



Investment Outlook 2017

Conflitti generazionali

Investment Outlook 2017

Tidjane Thiam, CEO Credit Suisse Group AG

La mia prospettiva

Sono onorato di presentarvi l'edizione 2017 del nostro Investment Outlook. Come ogni anno, questa pubblicazione raccoglie una selezione delle migliori analisi in materia di investimenti formulate dal nostro istituto.

A detta di molti dei nostri clienti, nonostante l'ampia disponibilità e crescente accessibilità delle informazioni, sta diventando sempre più difficile prendere decisioni d'investimento con cognizione di causa. Ciò è dovuto innanzi tutto al fatto che il rendimento obbligazionario, ossia una delle tradizionali fonti di rendimento da investimento, si sia andato via via assottigliando. Una ragione più profonda potrebbe essere dovuta al fatto che le forze che influenzano la nostra realtà economica, sociale, politica e ambientale stanno diventando sempre più complesse, polarizzate e potenzialmente dirompenti.

Nella sezione dedicata ai «Conflitti generazionali», il nostro Outlook per il 2017 prende in esame una serie di questi temi. Nel 2016 abbiamo assistito nuovamente a episodi di estremismo militante e a mutamenti dello scenario politico, che sembrerebbero segnalare un'inversione di tendenza dopo decenni di maggiore integrazione e liberalizzazione politica ed economica. Nel frattempo continuano ad aumentare gli stress finanziari a cui sono esposti governi e aziende. Un esempio di tali stress è rappresentato dalla difficoltà a finanziare i crescenti impegni pensionistici per una popolazione sempre più anziana in un contesto di tassi d'interesse storicamente bassi. Inoltre, i rapidi progressi tecnologici stanno cambiando il nostro modo di vivere e lavorare, producendo vincitori e vinti.

L'applicazione di innovazioni a forte impronta tecnologica come i big data e la robotica ai settori della sanità, della comunicazione, della finanza e a molti altri ci offre enormi opportunità per incrementare la produttività, generare rendimenti da investimento e, in ultima analisi, aumentare i redditi e migliorare il benessere delle persone. Individuare tali opportunità è un compito centrale della comunità di esperti del nostro istituto. Nella sua storia, Credit Suisse si è distinta per aver messo al servizio dell'imprenditoria finanziamenti e competenze finanziarie nonché per aver promosso e sostenuto attivamente l'innovazione, favorendo processi di trasformazione e sviluppo economico. Per noi tutto ha avuto inizio 150 anni fa con il finanziamento e lo sviluppo del sistema di trasporto ferroviario in Svizzera, uno dei principali volani per il successo economico del paese negli anni successivi. E oggi siamo determinati a proseguire lungo questa strada.

Spero che questo documento possa essere per voi fonte di ispirazione e un valido ausilio nell'impostare la vostra strategia d'investimento per il 2017 e oltre.

Vi auguro un nuovo anno prospero e ricco di soddisfazioni.

Tidjane Thiam



«Nella sua storia, Credit Suisse si è distinta per aver messo al servizio dell'imprenditoria finanziamenti e competenze finanziarie nonché per aver promosso e sostenuto attivamente l'innovazione, favorendo processi di trasformazione e sviluppo economico.»

Tidjane Thiam

Indice

4	Lettera del CEO
8	Editoriale
10	Retrospettiva 2016
60	Calendario 2017
63	Avvertenze

Prospettive regionali e globali

Nel 2016 il contesto d'investimento è risultato eterogeneo, caratterizzato com'era da squilibri a livello della crescita globale nonché da eventi politici come il referendum sulla Brexit e le elezioni presidenziali negli Stati Uniti. Nel 2017 il graduale riassetto dell'economia globale e la maggiore chiarezza politica negli Stati Uniti dovrebbero consentire agli investitori di cogliere una serie di opportunità.

12

Economia globale

Scenario di base per il 2017: un'accelerazione della crescita limitata e di modesta entità.

24

Asia Pacifico

La recente stabilità della crescita è destinata a perdurare alla luce del ribilanciamento dell'economia.

28

Stati Uniti

Modesto rendimento totale sulle azioni in un anno difficile anche per le obbligazioni.

18

Europa & EMEA

La Brexit, le elezioni e la politica monetaria dovrebbero dominare la scena europea nel 2017.

16

Svizzera

La competitività resta un fattore di successo nonostante la forza del franco svizzero.

22

America latina

Grazie alle riforme varate, si imbuca finalmente una direzione favorevole agli investimenti.

Prospettive di investimento

Anche nel 2017 non sono da escludere ulteriori turbolenze riconducibili agli eventi politici, ma è probabile che le banche centrali continueranno a limitare il rischio di mercato. In un contesto di questo tipo, le correzioni di mercato offrono opportunità.

48 Mercati globali

Uno sguardo al futuro dopo la buona performance degli ultimi quattro anni.

52 Allocazione di portafoglio

Le revisioni dei portafogli per il 2017 stabiliscono l'allocazione appropriata negli investimenti alternativi e il giusto grado di diversificazione regionale delle azioni, e assicurano un'adeguata focalizzazione sulle obbligazioni corporate nell'ambito del reddito fisso.

54 Settori

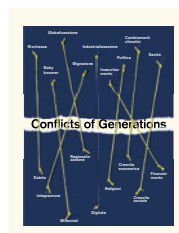
Le aziende con il posizionamento migliore sono efficienti, innovative e dotate di ingente liquidità.

56 Temi principali

La scena degli investimenti nel 2017 dovrebbe essere dominata da tre temi: opportunità di crescita, fonti di rendimento e fattori di diversificazione del rischio.

Conflitti generazionali

La globalizzazione, la tecnologia, le migrazioni e le disuguaglianze creano un contesto sempre più polarizzato, con possibili tensioni e trasformazioni politiche di segno positivo o negativo. L'attenzione dovrebbe concentrarsi maggiormente sulle strategie per gestire i relativi rischi e sul modo in cui gli investitori possono contribuire a ridurli.



31 Opuscolo: Conflitti generazionali

Sintesi della conferenza «Conflitti generazionali» svoltasi a Zurigo, Svizzera, nel settembre 2016.



Maggiori informazioni

Per maggiori informazioni sulla conferenza si rimanda a credit-suisse.com/investmentoutlook

Perché le prospettive contano

In genere, non sono i singoli individui a innescare tendenze macroeconomiche, decisioni politiche o reazioni sui mercati finanziari. Nel formulare prospettive economiche e finanziarie per l'anno successivo, gli economisti ed esperti di finanza seguono pertanto un approccio distaccato, metodico e teorico, analizzando le situazioni nel loro insieme e ignorando i dettagli legati ad azioni ed emozioni dei singoli.

Il crescente potere collettivo di azioni umane individuali

Nella maggior parte dei casi, un approccio di questo tipo appare giustificato. Ma per il 2017 il contesto generale sembra richiedere maggiore attenzione nei confronti di ciò che spinge i singoli individui ad aderire a movimenti politici e a non limitarsi a votare, bensì a voler contribuire fattivamente a definire o ridefinire le politiche, con un effetto potenzialmente positivo o negativo sull'economia e sui mercati finanziari. A titolo di esempio, è degno di nota il fatto che i movimenti e governi populistici in America latina che si erano affermati nel difficile periodo della crisi dei mercati emergenti degli anni Novanta abbiano ormai esaurito la loro carica vitale. Sono saliti al potere nuovi governi, più riformisti e svincolati da dottrine specifiche che, forti del sostegno delle maggioranze democratiche, stanno riportando la fiducia collettiva nell'imprenditoria privata al centro delle rispettive economie e società. Al contempo, in molte economie sviluppate le difficoltà derivanti dalla crisi finanziaria e dal debito europeo, esacerbate negli ultimi tempi dalle sfide poste dalla migrazione di massa da paesi in guerra, consentono di far guadagnare terreno a forze populiste democraticamente legittimate laddove le istituzioni politiche non sono riuscite ad adottare le misure necessarie a rispondere ai problemi quotidiani e alle frustrazioni dei cittadini.

Polarizzazioni e conflitti al centro del dibattito

Alla luce di questo contesto, è importante riconoscere e descrivere i fattori in gioco, come pure individuare i rischi e le opportunità che comportano. In una recente conferenza d'investimento interna sul tema «Conflitti generazionali», abbiamo riflettuto sulle polarizzazioni e sui conflitti attuali che potrebbero porre fine a un periodo di pace sociale ed economica che perdura ormai da numerose generazioni. Nell'allegato alla presente edizione dell'Investment Outlook presentiamo gli spunti principali e le conclusioni della conferenza, che ha visto la partecipazione di esperti d'investimento e leader di pensiero di Credit Suisse. Analizziamo ad esempio come questi conflitti influenzano il nostro modo di vedere le tendenze, le opportunità e i rischi

principali nel 2017. Il nostro Investment Outlook e le idee d'investimento che illustriamo si basano in ampia parte su tali conclusioni. Come accade per i cittadini nella loro vita quotidiana, gli investitori esercitano influenza con le proprie decisioni d'investimento e in tal modo, esprimono la loro fiducia – o sfiducia – nei confronti di aziende, settori economici ed emittenti sovrani. Riteniamo quindi che gli investitori rivestano un ruolo importante nel contribuire a individuare soluzioni, e lo stesso vale per noi in qualità di istituto bancario, con il sostegno che offriamo e il nostro apporto in termini di competenze, servizi e prodotti. Per esempio, diversi dei nostri temi d'investimento in cui nutriamo maggiore fiducia per il 2017 possono contribuire a risolvere la sfida del rendimento che devono affrontare molti investitori a lungo termine, sia istituzionali sia privati, e si concentrano al tempo stesso su settori che figurano tra i principali motori della produttività e creazione di posti di lavoro.

