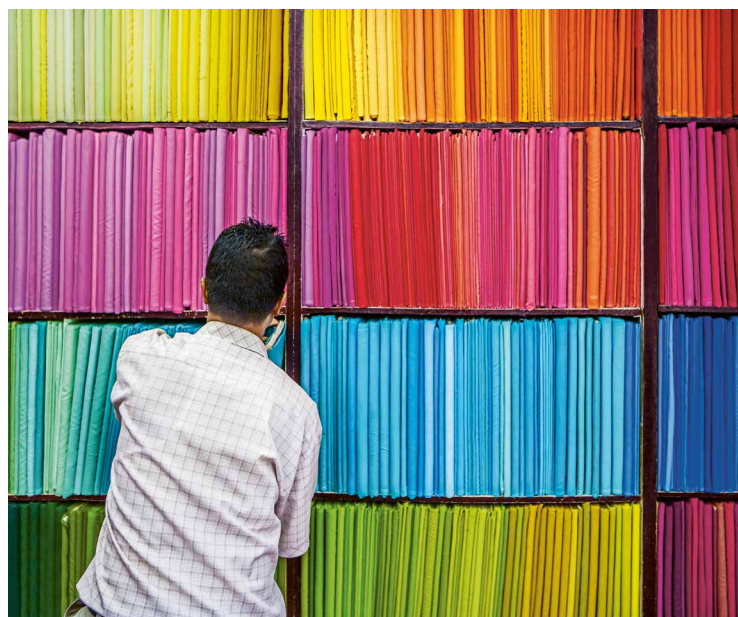
La nostra analisi degli eventi storici suggerisce che gli shock geopolitici menzionati sopra (fatta eccezione per una crisi petrolifera innescata da un'estesa conflagrazione in Medio Oriente) potrebbero penalizzare brevemente un portafoglio ampio di attivi globali, ma tali effetti negativi svanirebbero rapidamente, probabilmente nel giro di settimane e non di mesi. Un pool più concentrato di attivi potrebbe tuttavia subire maggiori conseguenze negative: ad esempio, alcuni attivi del Regno Unito potrebbero subire ripercussioni negative maggiori e più durature se il paese votasse a favore di un'uscita dall'UE, e gli investitori devono tener conto di questi rischi nel valutarne il potenziale profilo di rischio/rendimento.

Ci sono un paio di rischi che eserciterebbero probabilmente un impatto molto diverso sulla performance degli attivi rispetto a quelli menzionati sopra, causando il crollo di azioni e obbligazioni societarie e favorendo oro e titoli di Stato a lunga scadenza. Ci riferiamo al diffondersi dei conflitti in Medio Oriente, che causerebbe interruzioni dell'approvvigionamento petrolifero tali da innescare una recessione globale. Per avere un effetto così drastico, le ostilità dovrebbero essere davvero su larga scala, data l'abbondante offerta petrolifera sui mercati globali e la flessibilità della produzione di petrolio da scisto statunitense, e questo indica che le probabilità di un tale scenario sono ridotte. Molti investitori potrebbero pertanto non tenerne conto nel riorganizzare il proprio portafoglio, ma gli altri potrebbero prendere in considerazione attivi come opzioni call sul petrolio o sui Treasury USA decisamente out of the money.

«L'aumento dell'illiquidità indica che nello scegliere una data obbligazione è opportuno adottare parametri più stringenti, giacché vendere in periodi di stress può essere difficile.»

Analisi più approfondite

In questo articolo abbiamo delineato un quadro dei possibili rischi nel 2016 e le loro implicazioni per la costruzione del portafoglio. Negli articoli speciali di approfondimento offriamo analisi più dettagliate di alcuni dei rischi, tra cui il problema dell'aumento dell'illiquidità del mercato e i rischi di un rallentamento più marcato (o di una ripresa più rapida) dei mercati emergenti in tutto il mondo. Altri temi chiave come il referendum nel Regno Unito sono esaminati più attentamente nelle sezioni regionali delle prospettive economiche e di mercato.



Mercati emergenti

Quali fattori traineranno la performance nel 2016?

Mariano Arrieta

Head of Foreign Exchange Strategy

Luca Bindelli

Head of Foreign Exchange Strategy

Wenli Fei

Equity Analysis

Philipp Waeber

Economist, Global Macro Research

Nora Wassermann

Economist, Global Macro Research

Per le economie dei mercati emergenti, il nostro scenario di base prevede nel 2016 la stabilizzazione della crescita a livelli prossimi a quelli modesti registrati nel 2015. Si tratta a nostro avviso di un contesto accettabile che consentirà agli investitori di sfruttare le basse valutazioni degli attivi dopo tre anni di sottoperformance rispetto ai mercati sviluppati, ma sarà necessario operare un'attenta selezione dato che alcuni paesi saranno probabilmente sottoposti a ulteriori difficoltà economiche, finanziarie e/o politiche.

Tra le obbligazioni in valuta forte, preferiamo quelle di Messico, Perù e Russia, e possibilmente quelle di Sudafrica, Malaysia e Indonesia. Le obbligazioni in valuta locale dei primi tre paesi presentano a nostro avviso un ragionevole profilo di rischio/rendimento, e gli investitori potrebbero esaminare la possibilità di rinunciare a una copertura, soprattutto in Messico, giacché dopo la recente debolezza tali valute presentano valutazioni basse. In Brasile manteniamo un atteggiamento di prudenza nei confronti del rischio di duration ma potremmo decidere

di sfruttare ulteriori fasi di debolezza del real brasiliano nei prossimi mesi per incrementare l'esposizione valutaria a breve termine, date le valutazioni estremamente basse. Nell'ambito delle azioni emergenti, prediligiamo India e Cina (H-share), con la possibilità di prendere in esame un eventuale impegno in Taiwan e Corea. In Russia, le valutazioni basse offrono un certo potenziale; vi è inoltre una ridotta ma non trascurabile possibilità di sviluppi geopolitici favorevoli. In America Latina, la performance della maggior parte delle borse sarà a nostro avviso frenata dall'aumento dei tassi di interesse statunitensi. Tra i rischi chiave figurano un inasprimento della Fed più rapido del previsto o una decisa manovra di deprezzamento del renminbi da parte delle autorità cinesi. Sebbene riteniamo tali sviluppi poco probabili, il loro verificarsi danneggerebbe probabilmente la performance di molti attivi dei mercati emergenti.

«Prediligiamo le azioni indiane e cinesi. In Russia le basse valutazioni offrono un certo potenziale, mentre in America Latina l'intervento della Fed dovrebbe risultare penalizzante.»

Scenario di base per le economie emergenti nel 2016: stabilizzazione della crescita a livelli bassi, riduzione dell'inflazione e cauto allentamento monetario

La maggior parte degli attivi emergenti ha registrato un andamento deludente nel 2015, specialmente se misurato in dollari USA, con performance generalmente più deboli di quelle del 2014 o del 2013, e ha continuato a sottoperformare le piazze sviluppate. I rendimenti hanno risentito soprattutto del deprezzamento valutario. I più colpiti sono stati gli esportatori di materie prime e gli esportatori verso la Cina, la cui economia sta rallentando; anche i paesi con deboli bilance con l'estero sono stati penalizzati. Di contro, le azioni e le obbligazioni di paesi con livelli di inflazione più contenuti e dunque una politica monetaria più accomodante hanno messo a segno migliori performance.

Riteniamo che nel 2016 la crescita dei mercati emergenti dovrebbe stabilizzarsi su livelli contenuti. Gli stimoli fiscali e monetari in Cina dovrebbero consentire alla crescita di raggiungere l'obiettivo del governo, ma le importazioni resteranno deboli. La Corea e altri paesi asiatici dovranno invece fare affidamento sulle recenti manovre di stimolo, che dovrebbero dare impulso alla congiuntura sostenendo la domanda interna. Le economie dipendenti dalle materie prime e/o gravate da alti livelli di debito resteranno invece probabilmente deboli, ma in molti casi non ci attendiamo un deterioramento; potrebbero anzi manifestarsi lievi miglioramenti. In Russia, ad esempio, l'economia sembra avere già largamente assorbito l'impatto del calo dei prezzi petroliferi e delle sanzioni, per cui alla recessione dovrebbe subentrare una stagnazione, mentre in Brasile il ritmo della contrazione dovrebbe diminuire. Uno dei vantaggi della debolezza congiunturale consiste nella tendenza a frenare i prezzi, quindi i tassi di inflazione decisamente alti osservati in molti paesi con valute deboli dovrebbero scendere, consentendo a molte banche centrali di passare da un corso restrittivo a uno cautamente accomodante. Importanti eccezioni sono costituite da Turchia e Sudafrica (a causa delle pressioni finanziarie) e dal Messico (dato l'impulso alla crescita proveniente dagli USA).

Figura 1

Punteggio macro dei principali mercati emergenti

Asia emergente	Forza Macro- Econo- mica	Flessibilità delle politiche				Vulnerabilità esterne			Pun- teggio com- plessivo
		Inflazione	Debito pubblico	Deficit pubblico	Credito interno	Punteggio aggregato	Riserve valutarie / debito estero	Saldo di parte corrente	Punteggio aggregato
Cina									
Hong Kong									
India									
Indonesia									
Malaysia									
Filippine									
Singapore									
Corea del Sud									
Taiwan									
Tailandia									
EEMEA									
Croazia									
Repubblica Ceca									
Ungheria									
Polonia									
Romania									
Russia									
Turchia									
Ucraina									
Sudafrica									
America Latina									
Argentina									
Brasile									
Cile									
Colombia									
Messico									
Perù									
Venezuela									

Nota esplicitiva: la forza macroeconomica si riferisce alle dinamiche di crescita del 2016 in relazione ai tassi di crescita potenziali, con un punteggio neutrale (giallo) attribuito a una crescita sostanzialmente in linea con il potenziale nel 2016; i punteggi relativi all'inflazione riflettono il potenziale allentamento monetario nel 2016; il debito pubblico (proiezioni 2016 dell'FMI) è suddiviso in cinque categorie (un rapporto superiore al 60% del PIL è evidenziato in rosso); il deficit pubblico (proiezioni 2016 dell'FMI) è suddiviso in cinque categorie (un rapporto pari al 3% del PIL è evidenziato in rosso); il punteggio relativo al credito interno al settore privato espresso come % del PIL riflette sia il livello sia le dinamiche più recenti, e il punteggio peggiore viene assegnato per un debito relativamente elevato e ancora in crescita; le riserve valutarie (dati al secondo trimestre 2015) e i saldi di parte corrente (proiezioni 2016 dell'FMI) sono raggruppati in quintili; i punteggi aggregati e il punteggio complessivo costituiscono valori medi non ponderati.

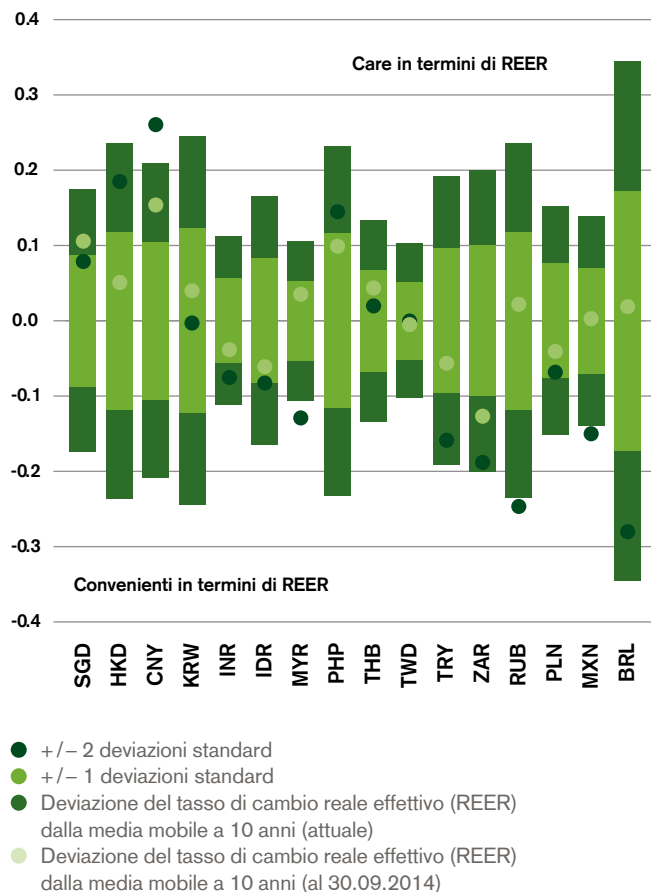
Fonti: OCSE, FMI, Banca mondiale, Credit Suisse

Valutazione della forza economica, della vulnerabilità e della flessibilità delle politiche

La crescita economica è solo uno dei fattori determinanti ai fini delle performance dei mercati emergenti. Altrettanto importante è la loro stabilità finanziaria (che conferisce alle autorità politiche la flessibilità necessaria per rispondere a shock esogeni) o i loro alti livelli di debito abbinati a una governance fiscale carente (che li rendono vulnerabili a pressioni globali). La figura 1 fornisce una «mappa delle zone calde» prospettica incentrata su questi fattori macro. In base a quest'analisi, la maggior parte delle economie asiatiche (fatta eccezione per l'Indonesia) e dell'Europa orientale tende a esibire maggiore solidità, mentre Turchia, Sudafrica e molti paesi dell'America Latina – tranne il Messico – appaiono più vulnerabili.