Un outlook ben ponderato

Molti concetti che condividiamo qui con voi sono il frutto dell'esperienza maturata all'interno dei nostri team di esperti e leader di pensiero. Ci auguriamo vivamente che voi, stimati clienti, possiate trovare in questo documento spunti utili e interessanti e leggete con piacere le nostre considerazioni. ■



«Come accade per i cittadini nella loro vita quotidiana, gli investitori esercitano influenza con le proprie decisioni d'investimento e in tal modo, esprimono la loro fiducia – o sfiducia – nei confronti di aziende, settori economici ed emittenti sovrani.»

Michael Strobaek

Retrospectiva 2016

Fratture politiche – tenuta dei mercati



7 gennaio 2016

Giornata di contrattazioni più breve della borsa cinese

Il 7 gennaio, l'indice Shanghai Composite ha archiviato la sessione di contrattazioni più breve della sua storia, chiudendo in ribasso del 7% ad appena 30 minuti dall'apertura del mercato.



11 febbraio 2016

Titoli finanziari europei esposti a pressioni di vendita

L'incertezza sulle risoluzioni bancarie e i timori relativi ai crediti deteriorati delle banche italiane e alla disponibilità delle riserve distribuibili nelle principali banche europee hanno penalizzato le azioni finanziarie.



11 febbraio 2016

Minimi pluriennali per il petrolio

I timori su un possibile esaurimento della capacità di stoccaggio hanno fatto crollare i future sul greggio statunitense a quota USD 26,21 al barile prima del ribilanciamento dei mercati e della ripresa dei prezzi. A farne le spese sono state, in particolare, le obbligazioni high yield legate al settore dell'energia.

2,2%

16 marzo 2016

Nessun intervento sui tassi da parte della Fed

La Fed ha ridotto le sue previsioni di crescita del PIL dal 2,4% al 2,2% a causa dei rischi insiti negli sviluppi globali, e finanziari in particolare.



23 giugno 2016

Brexit

Il 51,9% degli elettori del Regno Unito (affluenza alle urne del 72,2%, pari a 33,6 milioni di votanti) ha deciso in favore di un'uscita dall'UE. Il cambio GBP/USD è sceso dell'8% nel giorno del referendum, cedendo oltre il 13% da inizio anno.

4,7%

15 giugno 2016

Nessun intervento sui tassi da parte della Fed

Anche se il tasso di disoccupazione è sceso al 4,7%, il tasso di creazione di nuovi posti di lavoro è calato, inducendo la Fed a mantenere invariati i tassi d'interesse.



6 luglio 2016

Inizio della distribuzione di Pokémon Go da parte di Nintendo

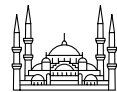
Dal 6 al 19 luglio, il corso azionario di Nintendo è progredito di quasi il 121%. Dal lancio, i messaggi Twitter hanno totalizzato una media pari a 200.000 al giorno, con 11 milioni di utenti paganti.



14 luglio 2016

Attacco terroristico a Nizza

Nel giorno della festa nazionale francese, un camion ha travolto la folla radunata sulla Promenade des Anglais durante i fuochi d'artificio, uccidendo 84 persone.



15 luglio 2016

Tentato colpo di Stato in Turchia

In Turchia una fazione militare ha tentato un golpe allo scopo di rovesciare il governo del presidente in carica Recep Tayyip Erdoğan. All'apertura dei mercati il successivo lunedì 18 luglio, l'MSCI Turkey Total Return Index è sceso di quasi il 7%.



31 agosto 2016

Insedimento del presidente del Brasile

Michel Temer ha assunto la sua carica a seguito del procedimento di impeachment nei confronti di Dilma Rousseff, primo presidente donna del Brasile. Da gennaio al 31 agosto, l'MSCI Brazil Total Return Local Index è cresciuto del 32,5%.



18 settembre 2016

Record di voti per «Alternative für Deutschland» (AfD)

Cavalcando i timori degli elettori nei confronti dei migranti giunti in Germania nel 2015 (circa 1 milione), il partito AfD è entrato in 10 dei 16 parlamenti regionali.

2%

21 settembre 2016

Nessun intervento sui tassi da parte della Fed

Sebbene la Fed abbia espresso fiducia nella crescita economica, gli investimenti in immobilizzazioni delle imprese sono rimasti esigui e l'inflazione non ha ancora raggiunto il tasso obiettivo del 2% fissato dalla Fed.



8 novembre 2016

Elezioni negli Stati Uniti

Donald Trump viene eletto 45° presidente degli Stati Uniti. I future sulle azioni globali cedono il 4%, ma recuperano gran parte delle perdite nel corso della giornata. Il peso messicano si svaluta di oltre il 10% prima di stabilizzarsi.



7 ottobre 2016

Crollo del 6% della sterlina nell'arco di 2 minuti

A provocare questa caduta libera può essere stato, tra l'altro, il cattivo funzionamento di un algoritmo automatizzato.

MSCI AC World (Index)



«Se è vero che l'inflazione dovrebbe risalire, non da ultimo a causa della stabilizzazione dei prezzi delle materie prime, dalla fiacca evoluzione della domanda si evince comunque che difficilmente raggiungerà livelli allarmanti.»

Oliver Adler

Oliver Adler, Head of Economic Research

Pur restando modesta, la crescita economica dimostra una discreta tenuta

Nel 2017 la crescita globale dovrebbe progredire leggermente, restando comunque nettamente inferiore ai livelli pre-crisi. I differenziali tra i paesi dovrebbero restare pronunciati, non da ultimo a causa del fatto che il forte indebitamento limita i margini per un'espansione fiscale nelle economie più deboli. La stabilizzazione del prezzo delle materie prime nel 2016 sembra preludere a un rialzo dell'inflazione. Con la ripresa dell'inflazione, la Federal Reserve statunitense dovrebbe incrementare ulteriormente i tassi, anche se con prudenza. Altre banche centrali dovrebbero mantenere un orientamento più accomodante, allontanandosi però dall'espansione meccanica dei bilanci.

Come negli ultimi anni, anche le prospettive di crescita economica formulate all'inizio del 2016 sono state troppo ottimistiche e hanno pertanto richiesto una revisione al ribasso. Mentre la ripresa nell'eurozona ha riservato sorprese positive, un debole inizio d'anno negli Stati Uniti e la perdurante flessione in alcuni mercati emergenti (ME) hanno mantenuto la crescita a livelli decisamente inferiori a quelli pre-crisi. Il nostro scenario di base per il 2017 prevede una lieve accelerazione della crescita.

ME: possibilità di passare dalle difficoltà a un circolo virtuoso

Sul versante positivo, in alcuni ME (tra cui il Brasile) ci aspettiamo che alla contrazione subentri una modesta crescita in concomitanza con il venir meno di alcuni recenti fattori avversi. I prezzi delle materie prime dovrebbero continuare a risalire di pari passo con la riduzione dell'eccesso di offerta. A fronte del miglioramento generale delle partite correnti nei ME e della fine della sopravvalutazione delle rispettive valute, è diminuita anche la vulnerabilità a un aumento dei tassi d'interesse statunitensi. Poiché la presenza di valute stabili determina ulteriori cali dell'inflazione, la politica monetaria in alcune delle piazze emergenti maggiormente penalizzate dovrebbe allentarsi, uno sviluppo che dovrebbe a sua volta sostenere una graduale

ripresa interna. Inoltre, con l'elezione di governi orientati alle riforme in alcuni paesi dell'America latina, le riforme strutturali dovrebbero stimolare il clima di fiducia e la crescita. Il ritorno a un boom dei ME paragonabile a quello in atto prima della crisi sembra comunque improbabile alla luce del rallentamento della crescita in Cina, dell'eccessivo indebitamento del settore privato e delle pressioni per contenere i disavanzi fiscali.

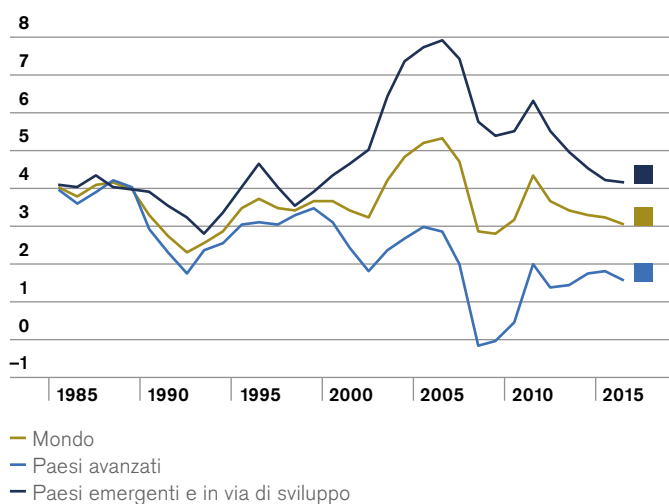
Crescita più bilanciata negli USA

Siamo ormai dell'avviso che la crescita economica statunitense resterà alquanto robusta nel 2017, prevedendo un avanzamento del PIL reale di circa il 2% (dopo una crescita dell'1,5% nel 2016). I costanti progressi sul fronte dell'occupazione e dei salari negli ultimi anni e i bassi tassi d'interesse dovrebbero continuare a sostenere, in particolare, la spesa al consumo e l'edilizia residenziale. I segnali positivi sul versante della domanda dei consumatori e l'aumento dei prezzi delle materie prime dovrebbero altresì dare impulso agli investimenti societari. Infine, nel corso dell'anno è probabile il varo di

>

Fig.1 **La crescita globale dovrebbe essere lievemente superiore nel 2017**

Crescita del PIL reale
(%, ponderata in base alla parità del potere d'acquisto)
Fonte: Fondo monetario internazionale, Credit Suisse. Dati aggiornati al: 2017 (previsione)



misure di stimolo fiscale di lieve entità sotto forma di spesa in infrastrutture. Tuttavia, la crescita occupazionale potrebbe anche esaurirsi per via della progressiva copertura del fabbisogno di manodopera delle aziende e della riduzione delle fragilità del mercato del lavoro. Con il riaffacciarsi dell'inflazione, l'evoluzione dei salari reali dovrebbe subire un rallentamento.