Figura 2

Indicatori di valutazione per le divise dei mercati emergenti (deviazione in %)



Fonte: Credit Suisse

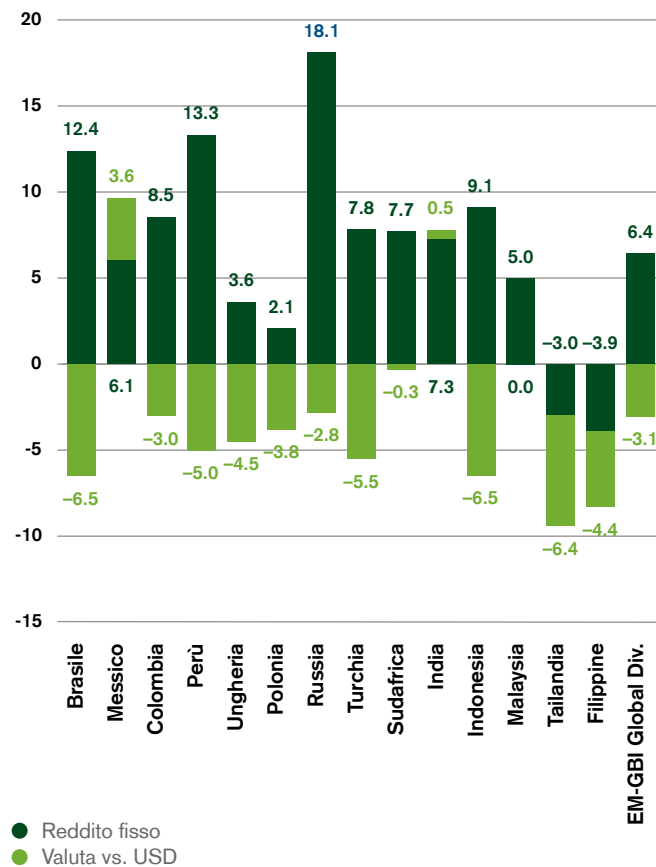
Nelle sezioni che seguono, i nostri asset class strategist elaborano le proprie previsioni sui rendimenti degli investimenti esaminando se i mercati abbiano o meno pienamente scontato questo quadro macroeconomico.

Valute: le valutazioni non rappresentano ancora un saldo punto di riferimento

Riteniamo probabile un ulteriore indebolimento della maggior parte delle valute emergenti rispetto al dollaro USA a causa dei fondamentali economici ancora deboli e malgrado le politiche cinesi a favore della crescita. Secondo i nostri calcoli, i mercati dei cambi a termine scontano un'accelerazione congiunturale delle piazze emergenti eccessivamente ottimistica. Il nostro scenario prevede pertanto un ulteriore indebolimento delle

Figura 3

Sottoindici dell'Emerging Market Global Bond Index – Rendimenti in USD attesi a 12 mesi (%)



Fonte: JP Morgan, Bloomberg e Credit Suisse

valute emergenti nella prima metà del 2016, a cui faranno per qualche tempo seguito andamenti valutari laterali prima che i fondamentali migliorino al punto da consentire una vera e propria ripresa.

Alla sottoperformance delle valute latinoamericane dovrebbe subentrare un recupero

Sebbene l'America Latina, guidata dal Brasile, rimanga una delle regioni più rischiose in base ai fondamentali, l'ondata di vendite del 2015 ha spinto le valute su livelli estremamente bassi. Al momento della redazione, il BRL è sceso del 30 % rispetto all'USD, mentre il MXN si attesta al di sotto della media a dieci anni di oltre due deviazioni standard. Sebbene la debolezza dei fondamentali e i rischi politici potrebbero deprimere ulteriormente il BRL nei prossimi mesi, vediamo buone prospettive di stabilizzazione e addirittura di apprezzamento su un orizzonte temporale di 12 mesi. Dato il carry annuo del 12%, i rendimenti complessivi rispetto all'USD dovrebbero essere positivi. Il MXN dovrebbe esibire una buona tenuta, specialmente in caso di rialzo dei tassi in seguito a un inasprimento della Fed.

In Asia, l'INR dovrebbe sovraperformare il CNY

Mentre i mercati emergenti asiatici hanno generalmente subito flessioni della crescita e delle valute inferiori a quelle osservate in America Latina, le valutazioni risultano nel complesso meno interessanti di quelle latinoamericane. Le uniche eccezioni sono costituite da MYR e INR, giacché in questi paesi l'accelerazione della crescita e livelli di inflazione piuttosto elevati dovrebbero mantenere alti i tassi. In Cina, le politiche per internazionalizzare la valuta e il miglioramento delle partite correnti dovrebbero offrire supporto. L'allentamento monetario e i deflussi di capitale potrebbero tuttavia avere effetti opposti, per cui non è da escludersi un lieve deprezzamento. Non prevediamo peraltro importanti interventi di svalutazione.

Nell'area EMEA, le valute carry dovrebbero nel tempo ricevere sostegno

Mentre il PLN presenta i migliori fondamentali tra i paesi EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa) e potrebbe inizialmente sovraperformare, la sua assenza di carry ne causerà probabilmente la sottoperformance nel corso dell'anno, mentre riteniamo che TRY, ZAR e RUB (che offrono differenziali di tasso molto più appetibili) dovrebbero nel tempo sovraperformare.

Tra gli scenari di rischio, l'indebolimento della crescita dei mercati sviluppati potrebbe pesare su valute emergenti sensibili alla crescita come quelle asiatiche, e anche sul MXN, un effetto solo parzialmente attutito dal ritardo della Fed nell'alzare i tassi. Se invece la crescita delle piazze sviluppate

sorprendesse al rialzo, la Fed probabilmente stringerebbe più rapidamente le redini monetarie, con conseguenze negative per le valute di alcuni paesi latinoamericani in cui il rafforzamento della domanda offre vantaggi commerciali minimi. Sorprese positive sul fronte della crescita cinese o dei paesi emergenti darebbero naturalmente supporto alle valute emergenti, soprattutto a quelle di paesi con bilance con l'estero vulnerabili e tassi di interesse più alti (IDR, ZAR, TRY e BRL).

Reddito fisso: rendimenti complessivamente moderati, con una significativa dispersione

Il nostro scenario di base prevede per il debito estero e domestico dei paesi emergenti rendimenti medi compresi tra il 3 % e il 5 % in dollari USA, anche se i rendimenti di alcuni paesi potrebbero essere nettamente superiori o inferiori a questo intervallo.

Obbligazioni in valute locali: alla ricerca di sacche di valore

Le tendenze del cambio del dollaro rimarranno il fattore di gran lunga più importante per le obbligazioni nazionali emergenti. Al momento della redazione, i mercati dei tassi di cambio a breve termine di molti paesi scontano una debolezza valutaria inferiore a quella giustificata dai fondamentali macroeconomici, e questo rende necessarie coperture valutarie tattiche, tranne nel caso del Messico e forse anche di Perù e Russia. Fortunatamente anche in caso di protratta debolezza delle valute emergenti l'inflazione può diminuire, rendendo improbabili inattesi rialzi dei tassi.

Sebbene i nostri indicatori macro del rischio mostrino una maggiore vulnerabilità dell'America Latina rispetto ad altre regioni, le valutazioni obbligazionarie sono divenute interessanti. Il Messico è il nostro paese preferito nella regione, giacché un possibile rialzo dei tassi da parte della Banca del Messico è già scontato nelle quotazioni. Perù, Colombia e Brasile meritano un approccio più opportunistico e i costi di copertura valutaria vanno analizzati individualmente. In Perù e Colombia sono possibili ulteriori rialzi dei tassi ufficiali, compensati tuttavia dal premio sui tassi di interesse («carry»).

La Russia rimane decisamente il nostro paese preferito nell'area CEEMEA (Europa Centrale e Orientale, Medio Oriente e Africa). Dopo il forte rally le obbligazioni a lunga scadenza appaiono care, ma dovrebbero ulteriormente beneficiare del contesto disinflazionistico, di una crescita più stabile e di un cauto allentamento monetario. Preferiamo le obbligazioni in ZAR a quelle in TRY perché l'inflazione dovrebbe essere più bassa in Sudafrica, e riteniamo che le obbligazioni che offrono rendimenti elevati sovraperformeranno i titoli in PLN e HUF giacché questi ultimi presentano già valutazioni elevate.

In Asia, le obbligazioni indiane a breve scadenza restano interessanti grazie alla valuta più stabile. La performance dei titoli indonesiani dovrebbe essere buona in termini di valuta locale, ma non altrettanto buona in USD. Le Filippine e la Thailandia dovrebbero sottoperformare la Malaysia giacché le valutazioni fondamentali restano care.

Obbligazioni in valute forti: stabilizzazione dei rendimenti a livelli bassi

La tendenza al declassamento di alcune obbligazioni dei mercati emergenti da parte delle agenzie di rating probabilmente proseguirà, soprattutto nel caso di alcuni paesi vulnerabili di alto profilo. I mercati sembrano tuttavia avere già largamente scontato sviluppi in tal senso, che pertanto non dovrebbero esercitare un impatto significativo a meno che non si verifichi un ulteriore deterioramento dei fondamentali. Detto ciò, reputiamo poco probabile un restringimento degli spread delle obbligazioni emergenti in valuta forte in risposta all'inizio del ciclo di inasprimento della Fed; riteniamo quindi che tali titoli offrano vantaggi di diversificazione limitati nell'ambito di un portafoglio globale

In America Latina, il serio impegno del Messico per risanare il bilancio aumenta le probabilità di una sovraperformance delle obbligazioni del paese. Il Perù presenta valutazioni interessanti e l'economia appare in via di stabilizzazione. Nell'area EMEA, le valutazioni sono generalmente eccessive. La Russia è il nostro paese preferito nella regione grazie ai risultati di bilancio relativamente buoni, ma le valutazioni non appaiono convenienti. Il Sudafrica ha maggiori probabilità della Turchia di conservare il proprio rating creditizio. Infine Malaysia e Indonesia esibiscono spread superiori a quelli di analoghi paesi con simili rating creditizi. In Malaysia i risultati di bilancio dovrebbero migliorare malgrado il potenziale calo dei dividendi della società di petrolio e gas Petronas, di proprietà statale. In Indonesia, il ritardo della ripresa economica potrebbe far aumentare la spesa. L'India e le Filippine sono care nonostante il miglioramento dei loro parametri creditizi fondamentali.

Sebbene le obbligazioni in Argentina e/o Ucraina abbiano messo a segno dei rialzi a fine 2015 e le valutazioni siano divenute care, gli investitori con elevata tolleranza al rischio potrebbero voler prendere in esame un posizionamento in questi paesi per beneficiare di un maggiore carry. Il Venezuela resta un'incongnita, ma i parametri del credito dovrebbero deteriorarsi in conseguenza della crisi economica e dell'elevata incertezza politica. A nostro avviso, pertanto, la probabilità di un evento di credito resta elevata.

«Le obbligazioni messicane sono ben posizionate in vista di una sovraperformance; le valutazioni sono allettanti anche per il Perù. Nell'area EMEA accordiamo la nostra preferenza alla Russia, ma le valutazioni non sono convenienti.»

Azioni: crescita, valutazioni e prospettive monetarie indicano che l'Asia emergente potrebbe sovraperformare

Dopo un buon primo trimestre 2015, le azioni emergenti hanno ceduto quasi il 30 % da aprile a settembre a causa dei bassi prezzi delle materie prime e delle preoccupazioni per la Cina, per poi segnare un recupero che al momento della redazione resta limitato. Crediamo che la maggior parte dei fattori negativi rimarrà invariata anche nel 2016; non prevediamo alcun significativo recupero per le materie prime e riteniamo che il contesto macroeconomico resterà difficile. Vediamo di contro opportunità in India, Cina, Taiwan, Corea e Russia, mentre l'America Latina appare generalmente meno interessante.

Siamo ottimisti verso le azioni cinesi

Nell'ambito delle azioni emergenti preferiamo l'Asia emergente, anche perché la maggior parte delle economie sono importatrici nette di materie prime. Mentre la crescita è decisamente inferiore ai livelli precedenti la crisi, l'inflazione è generalmente bassa e le valute sono discretamente stabili, per cui vi sono margini per un ulteriore allentamento monetario. Nell'Asia emergente siamo ottimisti nei confronti dell'India in un'ottica di medio-lungo termine dato il suo elevato potenziale di crescita. Prediligiamo anche la Cina. Sebbene il passaggio a una crescita trainata dai consumi abbia rallentato la congiuntura, riteniamo che ciò sia scontato nelle quotazioni. Le valutazioni delle H-share sono appetibili e un ulteriore allentamento monetario dovrebbe fornire supporto. Taiwan e Corea del Sud dovrebbero essere i maggiori beneficiari dei bassi prezzi delle materie prime; Taiwan offre inoltre rendimenti da dividendi relativamente elevati e le prospettive di utili della Corea del Sud appaiono incoraggianti.