Continua espansione nell'eurozona

In assenza di ulteriori shock politici di grave entità, siamo piuttosto fiduciosi in una prosecuzione dell'espansione economica in Europa nel 2017. L'espansione monetaria degli ultimi anni si è

tradotta in continui cali dei tassi d'interesse e in una moderata crescita del credito, stimolando la spesa al consumo e i mercati immobiliari. La relativa debolezza dell'euro ha favorito anch'ella ripresa dell'export. Infine, l'austerità fiscale ha ceduto il passo a un modesto stimolo fiscale, finalizzato in parte a fornire sostegno ai rifugiati. In virtù di tali impulsi, l'occupazione è aumentata a ritmi costanti. Il nostro scenario di base prevede una prosecuzione di tali tendenze nel 2017. Considerato che la disoccupazione resterà elevata e che i governi saranno alle prese con pressioni populiste, è improbabile un forte inasprimento della politica fiscale anche qualora gli obiettivi di deficit dovessero

Fig.2 **La crescita del credito appare insostenibile in Cina**

Crescita dei prestiti bancari complessivi (% a/a)

Fonte: Datastream, Credit Suisse. Dati aggiornati a: settembre 2016

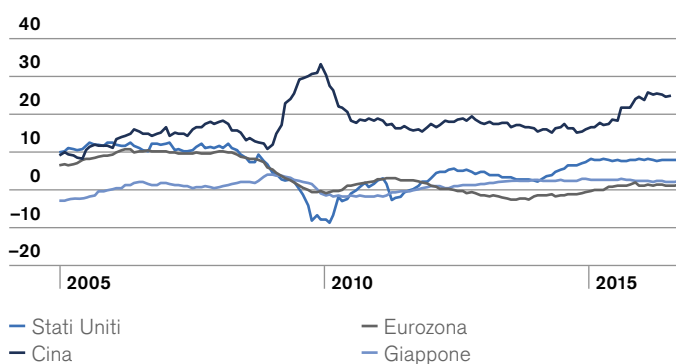
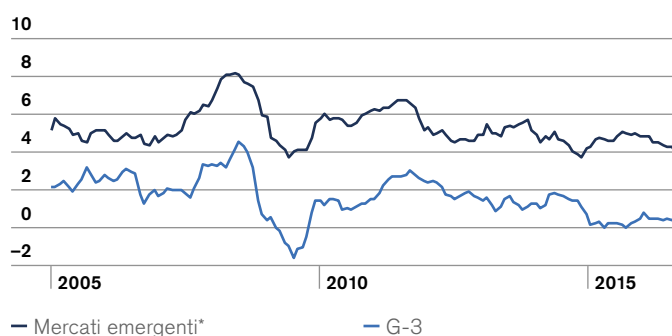


Fig.4 **Inflazione in calo nei mercati emergenti**

Prezzi al consumo esclusi generi alimentari ed energia (% a/a)

Fonte: Datastream, Credit Suisse. Dati aggiornati a: settembre 2016



*Cina, India, Indonesia, Corea, Brasile, Messico, Sudafrica, Turchia, Russia

Fig.3 **Impulso fiscale probabilmente debole nel 2017**

Variazione del saldo primario corretto per il ciclo (% del PIL)

Fonte: Fondo monetario internazionale, Credit Suisse. Dati aggiornati a: 2017 (previsione)

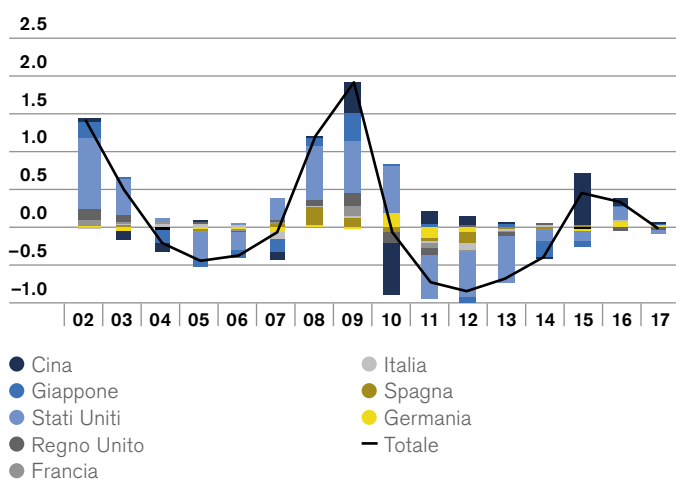
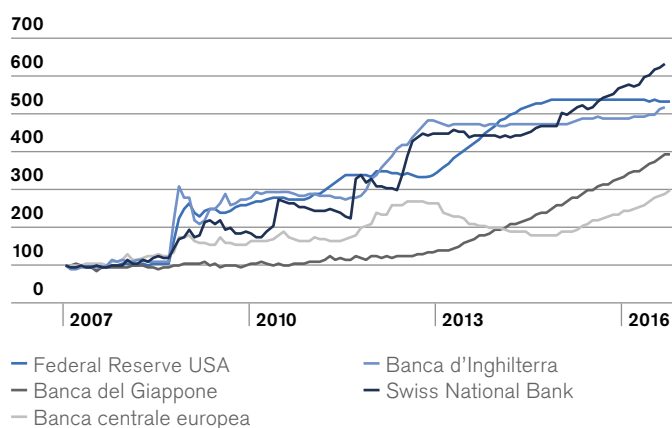


Fig.5 **Probabile graduale riduzione dell'espansione dei bilanci delle banche centrali**

Dimensioni dei bilanci di alcune banche centrali (gennaio 2007 = 100)

Fonte: Datastream, Credit Suisse. Dati aggiornati a: ottobre 2016



continuare a essere disattesi. Anche gli investimenti societari dovrebbero restare moderati alla luce delle incertezze economiche e politiche, ma l'ipotesi di un leggero miglioramento è più accreditata rispetto a uno scenario di ulteriori flessioni.

Bassa probabilità di una nuova crisi dell'euro

A nostro avviso la decisione di uscire dall'Unione europea (Brexit) inciderà negativamente sulle prospettive di investimento e crescita a lungo termine nel Regno Unito. Tuttavia, la forte svalutazione della sterlina nel secondo semestre del 2016 finisce in parte per proteggere la crescita britannica ed esercitare invece ripercussioni negative sull'eurozona. Quest'ultimo impatto dovrebbe essere limitato se si considera che le esportazioni di beni e servizi verso il Regno Unito non superano il 3% circa del PIL dell'UE a 27. Ciononostante, non è possibile escludere rinnovate tensioni relative alla coesione dell'eurozona e alla stabilità del sistema bancario, in particolare in vista delle imminenti elezioni. Ma un quadro di grave crisi bancaria e sovrana ci appare inverosimile alla luce della migliore capitalizzazione del settore bancario e della predisposizione di un paracadute pubblico per le banche («backstop») da parte della Banca centrale europea.

Stimoli cinesi destinati a proseguire nel 2017

Le nostre previsioni di una prosecuzione della crescita globale si basano sulla stabilità della Cina e dell'Asia nel suo insieme (la Cina e i paesi emergenti asiatici hanno recentemente apportato un contributo alla crescita globale pari fino al 40%). In quest'area geografica, nel secondo semestre del 2016 ha dato i primi segnali di miglioramento anche la dinamica economica e prevediamo che tale sviluppo sia destinato a continuare anche nel 2017. Ciò è ascrivibile, in primo luogo, al fatto che il governo cinese ha impresso notevole slancio alla spesa infrastrutturale, allentando al contempo le condizioni monetarie e creditizie. Di conseguenza, la crescita del credito e gli investimenti immobiliari hanno assistito a una marcata accelerazione. Pur ritenendo che entrambe le tendenze siano poco sostenibili su un orizzonte di lungo periodo, riteniamo che resteranno senz'altro in atto anche nel 2017. In India, la crescita dovrebbe continuare a essere alimentata da riforme attuate nel 2016, mentre gli squilibri nella maggior parte delle altre economie asiatiche sono contenuti, suggerendo quindi la possibilità che la crescita riesca a mantenersi alquanto elevata.

Politica monetaria in cerca di una maggiore flessibilità

Con una dinamica del settore privato priva di smalto nella maggior parte delle economie sviluppate (in parte dovuta a fattori strutturali) associata a un elevato debito pubblico, il sostegno politico all'espansione del bilancio dovrebbe restare limitato, salvo in caso di gravi ribassi. Di conseguenza, riteniamo

che la politica monetaria dovrà continuare a offrire un sostegno significativo nel 2017 e oltre. Se è vero che l'inflazione dovrebbe risalire, non da ultimo a causa della stabilizzazione dei prezzi delle materie prime, dalla fiacca evoluzione della domanda si evince comunque che difficilmente raggiungerà livelli allarmanti. Negli Stati Uniti non è da escludere un'inflazione lievemente superiore rispetto al valore obiettivo, ma a nostro avviso la Federal Reserve dovrebbe mostrarsi piuttosto tollerante in tal caso. Nella maggior parte delle altre economie avanzate, la politica monetaria dovrebbe restare accomodante. Ciononostante, le banche centrali rinunceranno progressivamente a un'espansione dei bilanci di tipo meccanico allo scopo di contenere i rischi di bilancio e la pressione politica. In linea di principio, una maggiore flessibilità rende la politica monetaria più sostenibile. I nuovi regimi dovrebbero però incrementare la volatilità dei tassi d'interesse e dei mercati finanziari nel loro insieme. ■

Principali conclusioni per gli investitori

- Per il 2017 ci aspettiamo un avanzamento della crescita globale sia pure in presenza di scarse accelerazioni. A causa della stabilizzazione dei prezzi delle materie prime e dell'avanzato stadio raggiunto dal ciclo economico negli Stati Uniti, l'inflazione dovrebbe aumentare senza però finire per rappresentare una minaccia.
- L'Eurozona, gli USA e il Giappone dovrebbero assistere a una prosecuzione della moderata crescita economica. Le prospettive di crescita a lungo termine per il Regno Unito sono offuscate, poiché l'incombente avvio della Brexit è suscettibile di deprimere gli investimenti.
- Il miglioramento delle partite correnti dovrebbe aiutare a stabilizzare le valute e ridurre l'inflazione in mercati emergenti particolarmente fragili. L'aumento del credito in Cina sta stabilizzando la crescita ma pone rischi sul lungo termine.

Messaggio di Thomas Gottstein, CEO Credit Suisse (Svizzera) SA



È incoraggiante vedere come l'economia svizzera si sia ripresa piuttosto bene dallo shock del franco svizzero del 15 gennaio 2015, riuscendo a riconquistare la sua forte posizione competitiva. Tuttavia, nel corso di numerose conversazioni con imprenditori, ho appreso che i margini di profitto non sono rimasti indenni dagli sviluppi degli ultimi due anni. Inoltre, osservo che in molte aziende i dibattiti sull'attrattiva della Svizzera come piazza d'affari sono tornati all'ordine del giorno.

A mio avviso, dobbiamo far sì che la Svizzera continui a offrire un contesto interessante sia per le aziende che per gli investitori, nonché preservare i nostri vantaggi di localizzazione. Visitando spesso le diverse regioni svizzere per lavoro, resto ogni volta colpito dalla capacità di innovare – in particolare delle piccole e medie imprese – che coprono due terzi dei posti di lavoro nel nostro paese. Noi di Credit Suisse facciamo la nostra parte promuovendo l'innovazione non soltanto in veste di prestatori ma anche di sostenitori di brillanti start-up mediante iniziative come Kickstart Accelerator. La situazione resta difficile anche per

gli investitori. I tassi d'interesse si attestano tuttora su livelli molto bassi e continuano a porre loro dei problemi. A nostro avviso è verosimile che nel 2017 la Banca nazionale svizzera manterrà la sua politica di tassi d'interesse negativi. Di conseguenza, non sarà facile trovare il giusto equilibrio tra rischio e rendimento. Mi auguro che le informazioni dei nostri esperti traccino un quadro esaustivo delle nostre aspettative di mercato, che può fungere da solida base per aiutarvi a prendere le vostre decisioni d'investimento. Inoltre, auspico che il nostro rapporto speciale dedicato ai «Conflitti generazionali» vi offra spunti di riflessione su importanti temi del nostro tempo. Di recente è diventato operativo Credit Suisse (Switzerland) Ltd., il nuovo soggetto giuridico a cui sono stati trasferiti circa 1,4 milioni di clienti svizzeri. Questa banca indipendente all'interno del nostro Gruppo non è stata istituita soltanto per esigenze normative, bensì rappresenta per noi uno strumento di vitale importanza che ci consente di attuare le nostre priorità strategiche. Inoltre, simboleggia il nostro impegno nei confronti del nostro mercato domestico svizzero. Più di 160 anni fa, lo statista e imprenditore visionario Alfred Escher fondò la banca con il nome «Schweizerische Kreditanstalt» allo scopo di finanziare la rete ferroviaria elvetica. Questo spirito imprenditoriale è profondamente radicato nel nostro DNA – e ciò emerge non soltanto dai dialoghi con clienti che sono essi stessi imprenditori, ma anche dalla nostra ferma convinzione che in ogni singolo investitore si celi un imprenditore. Coltiviamo l'ambizione di porci al fianco dei nostri clienti come partner paritetici e

ripagare la fiducia che ripongono in noi. Puntiamo a offrire competenze globali a livello locale.

Nonostante le difficoltà attraversate dal settore finanziario, i nostri clienti sono e saranno anche in futuro la nostra priorità principale. Credo fermamente che i progressi tecnologici modificheranno in misura sostanziale il modo in cui le banche interagiscono con la loro clientela. Ci impegniamo a operare gli investimenti necessari, riservando particolare attenzione alla creazione di un'esperienza cliente più appagante. Sono altresì dell'idea che il contatto personale tra cliente e consulente manterrà anche in futuro un ruolo centrale. Le questioni finanziarie sono di carattere personale e richiedono quindi un rapporto basato sulla fiducia. Sono fortemente convinto che, almeno nel prossimo futuro, il tocco umano resterà imprescindibile. ■



Anja Hochberg, Chief Investment Officer Switzerland

Una forte posizione competitiva

Nonostante la forza del franco svizzero, l'economia elvetica dovrebbe proseguire il suo percorso di crescita moderata anche nel 2017. La forte competitività dell'industria svizzera, unitamente alla lenta ma progressiva espansione economica globale, dovrebbero essere fattori di sostegno. La presenza di tassi molto bassi resterà la sfida principale per gli investitori nazionali.

A dispetto del forte apprezzamento del franco svizzero, nel 2015 l'economia svizzera è riuscita a evitare di cadere in recessione e nel 2016 ha perfino messo a segno un'accelerazione. A contribuire al trend favorevole è stata la solida domanda interna, che ha coinvolto anche i consumi privati e il settore immobiliare. In prospettiva futura, prevediamo che la crescita resterà sostenuta dalla domanda interna. Il contributo di quest'ultima dovrebbe essere però più esiguo rispetto agli scorsi anni, poiché si sta raggiungendo un picco sul mercato del lavoro e la domanda legata ai consumi risulta ampiamente già soddisfatta.

La competitività svizzera quale base per il successo

Insieme alla domanda interna e ai continui interventi della Banca nazionale svizzera (BNS) per contenere l'apprezzamento del franco svizzero, uno dei fattori chiave per il successo è anche la forte competitività delle imprese svizzere. Occorre infatti sottolineare che nel 1° semestre 2016 l'export svizzero ha raggiunto livelli senza precedenti. La quota maggiore è rappresentata dall'industria farmaceutica, ma hanno riacquisito slancio anche altri settori più sensibili ai prezzi, come macchinari e metalli. Ciononostante, permangono alcuni ostacoli.

Decisioni politiche: la chiave per stabilizzare le aspettative delle aziende

L'espansione dell'industria svizzera potrà proseguire senza intoppi soltanto a condizione che la crescita globale, e in particolare quella dell'eurozona, continui a procedere (come noi ci aspettiamo) secondo le attese e che le fluttuazioni valutarie restino comprese entro margini ragionevoli. L'industria svizzera deve altresì salvaguardare l'accesso a manodopera altamente qualificata. A nostro avviso un'attuazione «soft» dell'iniziativa sull'immigrazione di massa dovrebbe far sì che la situazione resti tale. Infine, ci aspettiamo che gli elettori votino in favore delle

riforme sulla fiscalità delle imprese richieste dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), in base alle quali il regime fiscale societario svizzero resterà tra i più competitivi al mondo.

Prospettive per il franco svizzero

Alla luce dei tassi negativi e degli interventi sui mercati valutarî della BNS, il franco svizzero potrebbe svalutarsi rispetto a EUR e USD. Il franco svizzero resta comunque più forte rispetto al periodo prima dell'abbandono del cambio fisso EUR/CHF. Il nostro scenario di base prevede un graduale deprezzamento del franco svizzero nel 2017, di pari passo con il progressivo rafforzamento della crescita globale e con la flessione della domanda di attivi considerati sicuri. Eventuali pressioni all'apprezzamento del franco svizzero potrebbero riemergere in caso di comparsa di nuovi fattori di stress nell'eurozona o su scala globale, oppure qualora la BNS e i mercati concludessero che l'economia svizzera è sufficientemente forte da affrontare un rincaro.