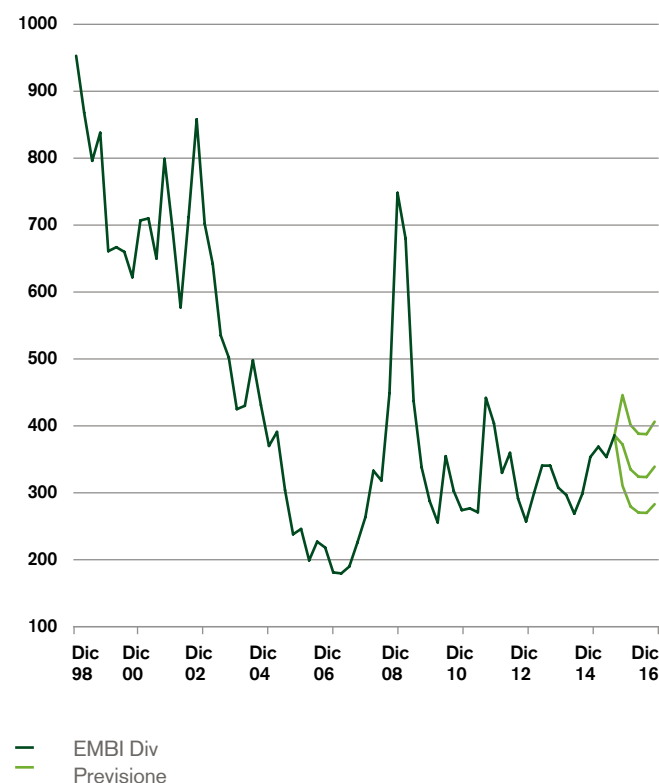
L'inasprimento della Fed è negativo per l'America Latina e per alcuni paesi EEMEA

Storicamente le azioni emergenti hanno sottoperformato le azioni globali di oltre il 4 % nei due mesi successivi a un primo rialzo dei tassi da parte della Fed. L'aumento dei tassi di interesse statunitensi tende a pesare soprattutto sulle azioni dell'America Latina e sulle azioni di alcuni paesi EEMEA a causa della loro vulnerabilità ai deflussi di capitale. Nell'area EEMEA Russia e Sudafrica, i principali esportatori di materie prime della regione, continueranno probabilmente a risentire dei bassi prezzi delle commodity

e della debolezza macroeconomica. Tuttavia nel caso della Russia, le valutazioni convenienti dovrebbero compensare parzialmente la debolezza macroeconomica. I mercati EEMEA dovrebbero inoltre beneficiare degli stretti legami che intrattengono con l'UEM e con l'euro, soprattutto la Polonia, che probabilmente trarrà vantaggio da una dinamica positiva e dalla politica monetaria favorevole. Gli sviluppi politici potrebbero infine avere un impatto significativo sulla performance del Brasile, se l'attuale crisi politica viene superata, o su quella della Russia, se la situazione in Ucraina diviene meno critica.

Figura 4

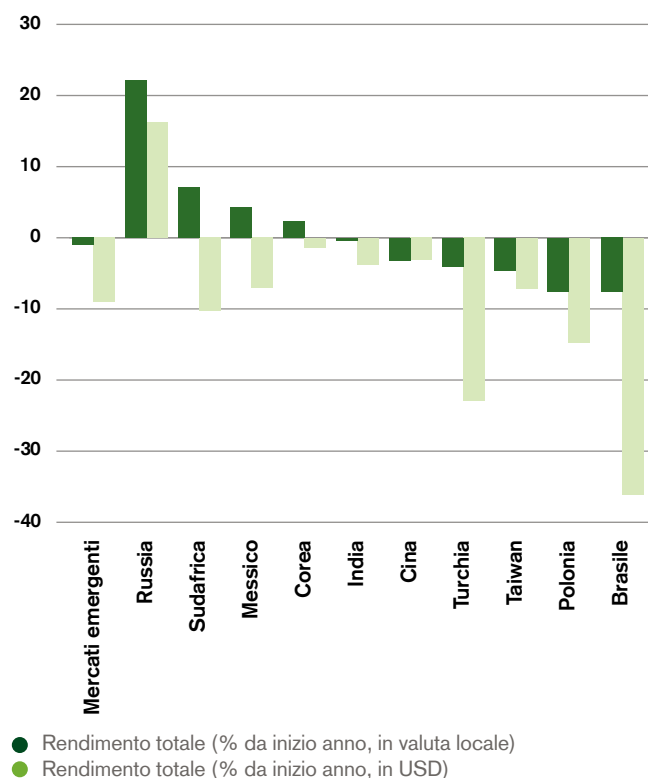
Emerging Market Bond Index Global Diversified (EMBIG, in punti base)



Fonte: J.P. Morgan, Bloomberg e Credit Suisse
Ultimo rilevamento: 30 ottobre 2015

Figura 5

Performance delle azioni dei mercati emergenti da inizio anno (indici MSCI, al 30.10.2015)



Fonte: Datastream, Credit Suisse





La liquidità conta

Le strategie d'investimento in un contesto di diminuzione della liquidità di mercato

Joe Prendergast
Head of Financial Markets Analysis

Esaminando le valutazioni aggiornate del proprio portafoglio sullo schermo o su un documento cartaceo, un investitore tende a supporre che sia possibile vendere o acquistare attivi sul mercato aperto a prezzi approssimativamente in linea con quelli indicati, ad eccezione di alcuni particolari strumenti illiquidi, come i prodotti di private equity e alcuni investimenti associati al settore immobiliare.

Ma i tempi cambiano. Gli attivi tradizionali, come le azioni delle blue chip, le obbligazioni governative e le principali valute che prima della crisi finanziaria del 2007-2008 potevano contare su mercati spessi e liquidi hanno cominciato a mostrare segni di illiquidità, il che significa che potrebbe non essere sempre possibile venderli o acquistarli con la stessa facilità con cui lo si faceva in passato. I problemi sono molteplici. Ad esempio, i divari tra i prezzi di acquisto e di vendita (spread denaro-lettera) di alcuni attivi sono ora più ampi e/o i volumi massimi consentiti per ciascuna singola transazione sono minori, e questi effetti possono essere particolarmente marcati in certi orari del giorno, come ad esempio a metà pomeriggio. Un fenomeno più estremo è quello dei «flash crash», che hanno colpito i mercati azionari e obbligazionari a maggio 2010, ottobre 2014 e agosto 2015. In queste fasi, i prezzi di negoziazione possono cambiare notevolmente da un momento all'altro. Nei mercati dei cambi, che sono normalmente liquidi, lo sganciamento del franco dall'euro a gennaio 2015 ha portato anch'esso alla temporanea sospensione della maggior parte delle negoziazioni sulla divisa elvetica. Inoltre, al momento molte obbligazioni corporate risultano difficili da acquistare sul mercato secondario, specialmente in grandi quantità, sebbene la loro vendita sia per ora relativamente facile. L'opposto può invece verificarsi quando un emittente deve far fronte a inattesi rischi di credito e le sue obbligazioni diventano improvvisamente difficili da vendere.

Nel presente articolo esaminiamo alcuni dei motivi di questa diminuzione della liquidità e consideriamo i rischi di un possibile ulteriore deterioramento in futuro, suggerendo quindi come le strategie d'investimento possano essere adattate al mutamento del contesto. Ad esempio, gli investitori con future importanti esigenze di cassa dovrebbero fare maggiore affidamento sui flussi di dividendi e di interessi e meno sulle vendite di attivi, mentre gli operatori maggiormente orientati al trading devono essere pronti ad acquistare o vendere in occasione dei flash crash.

L'aumento dei costi e la riduzione dei bilanci delle banche sono trasmessi agli investitori tramite spread più ampi e maggiore selettività

Nel decennio che ha preceduto la crisi finanziaria del 2007-2008, le nuove tecnologie, il rapido processo di deregolamentazione e l'allentamento delle politiche delle banche centrali hanno contribuito ad accrescere la propensione delle banche ad assumersi rischi, e ciò ha aumentato la loro disponibilità e capacità di pubblicare prezzi denaro e lettera per un'ampia gamma di attivi finanziari. Di conseguenza le negoziazioni sono divenute tendenzialmente più facili e meno costose per gran parte degli investitori. La crisi ha determinato un'inversione di questo processo, poiché la capacità di market making

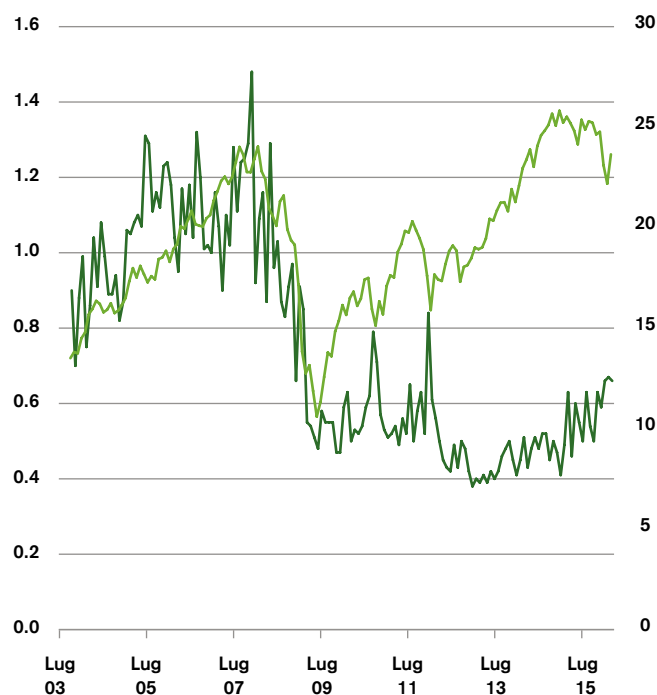
è stata ridotta dall'inasprimento dei requisiti patrimoniali, mentre le speculazioni, atte a stabilizzare i prezzi, risultano limitate dalle restrizioni sull'assunzione di rischi per conto proprio e dall'avvicinarsi dei primi rialzi dei tassi d'interesse di breve termine negli Stati Uniti.

Il grafico 1 mostra che dalla crisi finanziaria si è assistito a una divergenza tra i volumi negoziati sul New York Stock Exchange e la rapida risalita della capitalizzazione di mercato. Questo è un segnale della diminuzione della liquidità che avviene dietro le quinte, e che potrebbe diventare motivo di maggiore preoccupazione in condizioni di mercato meno favorevoli.

Le banche che acquistano e vendono strumenti finanziari a prezzi da loro definiti (market maker) devono far fronte a costi del capitale maggiori, bilanci ridotti e un orientamento più prudente nei confronti del rischio tra gli azionisti, i depositanti e gli organi di regolamentazione.

Figura 1

Divergenza tra i volumi di azioni negoziati sul New York Stock Exchange e la risalita della capitalizzazione di mercato



— Controvalore degli scambi sul NYSE (migliaia di miliardi di USD, sc. sx.)
— Capitalizzazione di mercato del NYSE (migliaia di miliardi di USD, sc. dx.)

Fonte: Bloomberg
Ultimo rilevamento: 30 ottobre 2015

Di conseguenza, hanno generalmente ampliato gli spread denaro-lettera, aumentando di fatto il prezzo praticato ai loro clienti per l'assunzione dei rischi connessi con l'attività di market making. Inoltre, tendono a considerare il valore delle operazioni caso per caso anziché fornire liquidità in modo indiscriminato. Gli studi sulla profondità di mercato (ovvero il volume di ordini di acquisto e vendita su entrambi i lati del prezzo medio attuale, tipicamente fornito dai market maker) condotti da Credit Suisse suggeriscono che la profondità dei mercati delle obbligazioni governative statunitensi ed europee, ad esempio, è notevolmente diminuita dalla conclusione del tapering della Federal Reserve a fine 2014, e in misura maggiore negli Stati Uniti che in Europa.

È inoltre difficile determinare la profondità di mercato, poiché viene rapidamente e negativamente influenzata dagli aumenti della volatilità. Ciò può aiutare anche a spiegare perché

gli indicatori generali della liquidità non sembrano aver registrato notevoli peggioramenti, sebbene si manifestino con crescente frequenza sacche di illiquidità ed estrema volatilità.

Gli attivi meno liquidi (ed anche alcuni orari del giorno) diventano ancora più illiquidi

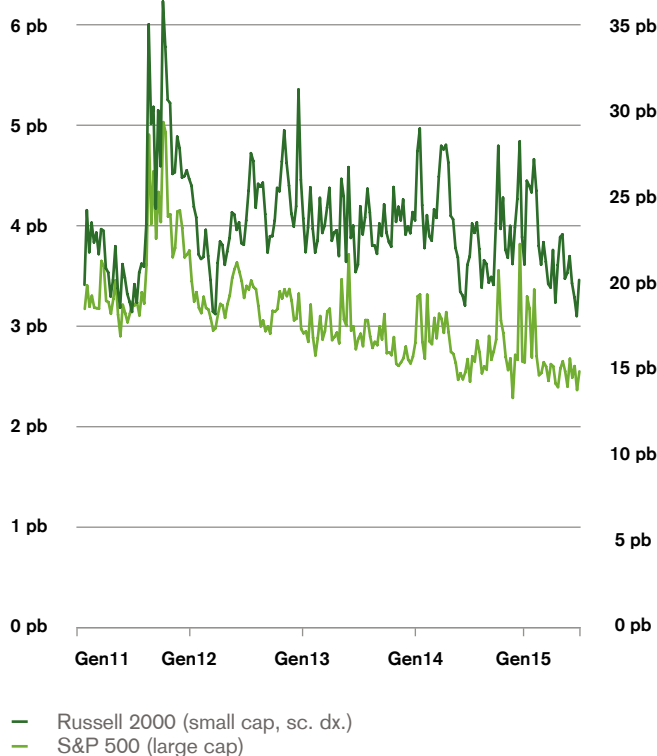
Mentre le banche hanno ampliato gli spread denaro-lettera e sono diventate più selettive nelle loro negoziazioni, si è assistito a un aumento dell'impiego di strategie automatiche di trading high-tech, che sono programmate per prediligere le situazioni liquide. Le operazioni si sono pertanto concentrate nella parte del giorno in cui la liquidità è maggiore. Più di una negoziazione su sei in titoli dell'S&P 500 ha avuto luogo nell'ultima ora di trading nel 2014, rispetto a quasi una su dieci nel 2007. Al contrario, le contrattazioni di metà pomeriggio sono caratterizzate da una crescente carenza di liquidità.