La probabilità che la forza del franco svizzero perduri suggerisce che il regime di tassi negativi si protrarrà per tutto il 2017 e forse oltre. Chi investe nel reddito fisso dovrà pertanto cercare alternative che offrono rendimenti più elevati, come i bond bancari e dei mercati emergenti. La generazione di rendimenti aggiuntivi è possibile anche in caso di copertura del rischio valutario. Il mercato azionario svizzero dovrebbe poter continuare a contare sulla forte competitività e sui dividendi elevati. ■

Principali conclusioni per gli investitori

- I tassi bassi (o perfino negativi) dovrebbero restare in vigore per un periodo di tempo prolungato. Gli investitori svizzeri nel reddito fisso dovranno cercare alternative a più alto rendimento in valuta estera.
- In virtù della loro competitività e dei dividendi interessanti, le large e small cap svizzeri offrono opportunità vantaggiose per gli investitori azionari. La natura difensiva del mercato rappresenta un valore aggiunto in caso di turbolenze.
- A nostro avviso una cospicua porzione dei portafogli in franchi svizzeri dovrebbe essere diversificata a livello globale. Tuttavia, nel reddito fisso, il rischio valutario dovrebbe essere in ampia misura coperto.

Messaggio di Iqbal Khan, CEO International Wealth Management



La divisione International Wealth Management (IWM) rappresenta un pilastro portante del portafoglio di attività e della strategia di crescita di Credit Suisse. Il nostro Business mix ben diversificato in Europa e nei principali mercati emergenti ci consente di crescere costantemente al fianco dei nostri clienti, facendo un uso mirato del capitale e della capacità di rischio. Il contesto in cui ci troviamo a operare continua comunque a porre non poche difficoltà: come illustrato nella presente pubblicazione, la crescita economica globale dovrebbe restare sottotono, il che induce a prevedere limitati rendimenti da investimento, mentre i rischi politici e di altra natura potrebbero generare instabilità sui mercati finanziari. Alla luce di tali fonti di incertezza, i clienti procedono con comprensibile cautela nelle loro attività d'investimento. Nonostante questi fattori esogeni, abbiamo dato prova della capacità di affiancare i nostri clienti in modo sostenibile e offrire loro il valore aggiunto che sono ormai abituati ad aspettarsi da noi. Instaurare e mantenere relazioni profonde e basate sulla fiducia con i nostri clienti resta

il principale fattore di successo per un leader nella gestione patrimoniale.

La qualità delle nostre interazioni con la clientela ha la massima priorità in tutto ciò che facciamo. Puntiamo a offrire valore ai nostri clienti soddisfacendo le esigenze di investitori privati e clienti aziendali, sotto il profilo della gestione degli investimenti e del prestito. La nostra strategia di ricerca e investimento attuata nei nostri mandati e processi di consulenza, unitamente ai nostri processi di analisi e design dei prodotti, sono componenti essenziali che ci permettono di offrire il cosiddetto «client value». Al fine di tenere fede a questa promessa e rafforzare la nostra vicinanza ai clienti, ci siamo inoltre avvalsi di ulteriori relationship manager di grande esperienza in diversi dei nostri mercati target. Abbiamo aperto nuovi uffici nei Paesi Bassi e miriamo ad ampliare la nostra presenza in Messico e Arabia Saudita.

«La qualità delle nostre interazioni con la clientela ha la massima priorità in tutto ciò che facciamo.»

Iqbal Khan

Siamo sulla rotta giusta per raggiungere gli ambiziosi obiettivi che ci siamo posti. I forti afflussi di nuovi attivi netti nelle divisioni Private Banking e Asset Management sono una dimostrazione della fiducia della nostra clientela e della sua soddisfazione nei confronti del nostro servizio. Nella prima metà del 2016 abbiamo inoltre superato nettamente prestigiosi concorrenti operanti nel private banking in termini di rendimento, profitti e crescita del volume di nuovi attivi netti. Infine,

siamo lieti di comunicare che ci siamo classificati al primo posto in Medio Oriente nella categoria «Best Private Banking Service Overall» del sondaggio stilato per il 2016 dalla rivista Euromoney e che figuriamo nella top tre nelle nostre altre regioni core, ossia Europa occidentale, Europa emergente e America latina.

Sono orgoglioso dei traguardi che abbiamo raggiunto e guardo con entusiasmo alle future occasioni per incrementare tali successi nelle regioni in cui operiamo. Vi ringrazio per la fiducia accordataci, confidando che le riflessioni condivise dai leader di pensiero nella presente pubblicazione siano di vostro interesse. ■



Michael O'Sullivan, Chief Investment Officer International Wealth Management

La Brexit distruggerà l'Europa?

L'Europa deve affrontare numerose sfide nel 2017. Innanzitutto, è probabile che i negoziati sulla Brexit domineranno la scena e assorbiranno molte energie politiche. Sono inoltre previsti appuntamenti elettorali nei due maggiori paesi dell'Unione europea, Francia e Germania. Un'importante considerazione per i mercati riguarderà poi il modo e i tempi in cui la Banca centrale europea deciderà di normalizzare la politica monetaria. Il 2017 si preannuncia quindi come un anno ricco di eventi, anche per la più ampia regione EMEA.

Il voto a favore della Brexit nel Regno Unito ha profondamente scosso l'Europa e il mondo intero. Da quel momento i timori sulle ramificazioni dell'uscita del paese dall'Unione europea (UE) e le speculazioni sui termini in cui avverrà sono proseguiti senza sosta. Quel che è certo in questo momento è che la Brexit causerà incertezza economica e politica non solo nel Regno Unito ma anche nei vicini paesi europei.

Dopo il caos che ha fatto seguito al voto di giugno, la rapida formazione di un nuovo governo, a cui si è aggiunto il supporto della Banca d'Inghilterra, ha contribuito ad attenuare le tensioni. Anche i dati economici relativi al terzo e quarto trimestre si sono rivelati sorprendentemente positivi.

L'impatto complessivo della Brexit deve ancora farsi sentire

Tale ottimismo generalizzato è però a nostro avviso prematuro. La nostra sensazione è che dietro la calma iniziale si è celato il fatto che la Brexit non è ancora avvenuta, in parte perché Downing Street non ha ancora completamente definito la sua strategia per questo difficile processo. Nel corso del 2017 l'incertezza per l'economia britannica troverà probabilmente espressione nel continuo differimento degli investimenti delle imprese e, forse, in un minore ottimismo dei consumatori. Sebbene sia possibile che la politica fiscale diventi più accomodante, potrebbero anche aumentare i dubbi sull'efficacia del marcato deprezzamento della sterlina quale utile stabilizzatore automatico; l'aumento dell'inflazione e della volatilità dei mercati finanziari potrebbe infatti annullare parte degli effetti positivi.

La Brexit avrà importanti implicazioni anche per il resto dell'Europa, la prima delle quali sarà una sensazione di diversione politica, visti i tempi e le energie che dovranno

essere dedicati al processo Brexit. Dato che il primo ministro britannico ha promesso di invocare articolo 50 prima della fine di marzo 2017, «l'uscita» diventerà un inevitabile argomento elettorale in Francia e Germania.

Ci sono altri paesi a cui conviene uscire?

All'estero alcuni ritengono che, in seguito alla Brexit, altri paesi potrebbero essere tentati di seguire l'esempio del Regno Unito e lasciare l'UE. Non ne siamo convinti. In un'ottica molto populista, altre nazioni europee potrebbero forse credere di avere convenienza a uscire. Ad esempio, in seguito alla decisione fiscale su Apple, l'Irlanda potrebbe pensare che l'UE sia anti-business, il Portogallo potrebbe ritenere che siano state imposte troppe restrizioni alla sua economia e gli euroscettici svedesi – e ce ne sono molti – potrebbero a loro volta considerare esaurita la loro pazienza nei confronti dell'UE. La Grecia, il paese maggiormente preso di mira dalle critiche di Bruxelles e Berlino, potrebbe essere infine tentata di gettare la spugna e lasciare l'Unione, ed è possibile che gli antieuropeisti in Italia e nell'Europa orientale si sentano incoraggiati.

Team GB

Tuttavia, a nostro giudizio vi sono probabilmente più motivi in grado di sopire il desiderio dei paesi europei di lasciare l'UE. Quando inizierà, il processo di uscita del Regno Unito si protrarrà a lungo e creerà confusione. Per la Brexit il paese avrà bisogno di un numero di negoziatori superiore a quello dell'intera rappresentanza britannica (il «Team GB») alle Olimpiadi di Rio. I negoziati saranno difficili in parte perché l'UE e i suoi maggiori stati membri non possono permettersi di lasciare che la Brexit diventi contagiosa. Inoltre, la distanza culturale, politica e diplomatica della Gran Bretagna dall'UE è forse maggiore di quella di ogni altro paese. Pertanto, anche se in molti potrebbero avere la tentazione di uscire, lo considererebbero innaturale.

Vi è tuttavia una crescente probabilità che, anche senza voler apertamente lasciare l'UE, altri stati membri si mostrino sempre più irriguardosi nei suoi confronti. Sono molti i rischi legati a eventi che si prospettano per il 2017, ad esempio i problemi ancora irrisolti del sistema bancario italiano e il continuo dibattito sulla questione della migrazione, per citarne solo due. Per certi versi, non è detto che ciò sia un male. L'Europa potrebbe infatti riconsiderare la sua politica in materia di migrazione. L'alternativa a una revisione della politica >

di migrazione, specialmente alla luce della Brexit, è uno spostamento più pronunciato della politica europea verso l'estrema destra, che rappresenterebbe a sua volta una minaccia alla sopravvivenza dell'Europa.

L'Europa è contraria alla globalizzazione?