«Gli attivi tradizionali hanno cominciato a mostrare segni di illiquidità. Alcuni evidenziano un ampliamento degli spread denaro-lettera o un calo del volume massimo per singola operazione, in particolare in determinati momenti della giornata.»

Una simile concentrazione è riscontrabile in tutti i mercati, e le piazze tradizionalmente più illiquide lo stanno diventando sempre di più. I titoli statunitensi a minore capitalizzazione, che presentavano già in partenza costi di negoziazione notevolmente più alti e volumi ridotti, riflettono questa tendenza. Gli spread denaro-lettera quotati per le azioni del Russell 2000 (small cap) si sono ampliati rispetto a quelli delle azioni dell'S&P 500 (large cap) negli scorsi tre anni (cfr. grafico 2). I market maker (e gli operatori ad alta frequenza) hanno concentrato gran parte della liquidità nelle large cap, a scapito delle small cap.

Figura 2

Confronto tra gli spread denaro-lettera delle azioni large cap e small cap statunitensi



Fonte: Credit Suisse
Ultimo rilevamento: 24 luglio 2015

«Per i mercati principali, i fondi aperti hanno il vantaggio di mantenersi vicini alla valutazione, a differenza dei fondi chiusi. Tuttavia, in aree insolite, come i mercati di frontiera, i fondi chiusi presentano possibili vantaggi nelle fasi di turbolenza.»

Le dimensioni delle operazioni si sono inoltre ridotte, creando un'illusione di liquidità che svanisce quando sul mercato si prospettano operazioni di dimensioni maggiori. I block trade su azioni (negoziazioni di 10 000 o più azioni) hanno rappresentato solo il 10% circa del volume complessivo nell'ultimo decennio, mentre nei dieci anni precedenti costituivano circa un terzo dei volumi.

In breve, esiste un trend globale della liquidità nei mercati finanziari, con una concentrazione del market making negli orari e nei titoli più liquidi, e un deterioramento nelle ore e negli attivi caratterizzati da minore liquidità, e ciò produce un crescente divario di liquidità tra questi due estremi.

Uno sguardo al futuro: l'illiquidità dei mercati finanziari potrebbe peggiorare con l'avvio del ciclo di inasprimento della Fed.

Le politiche monetarie espansive delle banche centrali di tutto il mondo hanno limitato a nostro avviso il deterioramento della liquidità di mercato. Tuttavia, tali politiche estremamente accomodanti vengono ora lentamente abbandonate. Il primo passo è stata la conclusione del quantitative easing negli Stati Uniti nel 2014 e la successiva mossa sarà l'avvio del graduale rialzo dei tassi statunitensi a breve termine verso fine 2015.

Nei precedenti cicli, tra l'inizio dell'inasprimento monetario e l'aumento della volatilità dei mercati finanziari c'è stato un notevole ritardo, ma il legame tra i due è stato comunque forte (cfr. grafico 3). Con la normalizzazione delle politiche delle banche centrali, ci aspettiamo che la riduzione della liquidità e il conseguente aumento della volatilità diventino più evidenti.

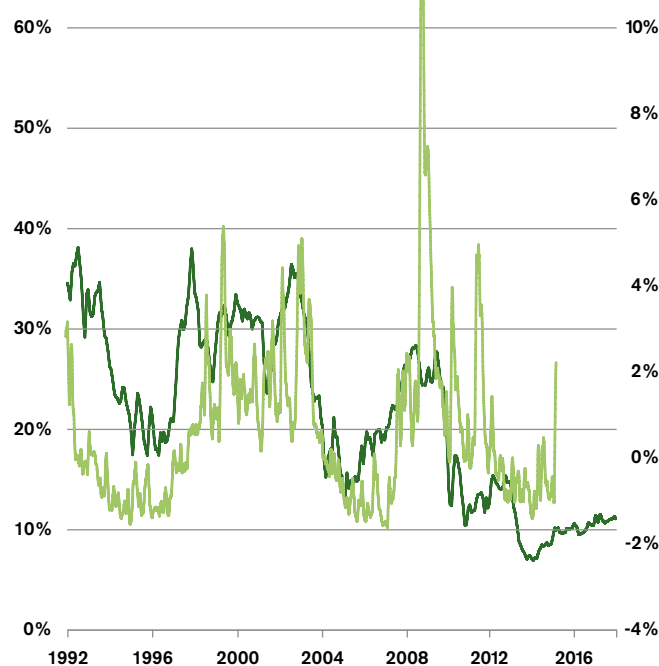
In particolare, riteniamo che uno-due anni dopo l'inizio del ciclo d'inasprimento le condizioni dei mercati delle obbligazioni corporate potrebbero peggiorare, il che non significa solo che i rendimenti aumenteranno (ovvero che i prezzi scenderanno), ma che i mercati secondari saranno più illiquidi. Come abbiamo

osservato sopra, al momento molte obbligazioni societarie sono relativamente difficili da acquistare sul mercato secondario, e relativamente facili da vendere. Questa situazione potrebbe capovolgersi quando il ciclo di rialzo dei tassi acquisterà slancio, e gli investitori potrebbero pertanto non riuscire a vendere i titoli nei loro portafogli obbligazionari.

Una variabile chiave da monitorare, a nostro avviso, sono le condizioni di liquidità negli Stati Uniti, che misuriamo con il nostro US Liquidity Indicator, come mostrato nel grafico 4. Questo indicatore fa parte della nostra serie di indicatori proprietari della liquidità che, oltre a misurare la liquidità degli scambi, considerano anche tassi, credito, attività immobiliare, prestiti bancari e offerta monetaria, fornendo una visione ad ampio raggio delle condizioni di liquidità. Secondo questo indicatore la conclusione del programma di quantitative easing della Federal Reserve ha già determinato un parziale deterioramento delle condizioni di liquidità, che ha contribuito a causare alcuni episodi di notevole turbolenza dei mercati nel 2015. Alcuni fattori potrebbero tuttavia contribuire a rendere questo

Figura 3

L'aumento dei tassi reali causa volatilità, ma con uno sfasamento temporale



— Tassi d'interesse reali USA a 2 anni (ritardo di 24 mesi, sc. dx.)
— VIX Index

Fonte: Bloomberg

Ultimo rilevamento: 2 novembre 2015

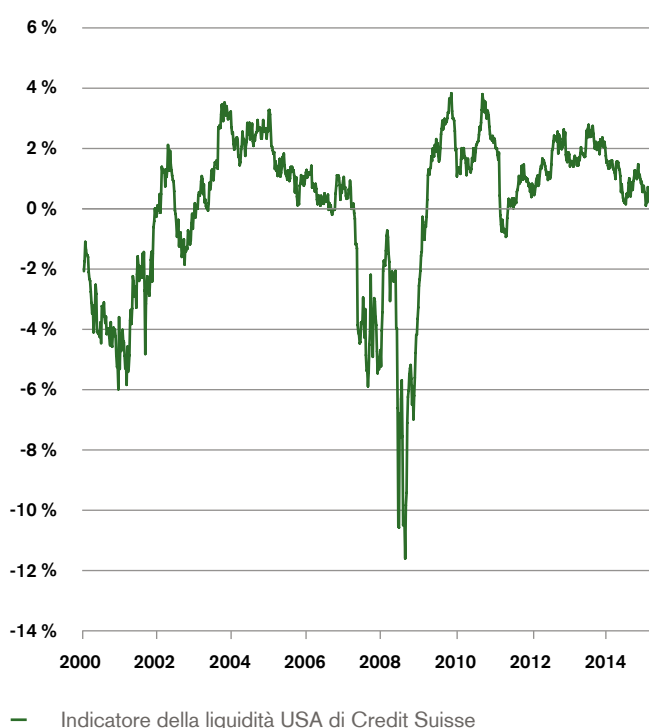
quadro un po' meno preoccupante. Con la riduzione della capacità delle banche di offrire servizi di market making, alcuni importanti investitori istituzionali stanno già iniziando ad effettuare un numero maggiore di operazioni direttamente tra di loro tramite nuove piattaforme di negoziazione, e questo trend potrebbe continuare. Ciò potrebbe indirettamente agevolare i piccoli investitori, qualora avesse l'effetto di limitare l'aumento della volatilità di mercato complessiva.

Questo trend verso una maggiore illiquidità degli scambi ha una rilevanza pratica per le decisioni d'investimento:

- Gli investitori dovrebbero analizzare le loro previste esigenze di cassa future e programmare di soddisfarle per quanto possibile tramite dividendi, cedole e rimborsi, facendo minore affidamento sulle vendite nel mercato secondario, in particolare nell'area delle obbligazioni corporate, dove potrebbero diventare difficili con l'evolvere del ciclo di inasprimento della Fed.

Figura 4

Indicatore della liquidità di Credit Suisse



Fonte: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse
Ultimo rilevamento: 4 novembre 2015

- Una costruzione di portafoglio strategica dovrebbe tener conto sia dell'illiquidità sia della volatilità nella valutazione della desiderabilità o meno di un attivo in un portafoglio. Data la loro relativa illiquidità, le azioni dei mercati emergenti, le emissioni high yield e i titoli convertibili sono ad esempio presenti in misura minore nei nostri mandati discrezionali rispetto ad altri strumenti che offrono un profilo di rischio-rendimento simile.

- I fondi aperti possono in genere essere venduti al valore del patrimonio netto sottostante (o quasi) in ogni contesto di mercato tranne che nelle condizioni più estreme, e ciò li rende potenzialmente più interessanti per effettuare investimenti nei mercati principali rispetto ai fondi chiusi, che nelle fasi di turbolenza possono essere negoziati a prezzi largamente inferiori al valore del patrimonio netto. Tuttavia, per quanto riguarda gli investimenti in altri mercati principali (ad es. nei mercati di frontiera), i fondi aperti potrebbero dover vendere gli attivi più liquidi e di qualità superiore del portafoglio durante fasi ribassiste per poter far fronte alle richieste di rimborso anticipato, e pertanto ai rimanenti investitori resterebbero gli attivi di minore qualità, cosa che non succede con i fondi chiusi.

- Strumenti tradizionalmente considerati illiquidi come i prodotti di private equity ed alcuni investimenti associati al settore immobiliare possono svolgere un ruolo importante in un portafoglio diversificato, se compensano il rischio con un rendimento atteso sufficiente. Tuttavia, potrebbero scambiare a quotazioni estremamente scontate o diventare invendibili per un certo periodo nelle fasi di turbolenza, cosa di cui gli investitori dovrebbero tenere conto quando valutano le proprie esigenze di cassa complessive.

- Gli investitori devono essere pronti a far fronte a un aumento della volatilità, con forti oscillazioni dei prezzi anche per gli attivi tradizionalmente liquidi. Ribassi estremi che creano valore possono costituire eccellenti punti d'ingresso, e per cogliere questa opportunità è importante avere sufficienti disponibilità liquide, di cui ci si può dotare tramite vendite di attivi durante le fasi di forti aumenti delle quotazioni dettati dall'euforia. Ingenti cali (o rialzi) dei prezzi non costituiscono sempre un punto di ingresso (o uscita), ed è pertanto necessario disporre anche di un chiaro quadro di riferimento per la valutazione del valore, come il modello di asset allocation tattica usato dai nostri mandati discrezionali. La risultante strategia viene anche pubblicata puntualmente e con frequenza regolare nella relazione del nostro Investment Committee.





Opportunità inesplorate

Come individuare le «perle d'investimento nascoste»

Michael O'Sullivan
CIO UK and EEMEA

Un modo per cercare di migliorare la performance d'investimento è quello di identificare le «perle nascoste», ovvero i trend potenzialmente influenti e durevoli non ancora rispecchiati nei prezzi di mercato. Nel presente documento descriviamo tre di questi trend: la maggiore redditività delle società con diversità di genere in seno ai consigli di amministrazione e tra gli alti dirigenti, la sovraperformance di alcune imprese di famiglia e il modo in cui i mercati dei capitali delle piccole economie possono in alcuni casi conseguire risultati superiori al loro apparente potenziale nel lungo termine.

Illustriamo inoltre un quarto trend che sta solo iniziando a delinearsi, ma che potrebbe rivelarsi di considerevole importanza, ovvero l'impatto sui consumatori e sulle società di rivendita di prodotti alimentari del crescente consenso tra i nutrizionisti che i grassi potrebbero non avere gli effetti negativi che gli venivano attribuiti in passato.

Su tutti questi temi i nostri esperti del Credit Suisse Research Institute (CSRI) hanno condotto dettagliate ricerche, attingendo sia alla nostra vasta rete di ricerca interna sia ai lavori di altri specialisti. Abbiamo sviluppato ampi dataset proprietari come il CS Gender 3000, che contiene dati esclusivi sulla diversità di genere nella maggior parte delle più importanti aziende del mondo. Disponiamo inoltre di elenchi di titoli e, in certi casi, prodotti d'investimento, che possono essere utilizzati per investire in alcuni di questi temi.

Diversità di genere in ambito societario e miglioramento della performance finanziaria

L'impatto della diversità di genere sulla performance aziendale è un argomento che sta acquisendo crescente rilievo. Non è però ancora diventato un tema di fondo completamente riconosciuto, a indicazione che il mercato potrebbe non riflettere adeguatamente il suo impatto, e questo potrebbe creare un'opportunità d'investimento. Nel corso del 2015, il CSRI ha aggiornato il suo precedente «Gender Diversity and Corporate Performance Report», includendo per la prima volta non solo i dati relativi ai consigli di amministrazione ma anche ai vertici aziendali. Il rapporto identifica in base al genere oltre 28000 alti dirigenti di oltre 3000 importanti aziende attivamente seguite dagli analisti di Credit Suisse in tutto il mondo – il CS Gender 3000.

Lo studio mostra che sebbene la proporzione di donne tra gli alti dirigenti sia in molti casi simile a quella dei consigli di amministrazione, i loro ruoli tendono a concentrarsi in prevalenza in aree di minore influenza o che presentano minori opportunità di avanzamento alle posizioni più alte nella gerarchia aziendale. La presenza femminile risulta inoltre maggiore nelle società della «new economy» e di servizi («lavoro non manuale») che in gran parte delle imprese manifatturiere ed edili, sebbene la distribuzione a livello settoriale sia meno rilevante di fattori geografici e culturali.

Dal punto di vista degli investitori, la nuova relazione conferma gran parte degli importanti rilevamenti della prima versione. In particolare, la maggiore diversità nei consigli di amministrazione e nei vertici è empiricamente associata a una maggiore redditività del capitale proprio, che risulta a sua volta legata a una performance azionaria più brillante, con utili superiori ma anche valutazioni migliori. Sebbene si tratti di correlazioni e non di rapporti di causalità dimostrati, questi risultati sono senz'altro impressionanti e suggeriscono che le strategie d'investimento basate su informazioni di pubblico dominio sulla diversità di genere sono potenzialmente in grado di sovraperformare nell'arco di un dato periodo di tempo – una conclusione chiave per gli investitori.

«L'impatto della diversità di genere sulla performance aziendale sta acquisendo crescente rilievo, ma non è ancora divenuto un tema di fondo in grado di creare un'opportunità d'investimento.»

Inoltre, dall'analisi dei nuovi dati relativi ai management emergono nuove informazioni. Non vi sono indicazioni che le società guidate da donne generino rendimenti azionari minori a causa di un approccio più cauto in termini di leva finanziaria. Inoltre, i dividendi distribuiti tendono a essere più alti. I CEO donne sembrano tuttavia essere più prudenti degli uomini in un modo diverso e potenzialmente positivo. Quando prendono il timone sono infatti meno propense a effettuare acquisizioni, laddove altri studi hanno mostrato che le acquisizioni sono spesso associate a effetti sfavorevoli sul valore per gli azionisti.

A livello macro, rileviamo che la diversità nei consigli di amministrazione è aumentata in quasi tutti i paesi e settori, salendo nel nostro campione globale dal 9,6% del 2010 al 12,7 % di fine 2013. La presenza femminile nei vertici aziendali (CEO e dirigenti che fanno capo al CEO) era pari al 12,9 % a fine 2013, ma come abbiamo osservato in precedenza, vi sono notevoli variazioni a livello settoriale e di paese. È interessante notare come nelle nazioni che hanno istituito quote minime formali di rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione, ciò non abbia avuto alcun effetto, almeno sino ad ora, sulla presenza di donne nei vertici aziendali.

In un'ottica di investimento, è possibile costruire strategie basate su una selezione di società che presentano, in base alle nostre analisi, una rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione e/o vertici aziendali superiore alla media. Sugeriremmo di scremare ulteriormente l'elenco limitandolo alle aziende che presentano anche buoni parametri operativi e valutativi nella nostra HOLT* scorecard. Gli investitori potrebbero implementare una tale strategia tramite l'acquisto diretto di queste azioni o, laddove disponibile, l'acquisto di un prodotto d'investimento adatto.

Imprese di famiglia – Stabilità e potenziale di sovraperformance a lungo termine

Sebbene alcune aziende di famiglia siano società a capitale privato, ve ne sono molte quotate in borsa in cui un'unica famiglia detiene una partecipazione consistente. Credit Suisse è molto focalizzata sulle imprese di famiglia, su cui pubblica

regolari ricerche dal 2007 – la più recente è il «Family Business Model Report» del CSRI, pubblicato nel 2015. Le nostre analisi mostrano che queste aziende prestano particolare attenzione ai rendimenti di medio-lungo termine. Su base storica ciò ha tendenzialmente prodotto risultati positivi, e se tale trend proseguisse gli investitori avrebbero la possibilità di trarne beneficio.

Tra i motivi per cui riteniamo che le imprese di famiglia si distinguano e abbiano un profilo di rendimento diverso da quello del più ampio universo societario abbiamo riscontrato la volontà di mantenere il controllo, che si traduce in una gestione e in strategie più caute ed efficienti, e l'enfasi sui prodotti a valore aggiunto e sullo sviluppo dei marchi. Inoltre, vi sono a nostro avviso indicazioni che le aziende di famiglia tendono a concentrarsi maggiormente sulle attività strategiche e ciò significa che sono meno propense a effettuare acquisizioni e che la loro crescita è organica. L'intensità degli investimenti, sia a livello di ricerca e sviluppo (R&S) che di spesa in conto capitale in senso più ampio, è minore rispetto alle altre società, ma tende a pesare meno sulla redditività del capitale proprio (RoE) di breve termine, il che indica che investimenti e R&S sono più efficienti.

Per agevolare la nostra valutazione dello stato di salute delle aziende di famiglia, abbiamo costruito il CS Global Family 900, un dettagliato database finanziario di 900 aziende di famiglia in tutto il mondo. Questo gruppo di imprese ha sopravanzato

l'indice MSCI All Countries World del 4,5% in termini di tasso di crescita annuo composto (CAGR) dal 2006. Nel lungo periodo le aziende di famiglia incluse nel CS Global Family 900 hanno generato profitti economici doppi (guadagni al netto del costo opportunità dell'utilizzo di asset o capitale) rispetto ai benchmark.

In generale, le imprese a proprietà familiare presentano un business model con RoE più basso nei mercati più avanzati di Stati Uniti ed Europa e più alto in Asia e nella regione EMEA. Un RoE più basso indica che tali aziende adottano strategie più conservative e definiscono priorità su più ampia base che vanno oltre i soli rendimenti finanziari. Allo stesso modo, la leva finanziaria è più bassa per le imprese di famiglia statunitensi ed europee, in linea con la precedente ricerca.

Infine, il nostro dataset mostra che la crescita di queste aziende è organica. Dal 1990, le attività di M&A hanno rappresentato appena il 2,1 % delle vendite rispetto al 5,8 % delle società non familiari. Abbiamo inoltre riscontrato che le imprese di famiglia effettuano acquisizioni migliori e a prezzi più convenienti, che generano una crescita e una redditività maggiore nei tre anni successivi al rilevamento.

Gli investitori hanno quindi la possibilità di creare una strategia che si prefigge di beneficiare di questo potenziale di performance identificando piccoli portafogli di società con significative partecipazioni familiari, nonché buoni parametri nella nostra

Figura 1

Percentuale di donne nei consigli di amministrazione per settore				
	2010	2011	2012	2013
Beni di consumo voluttuari	10.6 %	11.3 %	12.4 %	13.4 %
Beni di consumo primari	13.3 %	14.2 %	14.9 %	16.3 %
Energia	6.7 %	7.7 %	8.3 %	9.4 %
Finanziari	11.3 %	12.0 %	13.0 %	14.8 %
Sanità	11.7 %	12.4 %	12.9 %	14.1 %
Industriali	7.8 %	8.7 %	9.9 %	11.0 %
Materiali	6.8 %	7.7 %	8.6 %	10.0 %
Tecnologia	8.1 %	8.4 %	9.0 %	10.9 %
Telecomunicazioni	11.1 %	11.0 %	12.4 %	14.2 %
Utility	10.6 %	11.0 %	12.0 %	14.4 %
Totale	9.6 %	10.3 %	11.3 %	12.7 %

Fonte: Credit Suisse Research

Figura 2

Percentuale di donne nei consigli di amministrazione per regione 2013					
	0	<10 %	10-20 %	20-30 %	>30 %
Nord America	24.7	11.0	39.6	18.6	6.0
Europa	10.3	6.3	31.4	32.8	19.2
EMEA	39.6	10.4	29.2	15.1	5.7
America Latina	56.0	13.1	19.0	10.7	1.2
Asia sviluppata	54.0	11.1	24.3	8.7	1.9
Asia emergente	49.5	17.2	23.3	6.7	3.3
Totale	33.7	11.1	31.4	16.9	6.9

Fonte: Credit Suisse Research

HOLT* scorecard. Come con il tema della diversità di genere, gli investitori potrebbero implementare questa strategia tramite l'acquisto diretto di tali azioni o, laddove disponibile, l'acquisto di un prodotto d'investimento adatto.

Il successo dei paesi di piccole dimensioni e dei loro mercati

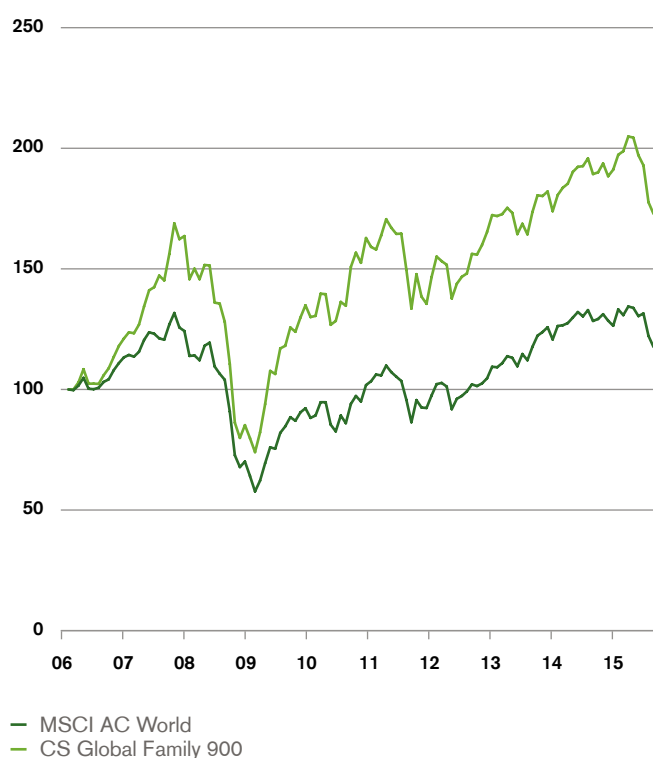
Il successo di lungo periodo di alcune piccole nazioni sviluppate come Singapore e Svizzera è noto a tutti, ma la relazione tra le dimensioni dei paesi e l'andamento dei mercati azionari e obbligazionari non è stata studiata in modo così esauriente, anche se vi sono estesi raffronti tra le performance delle società di piccole e grandi dimensioni all'interno dei mercati azionari nazionali. La nostra recente ricerca si è posta come obiettivo di colmare questa lacuna per vedere se quest'area oggetto di scarsi approfondimenti offrisse una potenziale

opportunità d'investimento. Abbiamo esaminato il legame tra l'andamento macroeconomico dei paesi di piccole dimensioni e la performance dei loro mercati dei capitali e abbiamo riscontrato che nel lungo termine le piazze azionarie delle nazioni sviluppate più piccole hanno sovraperformato quelle dei grandi paesi. Lo stesso è vero, anche se con differenze meno nette, per i mercati obbligazionari.