Economicamente, alcuni stati potrebbero forse sentire una minore necessità di stimolare le loro economie ed essere più riluttanti ad attuare le riforme sotto la copertura degli acquisti di obbligazioni da parte della Banca centrale europea (BCE). In misura ancora maggiore dopo l'opposizione da parte di numerosi esponenti politici europei alla struttura del Partenariato transatlantico per il commercio e gli investimenti (Transatlantic Trade and Investment Partnership, TTIP) e l'apparente spirale di ritorsioni tra gli Stati Uniti e l'UE sotto forma di multe alle rispettive aziende, l'UE deve prendere una posizione decisa sul commercio e sulla globalizzazione e chiarire se è a favore o meno. Per il momento, prevediamo che l'eurozona registri una moderata crescita dell'1,5% circa, che continuerà a essere distribuita in modo disomogeneo tra i vari paesi.

Dal punto di vista politico, tuttavia, il rafforzamento della crescita complessiva dell'UE sarà una notizia gradita in vista degli importanti appuntamenti elettorali in Francia e Germania. Per quanto riguarda la Francia, riteniamo che vi sia spazio per un'accelerazione dell'economia qualora vada al governo lo schieramento di centrodestra, in particolare se a guidarlo sarà Alain Juppé, il cui programma è più liberale di quello

«Quel che è certo in questo momento è che la Brexit causerà incertezza economica e politica non solo nel Regno Unito ma anche nei vicini paesi europei.»

Michael O'Sullivan

degli altri candidati. La Germania presenta un rischio maggiore da un punto di vista europeo, poiché l'eventuale mancata rielezione di Angela Merkel a cancelliera priverebbe l'Europa della sua forza politica aggregante. In questo momento i mercati non scontano in alcun modo la possibilità di un successo elettorale dei nuovi partiti e dei candidati più estremisti né in Francia né in Germania. Questo tipo di scenario rappresenta un rischio estremo.

Spazio di manovra fiscale

Economicamente, la questione principale in Germania sarà la volontà o meno del governo di investire in aree come le infrastrutture per creare un secondo stimolo economico in aggiunta alla politica monetaria. Questo approccio ha una

Fig. 1 Sottoperformance delle banche europee rispetto a quelle statunitensi

Performance delle banche europee e statunitensi a confronto (in valuta locale, gen. 14 = 100)

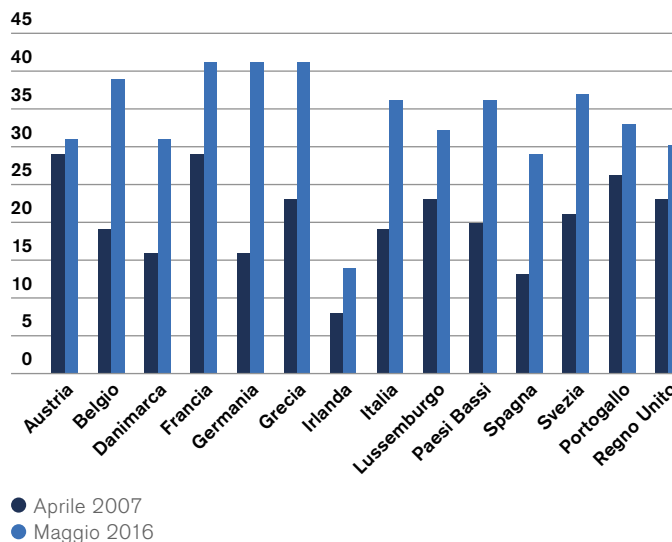
Fonte: Datastream, Credit Suisse. Dati aggiornati al: 30/09/2016



Fig. 2 Fiducia nel futuro dell'UE

Persone «abbastanza pessimiste» (%).

Fonte: Eurobarometro (2016) Commissione europea/Credit Suisse. Dati aggiornati a: maggio 2016



logica dal punto di vista economico, ma rimane un tema più delicato a livello politico. A nostro avviso nel corso del 2017 l'attenzione dei media si concentrerà in gran parte sugli sviluppi politici, ma in un'ottica d'investimento i rendimenti dipenderanno da tre fattori interconnessi, ovvero crescita economica, banche e politica monetaria. Tradizionalmente,

quella europea è un'economia trainata dai prestiti bancari (anziché dai mercati dei capitali), in cui il settore bancario è il meccanismo di trasmissione centrale della crescita. Molte politiche della BCE sono quindi concepite in modo da passare per il tramite delle banche (come le operazioni di rifinanziamento a lungo termine), ma altre, come quelle attuali incentrate sugli acquisti di obbligazioni e sui tassi d'interesse negativi, compromettono la redditività delle banche, ponendo un freno ai prestiti e limitando la crescita. Il fatto che alcune banche siano ancora in una fase di risanamento dei bilanci non aiuta. Questo groviglio delle politiche continuerà a penalizzare l'eurozona per tutto il 2017.

«Tradizionalmente, quella europea è un'economia trainata dai prestiti bancari (anziché dai mercati dei capitali), in cui il settore bancario è il meccanismo di trasmissione centrale della crescita.»

Michael O'Sullivan

Minor sostegno per i mercati obbligazionari

Poiché i mercati obbligazionari dell'eurozona sono ora di fatto pilotati dalla BCE, il 2017 si dimostrerà decisivo per quanto riguarda il modo in cui la banca centrale affronterà i limiti logistici del suo ambizioso programma di quantitative easing e, in ultima analisi, la riduzione del medesimo verso fine anno o nel 2018. Per il settore bancario, un miglioramento della crescita (se avverrà), unitamente a un aumento dei rendimenti obbligazionari (se la BCE lo consentirà), sarebbe una combinazione desiderabile.

A un certo punto – che le nostre ipotesi collocano verso la fine dell'estate – i mercati potrebbero cominciare a scontare una riduzione del programma, con una conseguente diminuzione dei prezzi delle obbligazioni. Ciò segnerà un'importante svolta nelle strategie di compagnie assicurative, fondi pensione e investitori con bassa propensione al rischio. Nel mercato azionario, potrebbe invece associarsi a un cambiamento in direzione di un approccio meno difensivo/più ciclico. Il ridimensionamento del quantitative easing potrebbe tuttavia spingere i mercati a incorporare in misura maggiore il rischio paese tra gli stati membri dell'eurozona. La Spagna, ad esempio, dovrebbe presentare un premio di credito più basso rispetto all'Italia in virtù del profilo di crescita decisamente migliore e dello stato di relativa salute del suo settore bancario, mentre il Portogallo potrebbe prendere il posto della Grecia e diventare il nuovo motivo di apprensione per gli obbligazionisti, viste le sue disastrose finanze pubbliche. Infine, con il ciclo economico globale avviato verso la fase di ripresa e il proseguimento

del processo di inasprimento della politica monetaria da parte della Fed, l'euro rimarrà probabilmente attorno ai livelli attuali, e in alcuni momenti anche al di sotto, almeno nella prima parte del 2017.

Sfide politiche nella regione EMEA

Nel frattempo, la regione EMEA continuerà quasi certamente a evidenziare trend economici fortemente divergenti: i paesi esportatori di commodity del Medio Oriente, così come Russia e Sudafrica (se la situazione politica lo consentirà), dovrebbero continuare a riacquistare vigore a fronte della stabilizzazione dei prezzi delle materie prime. Timori di ordine politico ci inducono alla cautela sulla Turchia, mentre i paesi dell'Europa centrale e orientale si troveranno probabilmente divisi tra gli effetti di una crescita più stabile nell'eurozona e il rischio di ripercussioni geopolitiche dalla Russia. Resta poi da vedere se ci sarà la volontà politica per varare altre difficili riforme in Ucraina e se l'involuzione della Polonia, dopo i successi della sua trasformazione economica e politica degli scorsi decenni, farà altra strada. ■

Principali conclusioni per gli investitori

- Le incertezze sulla Brexit, i rischi politici e le intermittenti preoccupazioni sullo stato di salute delle banche europee causeranno probabilmente impennate di volatilità nei mercati degli attivi di rischio europei, rendendo meno appetibili i rendimenti corretti per il rischio delle azioni.
- Considerato che, a nostro giudizio, è improbabile che la Brexit sia seguita dall'uscita di altri stati membri dell'UE, le obbligazioni delle banche e le emissioni sovrane dei paesi periferici dovrebbero mostrare una buona tenuta. Vanno monitorati i rischi in Italia e Portogallo.
- L'eurozona dovrebbe registrare una crescita modesta. Tuttavia, considerato l'orientamento leggermente più restrittivo della Fed e quello ancora molto accomodante della BCE, un apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro appare improbabile. Dopo essere precipitata sotto il valore equo nel 2016, la sterlina dovrebbe stabilizzarsi.

Sylvio Castro, Head of Investment Advisory Brazil



Una direzione favorevole agli investitori

Gran parte dell'America latina ha vissuto un periodo di persistente debolezza da quando il superciclo trainato dalla Cina e dalle commodity si è interrotto nel 2014/15. Tuttavia, i progressi compiuti sul fronte valutario e delle partite correnti sono stati significativi. In seguito all'elezione di governi con orientamento riformista in alcuni paesi chiave, le possibilità di ripresa economica e di ulteriori avanzamenti dei mercati sono aumentate.