Naturalmente, come mostrano gli eventi in Grecia, essere un paese piccolo non è di per sé garanzia di successo. Gli ingredienti per una performance economica solida e sostenuta sono stati analizzati nella relazione del CSRI «The Success of Small Countries and Markets» pubblicata nel 2014, nell'ambito della quale è stato sviluppato l'indice CS Country Strength per identificare i fattori chiave. Sei dei principali dieci paesi dell'indice erano di piccole dimensioni, e uno dei

Figura 3

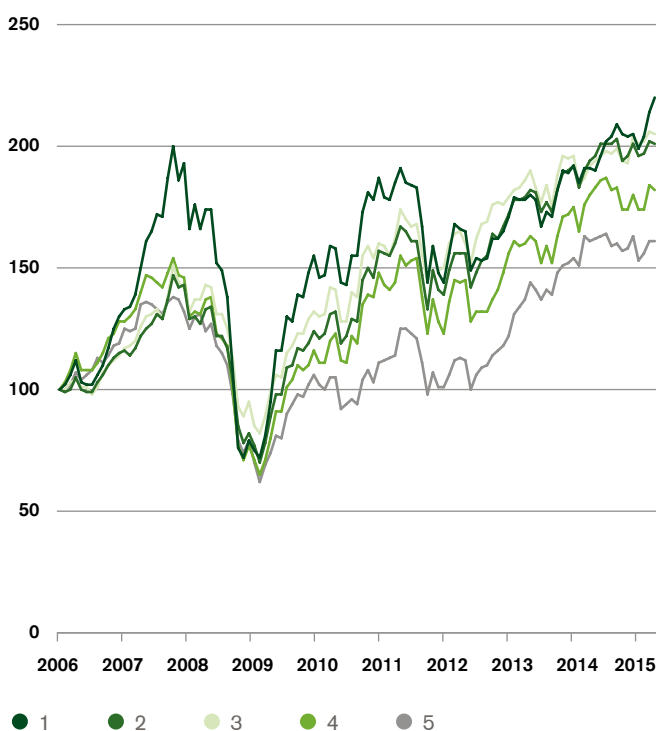
Universo CS Global Family 900 vs. MSCI ACWI



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research
Ultimo rilevamento: 10 novembre 2015

Figura 4

Rendimenti dei corsi azionari per generazione



Fonte: Credit Suisse HOLT
Ultimo rilevamento: 10 novembre 2015

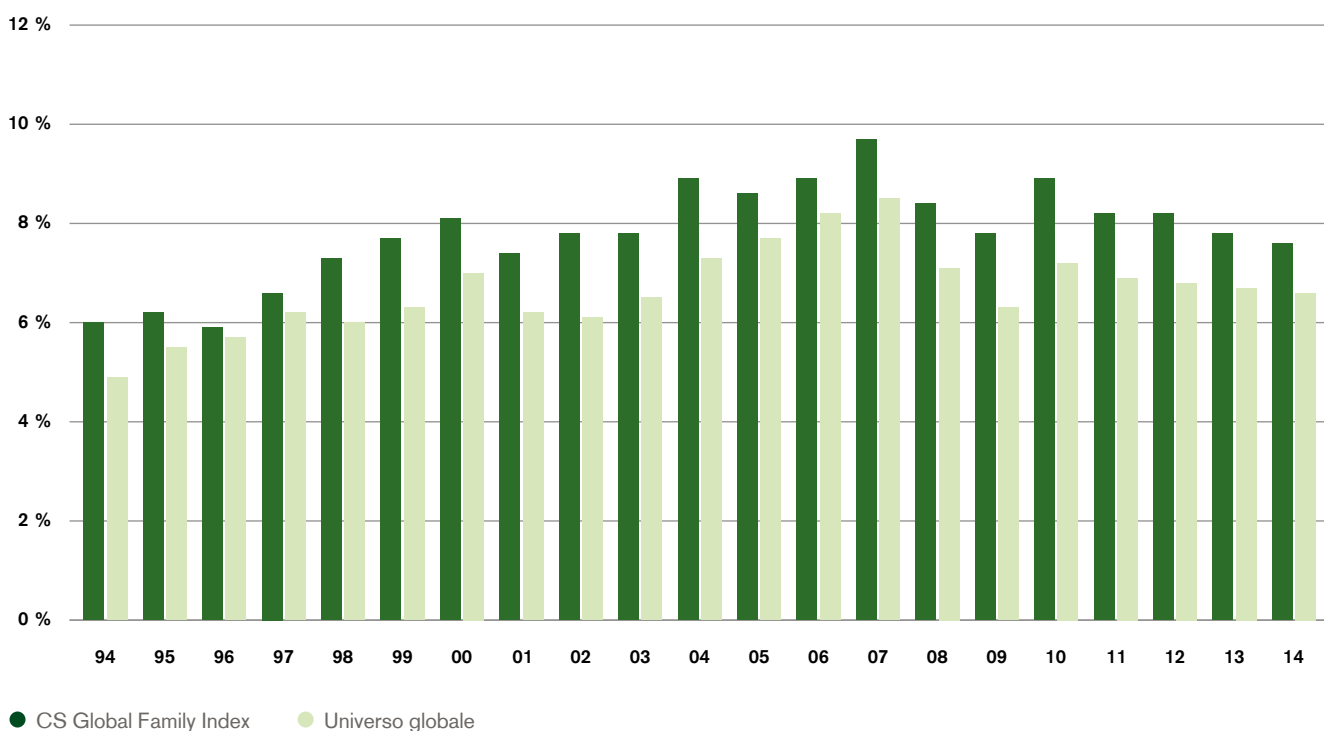
fattori chiave è risultato essere quello delle «infrastrutture intangibili», come istruzione, tecnologia e sanità, che oltre a essere stati motori di crescita in se stessi hanno costituito la base del successo futuro. L'indice può essere utilizzato per aiutare gli investitori a selezionare i paesi, anche se bisogna osservare che il successo di lungo periodo non garantisce immunità da forze economiche avverse nel breve termine, che anzi possono influire sulle nazioni di piccole dimensioni in misura maggiore o più rapidamente che sui paesi più grandi. La Svizzera e la Danimarca, ad esempio, sono state costrette ad adottare tassi d'interesse negativi nel 2015, in parte a causa degli eccessivi afflussi di capitali attratti dal loro successo. La Nuova Zelanda e la Norvegia stanno risentendo degli effetti collaterali del rallentamento della crescita in Cina, in Irlanda e Portogallo sono evidenti i costi sociali dell'austerità e i paesi scandinavi hanno difficoltà a controllare le ripercussioni della deflazione importata. Nel complesso, i paesi di piccole dimensioni possono fungere da importanti indicatori, in quanto molti squilibri mondiali si rendono per la prima volta manifesti proprio in tali paesi.

Per permettere agli investitori di accedere a questo tema, abbiamo costruito un paniere di 20 titoli che illustrano lo sviluppo delle economie avanzate di piccole dimensioni. Ryanair e Novartis sono tra le società che hanno ottenuto un buon punteggio nel nostro modello di valutazione HOLT, vantano un giudizio positivo da parte degli analisti e sono ben posizionate in base ad altri parametri finanziari.

* CFROI®, HOLT, HOLTfolio, HOLTSelect, ValueSearch, AggreGator, Signal Flag e «Powered by HOLT» sono marchi o marchi di servizio o marchi registrati o marchi di servizio registrati di Credit Suisse AG o delle sue affiliate negli Stati Uniti e in altri paesi. HOLT è un servizio di consulenza di valutazione e di performance aziendale di Credit Suisse.

Figura 5

Rendimento dei flussi di cassa sul capitale investito dell'universo CS Global Family 900 rispetto all'MSCI ACWI



Fonte: Credit Suisse HOLT
Ultimo rilevamento: 4 novembre 2015

Grasso – Il nuovo paradigma della salute

Il quarto e ultimo tema che vogliamo illustrare sta cominciando solo ora a emergere e le sue implicazioni per gli investimenti non sono ancora del tutto chiare. Tuttavia, il suo impatto potenziale è notevole, pertanto lo presentiamo qui a beneficio degli investitori che lo vogliono seguire fin da ora, in una fase ancora relativamente iniziale, per poi agire quando la strategia d'investimento appropriata si delinea con maggiore precisione.

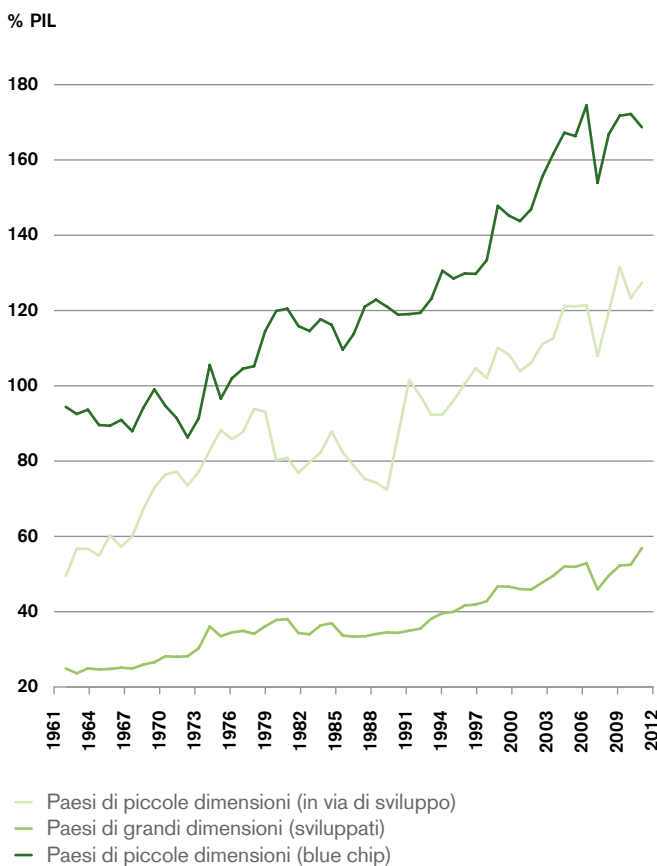
Il grasso è uno dei tre macronutrienti di ogni dieta – gli altri due sono proteine e carboidrati. Nel corso degli ultimi 50 anni, in base a un'opinione diffusa e condivisa, si è generalmente raccomandato di moderare il consumo di grasso, ridurre l'assunzione di grassi saturi (burro, lardo, latte, carne rossa, olio di cocco, ecc.) e colesterolo (uova), aumentando invece il consumo di grassi polinsaturi (oli di soia, girasole, mais, cotone) e carboidrati (pasta, pane, zucchero, ecc.).

Negli ultimi 10-15 anni queste raccomandazioni sono state oggetto di grande dibattito. Secondo alcuni, i risultati di queste raccomandazioni dietetiche sono più che mai evidenti negli Stati Uniti, dove il 35% della popolazione è oggi obesa e una percentuale simile soffre di sindrome metabolica. Altri sono in favore del mantenimento degli attuali «principi generalmente accettati» che prevedono l'assunzione di un massimo di grassi saturi pari al 10% dell'apporto energetico giornaliero e nessun limite all'assunzione di grassi monoinsaturi (olio d'oliva, olio di canola, olio di palma, noci), grassi polinsaturi e carboidrati.

Nel nostro recente rapporto CSRI intitolato «Fat – the New Health Paradigm», analizziamo a fondo l'ecosistema del «grasso», prendendo in esame i cinque più importanti tipi di grasso, i principali cibi ricchi di grassi e chi li produce, la ricerca medica sul grasso e la percezione di medici, consumatori e funzionari sanitari.

Figura 6

Le economie sviluppate di piccole dimensioni sono più aperte di quelle più grandi



Fonte: Banca mondiale, Credit Suisse

Tabella 1

I paesi di piccole dimensioni dominano le graduatorie CS Globalisation

Paese	Dimensione	Punteggio
Lussemburgo	P	0.97
Svizzera	P	0.89
Hong Kong	P	0.87
Irlanda	P	0.84
Belgio	M	0.82
Ungheria	P	0.81
Islanda	P	0.81
Paesi Bassi	M	0.80
Malta	P	0.80

Le nostre indagini di mercato mostrano che la percezione di consumatori e medici è in linea con le raccomandazioni nutrizionali ufficiali. Tuttavia, il consumo globale di burro è aumentato a un tasso del 2-4 % annuo e il consumo di latte intero negli Stati Uniti nella prima metà del 2015 è cresciuto dell'11 %, mentre quello del latte scremato è calato del 14 %. Negli ultimi 12 mesi, il consumo di uova negli Stati Uniti è aumentato del 2 % e quello di uova biologiche del 21 %.

Riteniamo che si sia raggiunto un punto di rottura. Le nostre analisi avvalorano questi nuovi trend, mentre le recenti ricerche mediche hanno mostrato che il consumo di cibi ricchi di colesterolo non ha sostanzialmente effetti sul livello di colesterolo nel sangue e pertanto sulle potenziali malattie cardiache. Inoltre, il legame tra assunzione di grassi saturi e rischio cardiovascolare non è mai stato provato. In altre parole, mangiare grassi saturi non ha implicazioni negative sulle patologie cardiache. D'altra parte, ai livelli di consumo attuali

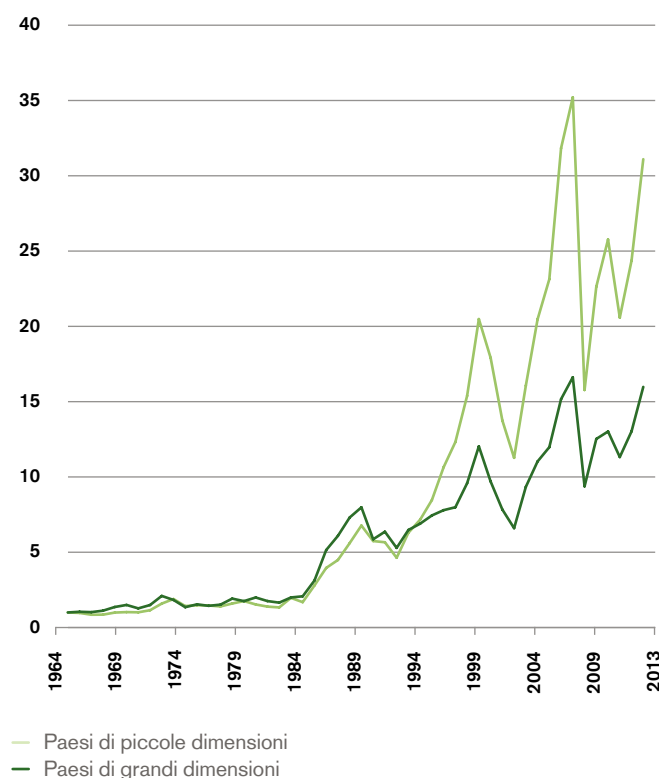
nei paesi sviluppati, è improbabile che i grassi polinsaturi omega-6 (oli vegetali) apportino benefici nella misura percepita dalle persone.

La conclusione che trae il rapporto è che i grassi naturali fanno bene e sono fondamentali nell'evoluzione di una società che vuole crescere individui sani, ma non nella cura delle persone malate. Il grasso è una delle migliori fonti di energia che possiamo immagazzinare e usare: i grassi saturi e monoinsaturi sono una buona fonte di energia e gli acidi grassi omega-3 hanno proprietà preventive eccezionali per il cuore e il cervello. Prevediamo quindi che le aziende che si adegueranno più rapidamente a questo nuovo emergente consenso conseguiranno una sovraperformance, mentre quelle che non si terranno al passo finiranno per sottoperformare, e nel corso del tempo ci aspettiamo che da questo trend emerga un tema d'investimento più chiaro.

Figura 7

Nel lungo periodo (rendimenti complessivi), i paesi di piccole dimensioni sembrano aver sovraperformato

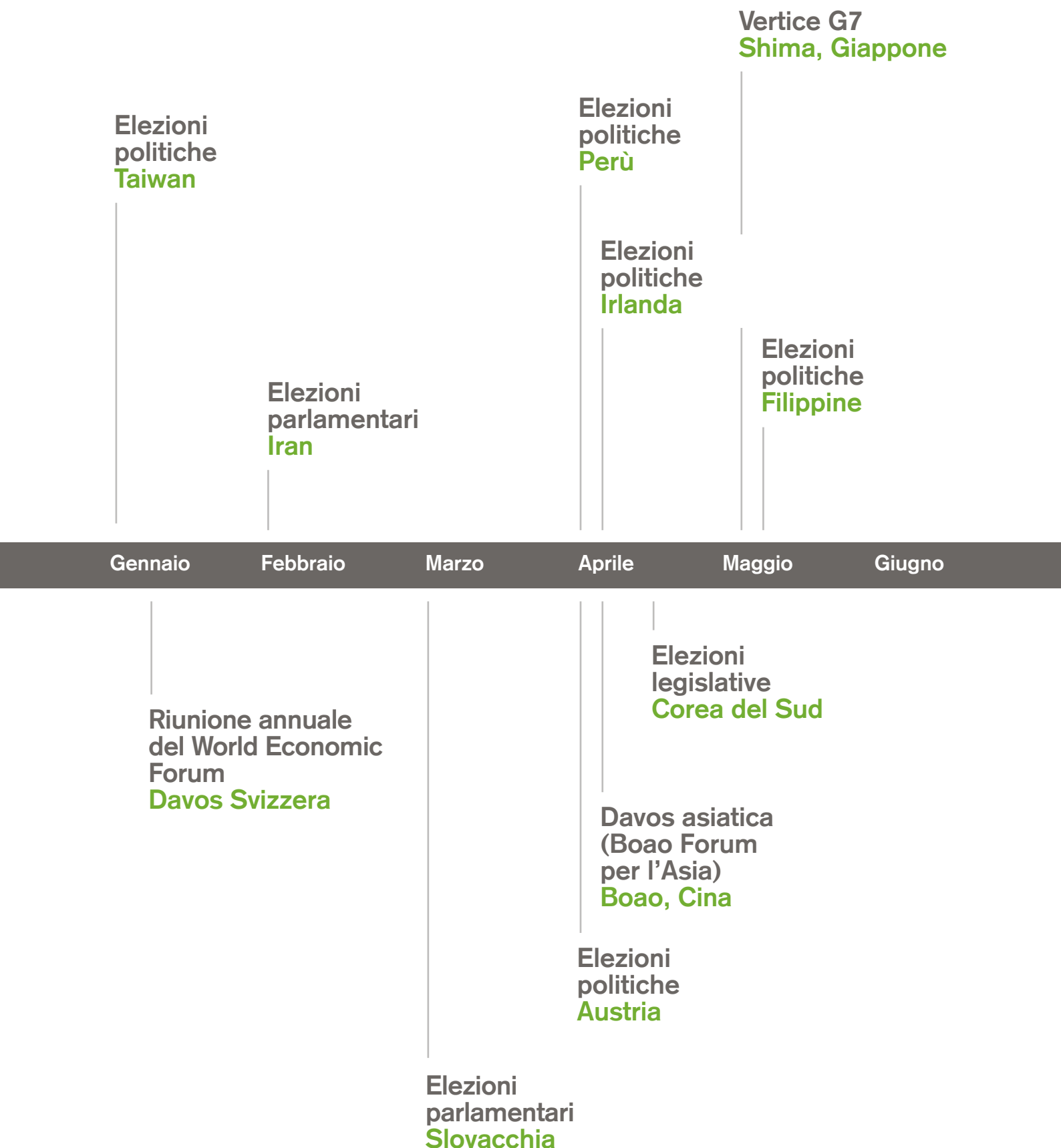
Indicizzato, 1964=1



Fonte: DMS database, Credit Suisse/IDC

Principali eventi globali 2016

(soggetto a variazioni)





Avvertenze sui rischi

Il presente rapporto può comprendere informazioni su investimenti che comportano rischi particolari. Prima di prendere qualunque decisione d'investimento sulla base del presente rapporto o per eventuali spiegazioni necessarie in merito al suo contenuto, vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario indipendente. Maggiori informazioni sono inoltre reperibili nell'opuscolo informativo "Rischi particolari nel commercio di valori mobiliari" che può essere richiesto alla Associazione Svizzera dei Banchieri all'indirizzo http://www.swissbanking.org/en/home/publikationen-link/shop_popup.htm?ID=11308

Per una discussione dei rischi correlati agli investimenti nei titoli citati nel presente rapporto, fate riferimento al seguente link Internet:
<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Il prezzo, il valore e gli utili conseguiti con i titoli o gli strumenti finanziari menzionati all'interno del presente rapporto possono registrare oscillazioni al rialzo o al ribasso. Il valore dei titoli e degli strumenti finanziari può essere influenzato da variazioni dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio a pronti e forward, indicatori economici, posizione finanziaria dell'emittente o dell'emittente di riferimento, ecc. che potrebbero incidere positivamente o negativamente sul prezzo o sugli utili correlati a tali titoli o strumenti finanziari. Con l'acquisto di titoli o strumenti finanziari gli investitori potrebbero subire una perdita o una perdita superiore al capitale investito in seguito a fluttuazioni dei corsi di borsa o di altri indici finanziari, ecc. Gli investitori in titoli come le ADR, il cui valore è influenzato dalla volatilità valutaria, si assumono a tutti gli effetti questo rischio. **La performance passata non costituisce un'indicazione della performance futura. La performance può risentire di commissioni, spese o altri oneri nonché delle fluttuazioni dei tassi di cambio.**

Le commissioni d'intermediazione sulle transazioni corrisponderanno alle tariffe commissionali pattuite tra il Credit Suisse e l'investitore. Per le operazioni condotte su base principal to principal tra il Credit Suisse e l'investitore, il prezzo di acquisto o di vendita costituirà il corrispettivo totale (total consideration). Le transazioni condotte su base principal to principal, comprese le operazioni su derivati over-the-counter, saranno riportate a un prezzo di acquisto/denaro o di vendita/lettera per il quale può esistere una differenza o spread. Le commissioni relative alle transazioni saranno concordate prima della negoziazione come previsto dalle leggi e dai regolamenti applicabili. Prima dell'acquisto, leggere attentamente la documentazione pre-negoziazione, ecc. fornita per una spiegazione dei rischi e delle commissioni, ecc. relativamente ai titoli o agli strumenti finanziari in questione.

Alcuni investimenti menzionati in questo rapporto presentano un livello elevato di volatilità. Gli investimenti caratterizzati da una volatilità elevata possono registrare delle flessioni improvvise e consistenti del rispettivo valore, che determinano delle perdite al momento dell'effettuazione dell'investimento in questione. Tali perdite potrebbero corrispondere al vostro investimento originario. Di fatto, per alcuni investimenti le perdite potenziali potrebbero essere superiori all'importo dell'investimento originario, e in circostanze di questo tipo dovrete pagare più denaro per far fronte a queste perdite. Le rendite degli investimenti potrebbero essere soggette a delle fluttuazioni e, di conseguenza, il capitale iniziale versato per l'effettuazione dell'investimento potrebbe essere impiegato nell'ambito di tale rendita. Alcuni investimenti potrebbero non essere di facile realizzazione e potrebbe essere difficoltoso vendere o realizzare gli investimenti in questione. Analogamente, potrebbe essere difficile per voi ottenere delle informazioni attendibili relative al valore o ai rischi a cui è esposto tale investimento. In caso di eventuali domande, è possibile contattare il proprio Relationship Manager.

Mercati emergenti

Laddove il presente rapporto abbia a oggetto i mercati emergenti, dovete ricordare che gli investimenti e le operazioni in vari tipi di investimenti di, ovvero correlati o legati a, emittenti e debitori costituiti, aventi sede o principalmente operanti nei paesi dei mercati emergenti, comportano incertezze e rischi. Gli investimenti correlati ai paesi dei mercati emergenti possono essere considerati speculativi e i loro prezzi sono molto più volatili rispetto a quelli degli investimenti nei paesi più sviluppati. Gli investimenti nei mercati emergenti dovrebbero essere operati unicamente da investitori sofisticati o professionisti esperti che possiedono una conoscenza specialistica in materia, sono in grado di considerare e ponderare i vari rischi comportati dagli investimenti in questione e dispongono delle risorse finanziarie necessarie per sostenere i consistenti rischi di perdita dei capitali impegnati in tali investimenti. È vostra responsabilità gestire i rischi derivanti dagli investimenti nei mercati emergenti e dall'allocation degli asset in portafoglio. Per quanto attiene ai vari rischi e fattori da valutare nel caso di investimenti nei mercati emergenti, dovete rivolgervi ai vostri consulenti.

Investimenti alternativi

Gli hedge fund non sono soggetti alle numerose normative di tutela degli investitori che si applicano agli investimenti collettivi autorizzati regolamentati e i gestori di hedge fund sono sostanzialmente non sottoposti ad alcuna regolamentazione. Gli hedge fund non sono vincolati da una particolare disciplina d'investimento o strategia di negoziazione e mirano a trarre profitto da ogni genere di mercato facendo ricorso a leva finanziaria, strumenti derivati e complesse strategie d'investimento speculative che possono aumentare il rischio di perdita degli investimenti. Le operazioni in materie prime comportano un grado elevato di rischio e potrebbero non essere adatte a molti investitori privati. L'entità della perdita dovuta alle oscillazioni dei mercati può essere notevole ed è anche possibile registrare una perdita totale. Gli investitori in immobili sono esposti a rischi di liquidità, di cambio e altro genere, come per esempio rischio ciclico, di locazione nonché ai rischi dei mercati locali, quali il rischio ambientale e variazioni a livello di contesto legale.

Rischio di tasso d'interesse e di credito

Il mantenimento del valore di un'obbligazione dipende dalla solvibilità dell'Emittente e/o del Garante (ove applicabile), che può variare nel corso del periodo di validità dell'obbligazione. In caso di insolvenza dell'Emittente e/o Garante dell'obbligazione, l'obbligazione o il reddito che ne deriva non sono garantiti ed è possibile che non recuperiate l'importo originariamente investito o addirittura riceviate un importo inferiore.

Disclaimer globale / Informazioni importanti

Il presente rapporto non è destinato né finalizzato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di alcuna persona fisica o giuridica avente cittadinanza, residente o ubicata in una località, stato, paese ovvero in un'altra giurisdizione in cui la distribuzione, la pubblicazione, la disponibilità o l'impiego siffatti fossero contrari alla legislazione o alle normative vigenti, o a seguito dei quali il Credit Suisse dovesse ottemperare a qualsivoglia obbligo di registrazione o licenza in tale giurisdizione.

Il termine «Credit Suisse» è il brand per il marketing globale impiegato dai servizi di investment banking, asset management e private banking offerti dalle filiali e affiliate di Credit Suisse Group in tutto il mondo. Ogni ente giuridico nell'ambito di Credit Suisse Group è soggetto a requisiti normativi distinti e determinati prodotti e servizi potrebbero non essere disponibili in tutte le giurisdizioni o per tutti i tipi di clienti. Non si ha alcuna intenzione di offrire prodotti e servizi in paesi o giurisdizioni in cui tale offerta violerebbe la legge vigente.