Gran parte dell'America latina ha attraversato un lungo periodo di crescita debole, o addirittura di recessione, a causa del recente calo dei prezzi delle materie prime innescato dal rallentamento in Cina. Alcuni problemi strutturali sottostanti, riconducibili a disuguaglianza dei redditi, sistemi d'istruzione inadeguati ed eccesso di regolamentazione, hanno esacerbato questa debolezza. Come prima cosa, le valute che erano largamente sopravvalutate negli anni del boom hanno subito gravi pressioni, costringendo le banche centrali a inasprire le politiche monetarie. Ciò ha acuito le tensioni nelle economie in cui la crescita del credito era stata eccessiva. Nel frattempo, i disavanzi fiscali si sono fortemente ampliati e hanno alimentato i timori di una nuova crisi del debito.

Riforme politiche nonostante i limiti finanziari

La paventata crisi del debito non si è ancora materializzata e non riteniamo verosimile che si verifichi nei prossimi anni per i seguenti motivi: il debito estero, in rapporto al PIL, è largamente inferiore rispetto alle precedenti crisi; una parte maggiore del debito è denominato in valuta locale, riducendo in tal modo la vulnerabilità; la quota di debito a carico dei governi è complessivamente diminuita. Inoltre, le riserve in valuta estera sono largamente superiori e la politica valutaria è più flessibile, il che consente un adeguamento più graduale al deterioramento del contesto esterno. Di fatto, i saldi delle partite correnti sono notevolmente migliorati negli scorsi 12 mesi.

I governi hanno però poco margine di manovra per allentare la politica fiscale o stimolare l'espansione del credito. È tuttavia incoraggiante il fatto che i neo-eletti governi con orientamento riformista abbiano avviato alcune riforme strutturali.

Sebbene sia difficile attuare riforme in un periodo di debole crescita dell'economia, rimaniamo cautamente fiduciosi nella prospettiva che tutti i principali paesi, tra cui Messico, Argentina, Colombia, Perù e, infine, anche il Brasile, facciano dei passi nella direzione giusta.

Il contesto più favorevole dovrebbe dare impulso a obbligazioni e azioni

A metà 2016, la fiducia di imprese e consumatori ha mostrato un miglioramento nella regione, sebbene in alcune nazioni, in particolare in Brasile, sia rimasta debole. Ciò suggerisce che le economie dell'America latina potrebbero essere a un punto di svolta. Inoltre, se si escludono quelle di Messico e Argentina, le valute hanno iniziato a rafforzarsi a inizio 2016, riducendo le spinte inflazionistiche. Con il calo dell'inflazione e l'inasprimento delle politiche fiscali, alcune banche centrali dovrebbero essere in grado di procedere a un graduale allentamento delle politiche monetarie.

Dato che i tassi d'interesse reali sono su livelli largamente superiori a quelli dei paesi sviluppati e degli altri mercati emergenti, questo contesto prefigura la possibilità di conse-

Principali conclusioni per gli investitori

- Dopo un prolungato periodo di debolezza, ci sono segnali di una moderata accelerazione della crescita in America latina, mentre l'inflazione sta calando. Le banche centrali dovrebbero essere in grado di allentare le politiche monetarie, anche se con prudenza.
- I livelli ancora relativamente alti dei tassi d'interesse reali dovrebbero consentire di conseguire ulteriori guadagni sui mercati del reddito fisso dell'America latina. I rendimenti generati dalle obbligazioni in valuta forte saranno probabilmente solo moderati. Le obbligazioni in valuta locale offrono invece un maggiore potenziale di guadagno, sebbene possano essere soggette a livelli più elevati di volatilità. Le valute dovrebbero mostrare una buona tenuta.
- Le prospettive per le azioni dell'America latina sono invece meno promettenti rispetto ad altri mercati emergenti dato che le loro valutazioni sono piuttosto elevate.

guire ulteriori guadagni sugli investimenti nei mercati obbligazionari dell'America latina. Al contrario del «taper tantrum» del 2013, le accresciute aspettative di un rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve statunitense verso la fine del 2016 hanno avuto solo un effetto marginale. Considerato il nostro scenario di base di un inasprimento molto graduale negli Stati Uniti, le obbligazioni dell'America latina dovrebbero mostrare una buona tenuta, anche se alcune valute subiranno temporaneamente nuove pressioni. Le prospettive per le azioni

latino-americane sono però contrastanti. Al momento della redazione, le azioni della regione scambiavano con un premio del 10% rispetto a quelle dei mercati emergenti globali. Erano inoltre piuttosto costose rispetto al loro livello storico decennale, e anche le aspettative per gli utili sembravano elevate. Tuttavia, i gestori di portafoglio globali hanno a quanto pare sottopesato le azioni latino-americane nel corso degli ultimi anni. Se le banche centrali allenteranno le politiche monetarie, ci sarà quindi spazio per un'ulteriore rivalutazione. ■



Colombia

L'attività economica in Colombia ha registrato una decelerazione nel 2016, a fronte della debolezza delle condizioni esterne e del basso livello dei prezzi delle materie prime. Tuttavia, nonostante gli elettori abbiano respinto la proposta di accordo di pace tra il governo e i ribelli delle FARC, la crescita economica dovrebbe evidenziare un leggero miglioramento nel 2017. Si prevede che l'inflazione scenda sino a circa il 4%, rientrando quindi nell'intervallo di riferimento ufficiale.

Messico

In Messico l'attività economica ha subito un rallentamento nel 2016 in un contesto di condizioni monetarie più restrittive, riduzione dell'attività mineraria e annunci di tagli della spesa pubblica. La fase di stallo delle riforme economiche e le maggiori aspettative d'inflazione, che rendono necessaria una politica monetaria più restrittiva, ci inducono a prevedere una crescita solo modesta nel 2017.

Perù

L'economia del Perù, paese in cui nel 2016 è stato eletto un presidente con orientamento favorevole ai mercati, continua a distinguersi in virtù di un tasso di crescita molto alto rispetto al resto della regione, grazie soprattutto all'aumento della produzione mineraria. Questi sviluppi positivi dovrebbero persistere nel 2017, grazie in parte alle riforme fiscali e alla stabilizzazione del tasso d'inflazione.

Cile

Il calo dei prezzi delle materie prime e la riduzione degli investimenti hanno causato una notevole debolezza dell'economia. Tuttavia, l'inflazione è rientrata nell'intervallo obiettivo e il consolidamento del bilancio è in linea con le previsioni. Per il 2017 ci aspettiamo una crescita ancora debole ma in miglioramento, con un livello d'inflazione più basso. Vi sono buone probabilità che un candidato riformista vinca le elezioni presidenziali di novembre.

Venezuela

L'inflazione a livelli estremi, una grave crisi economica con penuria di beni primari e una gestione economica carente hanno ulteriormente intensificato le tensioni sociali e politiche in Venezuela. Con i prezzi del petrolio ancora molto al di sotto dei massimi e senza importanti riforme in vista, le prospettive economiche per il 2017 continuano a essere difficili.

Brasile

L'economia brasiliana, la maggiore della regione, mostra qualche timido segnale di ripresa. Gli indicatori della fiducia si stanno stabilizzando, anche se a livelli bassi. Ci aspettiamo una lieve accelerazione del PIL nel 2017. Sebbene l'inflazione rimarrà probabilmente sopra l'obiettivo ufficiale del 5%, la sua graduale diminuzione dovrebbe consentire alla banca centrale di abbassare progressivamente i tassi. Uno scenario più positivo potrebbe scaturire dall'approvazione delle riforme strutturali da parte del Congresso, in particolare il tetto alla spesa pubblica e la riforma delle pensioni.

Argentina

In Argentina, il governo del nuovo presidente sembra aver imboccato la strada giusta, avviando un programma di politiche macroeconomiche più coerenti e credibili. Tuttavia, gli interventi sono stati onerosi in termini di attività economica e inflazione. L'inflazione rimane elevata, ma ciò è dovuto in buona misura alla liberalizzazione dei prezzi. L'allentamento monetario e, in parte, fiscale dovrebbe iniziare a dare impulso alla crescita economica nel 2017.

Messaggio di Francesco de Ferrari, Head of Private Banking Asia Pacific



Nel 2016 il contesto d'investimento è stato irto di ostacoli, caratterizzato da una crescita globale disomogenea, significative incertezze circa le politiche monetarie e importanti eventi politici come il referendum sulla Brexit e le elezioni presidenziali negli Stati Uniti. In condizioni operative così complesse, prendere decisioni d'investimento in chiave tattica ha continuato a essere difficile. Su un versante più positivo, trovo incoraggianti sviluppi, quali il graduale risanamento dell'economia globale – la tesi fondamentale di Credit Suisse per il 2017 – e, nei prossimi mesi, la maggiore chiarezza sul fronte politico negli Stati Uniti. Sono fermamente convinto che questi fattori offriranno ai nostri clienti e investitori interessanti opportunità nei prossimi 12 mesi.

A nostro giudizio, dopo una temporanea interruzione, si dovrebbe assistere a una ripresa del cambiamento dell'assetto dell'economia mondiale in direzione di una crescente influenza dei paesi in via di sviluppo. Ciò dovrebbe determinare un ulteriore aumento della portata e del volume degli attivi generati da imprenditori e

altri investitori in regioni come Asia Pacifico e America latina. Ritengo pertanto che per le banche come Credit Suisse si tratti di un'opportunità unica. Vi è tuttavia la necessità di adattare i modelli bancari tradizionali a un contesto in continua evoluzione e soddisfare le mutevoli esigenze dei clienti nelle regioni più dinamiche del mondo.