I riferimenti al Credit Suisse che compaiono nel presente rapporto includono Credit Suisse AG, la banca svizzera e relative affiliate e collegate. Per maggiori informazioni sulla nostra struttura, si prega di usare il seguente link:
<http://www.credit-suisse.com>

ESCLUSIONE DI DISTRIBUZIONE, SOLLECITAZIONE O CONSULENZA: Il presente rapporto è fornito a puro titolo informativo e illustrativo ed è destinato a un impiego strettamente personale. Non costituisce una sollecitazione, un'offerta o una raccomandazione di acquisto o vendita di alcun titolo o altro strumento finanziario. Qualsiasi informazione che includa fatti, opinioni o citazioni può essere sintetizzata o riassunta ed è espressa alla data di redazione. Le informazioni contenute nel presente rapporto sono state fornite solamente a titolo di commento di mercato generale e non costituiscono una forma di consulenza finanziaria regolamentata, né un servizio legale, fiscale o un altro servizio regolamentato. Non tengono conto degli obiettivi, della situazione o delle necessità finanziarie di alcun soggetto, che devono essere necessariamente considerati prima di effettuare una decisione d'investimento. Prima di prendere qualunque decisione d'investimento sulla base del presente rapporto, per eventuali spiegazioni necessarie in merito al suo contenuto vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario indipendente. Il presente rapporto intende puramente fornire informazioni e giudizi del Credit Suisse alla data di redazione, indipendentemente dalla data alla quale ricevete o accedete alle informazioni. Le osservazioni e giudizi contenuti nel presente rapporto potrebbero differire da quelli espressi da altre sezioni del Credit Suisse e variare in qualsiasi momento senza preavviso e in assenza di un obbligo di aggiornamento. Il Credit Suisse non è in alcun modo tenuto a garantire che tali aggiornamenti vi vengano comunicati. Eventuali domande su tematiche riportate in questo rapporto o sui vostri investimenti devono essere sottoposte direttamente al vostro relationship manager locale o ad altri consulenti. **PREVISIONI E STIME:** La performance passata non costituisce un'indicazione o una garanzia della performance futura e non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito alla performance futura. Nella misura in cui il presente rapporto contenesse dichiarazioni sulla performance futura, tali dichiarazioni sono di natura previsionale e soggette a diversi rischi e incertezze. Salvo altrimenti indicato, tutte le cifre non sono state sottoposte a verifica. Il complesso delle valutazioni menzionate nel presente rapporto è soggetto alle politiche e alle procedure di valutazione del Credit Suisse. **CONFLITTI:** Il Credit Suisse si riserva il diritto di porre rimedio a qualsiasi errore eventualmente contenuto nel presente rapporto. Il Credit Suisse, le sue affiliate e/o i rispettivi dipendenti possono detenere una posizione o partecipazione o altro interesse sostanziale, oppure effettuare transazioni, nei titoli menzionati o nelle relative opzioni o in altri investimenti correlati e, di volta in volta, incrementare o cedere tali investimenti. Il Credit Suisse può fornire, o aver fornito nel corso degli ultimi 12 mesi, una consulenza significativa o servizi d'investimento

in relazione agli investimenti riportati nel presente rapporto o a un investimento correlato a qualsivoglia società o emittente menzionato. Alcuni investimenti cui si fa riferimento nel presente rapporto saranno offerti da una singola entità o da un'associata del Credit Suisse oppure il Credit Suisse potrebbe essere il solo market maker di tali investimenti. Il Credit Suisse è coinvolto in molte attività correlate alle società menzionate nel presente rapporto. Queste attività comprendono negoziazioni specializzate, arbitraggio dei rischi, market making e altre negoziazioni titoli per proprio conto. **REGIME FISCALE:** Questo materiale non contiene tutte le informazioni che forse vorreste prendere in considerazione e non tiene conto della vostra situazione o circostanze individuali. Nessun elemento del presente rapporto costituisce una consulenza in materia di investimenti, legale, contabile o fiscale. Credit Suisse non offre alcuna consulenza per quanto attiene alle conseguenze fiscali degli investimenti e vi consigliamo di rivolgervi a un fiscalista indipendente per comprendere le implicazioni di qualsivoglia investimento specifico alla vostra situazione finanziaria personale. I livelli di tassazione e la base imponibile dipendono dalle circostanze individuali e sono soggetti a variazioni. **FONTI:** Le informazioni e le opinioni illustrate nel presente rapporto sono state ricavate o desunte da fonti che, a giudizio del Credit Suisse, sono affidabili. Tuttavia, il Credit Suisse non rilascia alcuna dichiarazione in merito alla loro accuratezza o completezza. Il Credit Suisse non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'utilizzo del presente rapporto. **SITI WEB:** Il presente rapporto può fornire gli indirizzi di, o contenere collegamenti ipertestuali a, siti Web. Salvo ove il presente rapporto si riferisca a materiale riportato sul sito Web del Credit Suisse, il Credit Suisse non ha esaminato i siti collegati e non si assume alcuna responsabilità in relazione ai contenuti dei siti in questione. Tali indirizzi o collegamenti ipertestuali (compresi gli indirizzi o i collegamenti ipertestuali al materiale sul sito Web del Credit Suisse) sono forniti esclusivamente per vostra praticità e le informazioni e i contenuti dei siti collegati non costituiscono in alcun modo parte integrante del presente rapporto. L'accesso ai siti Web in questione o l'impiego di tali link tramite il presente rapporto o il sito Web del Credit Suisse saranno completamente a vostro rischio.

Distribuzione dei rapporti di ricerca

A meno che non diversamente specificato all'interno del presente documento, il presente rapporto viene redatto ed emesso dal Credit Suisse SA, una banca svizzera autorizzata e soggetta alla regolamentazione dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari. **Australia:** Il presente rapporto è distribuito in Australia da Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) soltanto a clienti "Wholesale" secondo quanto definito nella sezione s761G del Corporations Act 2001. Credit Suisse AG, filiale di Sidney è disciplinata dalla Australian Prudential Regulation Authority in qualità di filiale australiana di un istituto di deposito estero autorizzato («IDA estero»). In quanto tale, i depositi effettuati presso il Credit Suisse non sono contemplati dalle disposizioni della Sezione 2 del Banking Act 1959 (legge sulle banche del 1959) relativa alla protezione dei depositanti «Protection of Depositors» e pertanto non beneficiano delle norme di tutela dei depositanti previste dal Banking Act. **Austria:** Il presente documento costituisce del materiale di marketing ai sensi della WAG 2007 e non è il risultato di un'analisi finanziaria o di una ricerca. Viene distribuito in Austria da CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. La banca è una filiale di CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., un istituto di credito munito della necessaria autorizzazione nel Granducato del Lussemburgo, con sede in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. Essa è altresì soggetta alla supervisione prudenziale dell'autorità di vigilanza lussemburghese, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo e dell'autorità di vigilanza austriaca, Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna. **Gibilterra:** Il presente rapporto è distribuito dal Credit Suisse (Gibraltar) Limited. Il Credit Suisse (Gibraltar) Limited è una persona giuridica indipendente, interamente controllata dal Credit Suisse e regolamentata dalla Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Channel Islands) Limited, una persona giuridica indipendente registrata a Guernsey con n. 15197 e sede legale in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. Il Credit Suisse (Channel Islands) Limited è interamente controllato dal Credit Suisse AG e regolamentato dalla Guernsey Financial Services Commission. Copie dell'ultimo bilancio soggetto a revisione contabile sono disponibili su richiesta. **Hong Kong:** Il presente rapporto è stato pubblicato a Hong Kong da Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, un istituto in possesso della licenza «Authorized Institution» rilasciata dalla Hong Kong Monetary Authority e registrato ai sensi della Securities and Futures Ordinance (capitolo 571 delle disposizioni giuridiche di Hong Kong). **Italia:** Il presente rapporto è distribuito in Italia da Credit Suisse (Italy) S.p.A., banca di diritto Italiano, iscritta all'albo delle banche e soggetta alla supervisione e al controllo di Banca d'Italia e CONSOB; è inoltre distribuito da Credit Suisse AG, banca svizzera autorizzata a fornire servizi bancari e finanziari in Italia. Gli strumenti finanziari citati in questo documento potrebbero essere considerati prodotti complessi non adatti alla clientela retail. **Israele:** Questo documento non è stato approvato dalla Israel Securities Authority e sarà distribuito esclusivamente ai residenti israeliani in modo tale da non costituire «un'offerta al pubblico» ai sensi delle sezioni 15 e 15a della Legge israeliana in materia di titoli 5728-1968 («la Legge in materia di titoli») o della sezione 25 della Legge sui trust d'investimento congiunti 5754-1994 («La Legge sui trust d'investimento congiunti»), ove applicabili. Questo documento non può essere riprodotto né impiegato per una qualsiasi altra finalità, né fornito a persone diverse da quelle a cui sono state inviate delle copie. Nessuna sezione di questo documento dev'essere considerata una consulenza in materia di investimenti o marketing per gli investimenti secondo la definizione del Regolamento per la consulenza in materia di investimenti e di cui alla Legge per il marketing in materia di investimenti e la gestione del portafoglio, 5755-1995. **Giappone:** Il presente rapporto è distribuito in Giappone unicamente da Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, membro di Japan Securities Dealers Association, Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association. Credit Suisse Securities (Japan) Limited non distribuirà né inoltrerà il presente rapporto al di fuori del Giappone. **Jersey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, regolamentato dalla Jersey Financial Services Commission per l'esecuzione dell'attività d'investimento. La sede di Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, a Jersey è la seguente: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. **Portogallo:** Il presente materiale di marketing viene distribuito in Portogallo da Credit Suisse (Luxembourg) S.A. - Sucursal Portugal, una società che fornisce servizi di investimento autorizzata e regolamentata dalla Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (la «CMVM»), e fa riferimento al servizio di gestione discrezionale di portafogli offerto da Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una società che fornisce servizi di investimento autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (la «CSSF»), in Lussemburgo. **Singapore:** Il presente materiale è distribuito a Singapore dalla filiale di Singapore di Credit Suisse AG, autorizzata a esercitare l'attività bancaria dalla Monetary Authority of Singapore in conformità alla Legge sulle banche (cap. 19). Il presente materiale è stato preparato ed emanato per la distribuzione a Singapore esclusivamente a investitori istituzionali, accreditati ed esperti (ciascuno dei quali viene definito in conformità al Financial Advisers Regulations («FAR»)) ed è inoltre distribuito da Credit Suisse AG, filiale di Singapore, a investitori esteri (secondo la definizione di cui al FAR). In virtù del vostro status di investitore istituzionale, accreditato, esperto o estero, Credit Suisse AG, filiale di Singapore è esonerata dall'obbligo di adempiere taluni requisiti di cui al Financial Advisers Act (legge sui consulenti finanziari), capitolo 110 di Singapore («FAA»), al FAR e agli Avvisi e Regolamenti emanati in conformità agli stessi, per quanto riguarda l'eventuale servizio di consulenza finanziaria fornitovi dalla filiale di Singapore di Credit Suisse AG. Ciò comprende l'esonerazione dall'adempimento degli articoli 25 del FAA (in conformità all'art. 33, par. 1 del FAR); 27 del FAA (in conformità all'art. 34, par. 1 del FAR); 36 del FAA (in conformità all'art. 35, par. 1 del FAR) e degli articoli da 25 a 29 e 36 del FAA (in conformità all'art. 36, par. 1 e 2 del FAR). **I destinatari di Singapore sono invitati a contattare Credit Suisse AG, filiale di Singapore per qualsiasi questione derivante o connessa al presente materiale.** **Spagna:** Il presente rapporto è distribuito in Spagna da Credit Suisse AG, Sucursal en España, autorizzato dal Registro del Banco de España al numero 1460. **Regno Unito:** Il presente rapporto è pubblicato da Credit Suisse (UK) Limited e Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited e Credit Suisse (UK) Limited, entrambe autorizzate dalla Prudential Regulation Authority e regolamentate dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority, sono persone giuridiche associate al Credit Suisse ma indipendenti. Le tutele previste per i clienti retail dalla Financial Conduct Authority e/o dalla Prudential Regulation Authority non si applicano a investimenti o servizi forniti da soggetti al di fuori del Regno Unito; non sarà inoltre possibile avvalersi del Financial Services Compensation Scheme (piano di risarcimento per i servizi finanziari) qualora l'emittente degli investimenti non adempia ai suoi obblighi. Nella misura comunicata nel Regno Unito o tale da avere effetti nel Regno Unito, il presente documento costituisce una promozione finanziaria approvata da Credit Suisse (UK) Limited, autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority per quanto riguarda l'esercizio di attività d'investimento nel Regno Unito. La sede legale di Credit Suisse (UK) Limited è sita in Five Cabot Square, Londra, E14 4QR. Si prega di notare che le norme del Financial Services and Markets Act 2000 (legge del 2000 sui servizi e i mercati finanziari) concernenti la tutela dei clienti retail non trovano applicazione nel vostro caso e che non potete altresì disporre di qualsiasi potenziale compensazione accessibile a «eligible claimants» ossia «richiedenti idonei» in conformità al Financial Services Compensation Scheme (piano di compensazione dei servizi finanziari) del Regno Unito. Il regime fiscale dipende dalla situazione personale di ciascun cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.

STATI UNITI: LA PRESENTE RELAZIONE E LE EVENTUALI COPIE NON POSSONO ASSOLUTAMENTE ESSERE INVIATE, PORTATE O DISTRIBUITE NEGLI STATI UNITI O A SOGGETTI STATUNITENSIS (SECONDO LA DEFINIZIONE DELLA REGULATION S AI SENSI DEL SECURITIES ACT STATUNITENSE DEL 1933 E RELATIVE MODIFICHE).

È proibito riprodurre il presente rapporto, in toto o in parte, senza il permesso scritto del Credit Suisse. Copyright © 2015 di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.

15C028A_IO



Credit Suisse AG
P.O. Box 100
CH-8070 Zurich
[credit-suisse.com](https://www.credit-suisse.com)

Credit Suisse (UK) Limited
5 Cabot Square
London E14 4QR