Con la formazione della nuova divisione Credit Suisse Asia Pacific, ci proponiamo di diventare la banca di fiducia degli imprenditori. A fronte della continua crescita della ricchezza e dell'espansione dei mercati finanziari nella regione Asia Pacifico, riteniamo che nel lungo termine vi siano notevoli opportunità per aiutare i nostri clienti, cioè voi, a beneficiare di questa crescita.

Alla luce delle prospettive di una crescita economica globale moderata nel 2017, riteniamo che gli attivi a minor rischio continueranno a scambiare a premio. Con ogni probabilità il trend in direzione di un approccio più bilanciato agli investimenti proseguirà, e i clienti cercheranno di costruire portafogli diversificati con esposizione a diverse classi di attivo che hanno storicamente mostrato una correlazione limitata. Un simile approccio multi-asset si concentra su molteplici fonti di rischio, generando al contempo un rendimento interessante. Questo rimane un importante criterio per gran parte dei nostri clienti in Asia. Grazie ai suoi mandati discrezionali e di consulenza, Credit Suisse Portfolio Solutions offre due approcci per aiutare i clienti a conseguire questi obiettivi d'investimento.

Gli investimenti alternativi (IA) come gli hedge fund o il private equity

stanno acquisendo rilevanza anche come elementi portanti dei portafogli diversificati. I clienti privati in Asia hanno storicamente mantenuto livelli di investimento molto bassi negli IA. Tuttavia, molti family office e altri investitori con un orizzonte d'investimento di più lungo termine e tolleranza a situazioni di illiquidità stanno aumentando le allocazioni in questi strumenti. Credit Suisse ripone grande fiducia negli IA, come dimostra la significativa esposizione a questa classe di attivo nella sua asset allocation strategica raccomandata (fino al 20% del portafoglio).

Al di là degli investimenti, le esigenze informative dei nostri clienti sono state trasformate dalle innovazioni tecnologiche. Nel 2015 abbiamo lanciato la nostra pluripremiata piattaforma digitale di private banking, concepita per consentire ai clienti asiatici di accedere in tempo reale e in modo semplificato alle conoscenze e competenze di Credit Suisse. È incoraggiante vedere come l'utilizzo della piattaforma abbia registrato un deciso aumento man mano che sono stati aggiunti nuovi dispositivi e funzionalità.

Posso assicurarvi che nel corso del 2017 continueremo ad aiutare i nostri clienti a fronteggiare i rischi e a realizzare le opportunità d'investimento fondamentali per i nostri investitori privati. Continueremo inoltre a identificare nuove opportunità commerciali di lungo termine per i nostri investitori corporate. ■



John Woods, Chief Investment Officer Asia Pacific

Ottimisti ma con prudenza

L'invidiabile stabilità che ha caratterizzato la crescita asiatica negli ultimi cinque anni sembra destinata a proseguire nel 2017 con una probabile espansione della regione del 5,9%, un valore simile a quello registrato nel 2016. Delle 10 maggiori economie che seguiamo, sette dovrebbero registrare tassi di crescita superiori. Solo in tre casi si prevede una decelerazione della crescita.

I tassi di crescita assoluta nella regione Asia Pacifico si mantengono a livelli interessanti, in particolare nel confronto con gli standard internazionali. Di fatto, i tassi di crescita in Asia si sono dimostrati straordinariamente stabili con una variazione inferiore all'1% sull'arco degli ultimi cinque anni, il che la dice lunga sulla flessibilità di cui i responsabili politici godono nella gestione dell'economia tramite stimoli fiscali o monetari. Ciononostante, gli stimoli sono fondamentalmente ciclici e in grado di sostenere l'economia solo per un periodo di tempo limitato. Gli investitori possono attendersi variazioni minime nel debole orientamento in calo della crescita – un effetto collaterale di una tendenza al ribasso apparentemente permanente nel commercio globale – che riteniamo proseguirà fino a quando la superpotenza economica della regione, la Cina, si stabilizzerà. In linea con ciò, i responsabili politici nella regione si sono concentrati sulla promozione di fonti alternative di crescita.

Ribilanciamento dei consumatori

Il ribilanciamento economico, dalle esportazioni manifatturiere ai consumi improntati ai servizi, rappresenta il rischio di crescita critico dell'Asia. Per fortuna, la transizione dell'Asia sembra aver intrapreso una solida rotta. Perlopiù, la portata e la velocità del cambiamento nei segmenti dei consumi e delle infrastrutture sono tali da decretare il probabile predominio di questi due settori nelle strategie d'investimento dei clienti per i prossimi anni, forse decenni. Nel 2016, ad esempio, i consumi e gli investimenti in Asia (Giappone escluso) hanno contribuito rispettivamente per il 3,4% e il 2,0% alla crescita della regione, pari al 5,9% (con un apporto dello 0,1% fornito dalle esportazioni nette). Inevitabilmente, fare eccessivo affidamento sui consumi comporta dei rischi, in particolare se sono finanziati dal debito. Tra il 2008 e il 2015, ad esempio, secondo l'Institute of International

Finance, il boom dei prezzi immobiliari, degli acquisti di veicoli e di beni acquistati con finanziamenti delle famiglie e con carte di credito, tra le altre cose, ha fatto incrementare i crediti al consumo, in proporzione al PIL, da circa il 38% al 55%. Questi parametri non sono particolarmente elevati rispetto agli standard dei mercati sviluppati, ma celano significative differenze regionali. Ad esempio, nel 2015, in India e in Indonesia è stato registrato un rapporto tra indebitamento delle economie domestiche e PIL rispettivamente del 10% e del 15%. Per contro, nello stesso anno, i rapporti di indebitamento delle economie domestiche per la Corea (88%) e Taiwan (83%) sono stati decisamente elevati e, in prospettiva, rappresentano dei rischi per la crescita se i tassi d'interesse dovessero aumentare e/o le economie domestiche dovessero scegliere o essere costrette a ridurre l'indebitamento. In particolare, la Malesia (71%) e la Thailandia (70%) rappresentano rischi reali, in quanto i loro indicatori sono fondamentalmente raddoppiati tra il 2008 e il 2015.

Tuttavia, il nostro scenario di base per il 2017 non prevede una riduzione forzata del debito delle economie domestiche e del debito societario e/o sovrano. È altamente probabile che il peggio per il boom creditizio asiatico sia passato e che l'accumulo di ulteriore debito rallenti nel corso del tempo. Pertanto, riteniamo che gli afflussi di capitale si manterranno su livelli elevati, riflettendo un'ampia liquidità in dollari USA e un differenziale dei tassi reali stabile tra l'Asia e gli USA. Inoltre, siamo dell'opinione che le aspettative di deprezzamento valutario si manterranno entro margini prudenti.

Spesa in infrastrutture in Asia

La seconda fase dell'iniziativa di crescita asiatica, l'investimento in infrastrutture, è considerata complementare alla spesa al consumo e uno strumento efficace per stimolare la crescita, creare occupazione e aumentare la produttività. Si prevede che nel 2017 la spesa in infrastrutture farà salire la crescita regionale dell'1,5% circa (rispetto allo 0,5% nel 2016), ampiamente trainata dalla Cina e dalla sua mega-iniziativa per 160 miliardi di dollari USA «One Belt, One Road (OBOR)». Inoltre, tale spesa proseguirà probabilmente per numerosi anni. A titolo di esempio, nella sua relazione sullo sviluppo del 3° trimestre 2016, l'Asian Development Bank afferma che entro il 2020 i paesi asiatici investiranno in progetti infrastrutturali una cifra pari a 8000 miliardi di dollari USA. Ciò che traina la spesa, al di là della necessità di riparare e migliorare le infrastrutture >

esistenti, è l'inarrestabile migrazione delle persone verso le città della regione. La pressione che ciò esercita sulle infrastrutture esistenti e spesso precarie richiede in genere ingenti investimenti in servizi di trasporto, sussidi sociali e servizi di pubblica utilità. Con gli investitori globali alla ricerca di rendimenti in uno scenario di tassi d'interesse ai minimi storici e dove le partnership tra settore pubblico e privato stanno rapidamente diventando un tipo di accordo commerciale meglio accettato, le spese e gli investimenti in progetti infrastrutturali implicheranno probabilmente un aumento del numero di progetti finanziati e implementati con successo.

Tuttavia, le spese destinate alle infrastrutture non sono esenti da rischi o costi, come dimostra la leggendaria fame cinese di nuove costruzioni. Il denaro proveniente da sussidi (di banche di proprietà statale) può portare a errate allocazioni negli investimenti, da cui derivano capacità in eccesso, enormi sprechi e (inevitabilmente) crediti deteriorati nel sistema bancario. Ciononostante, la domanda regionale per la spesa in investimenti è così elevata che, nel complesso, la sua importanza strategica ai fini della crescita è destinata ad aumentare, come dimostra l'apertura dell'Asian Infrastructure Investment Bank a Pechino nel 2016.

Opinione in miglioramento sulla Cina

La nostra opinione ottimista ma cauta verso l'Asia riflette il miglioramento del nostro giudizio sulla Cina. Dopo circa sei anni di decelerazione economica apparentemente inarrestabile, l'economia cinese sta mostrando segnali di stabilizzazione, il che ci ha incoraggiati a rivedere le nostre previsioni di crescita del PIL al rialzo dal 6,5% al 6,6% su base annua per il 2016

e dal 6% al 6,3% su base annua per il 2017. In particolare, assistiamo a una continua compensazione della transizione dalla «vecchia» economia basata sul settore manifatturiero alla «nuova» economia basata sui servizi.

Ad esempio, mentre il settore delle esportazioni cinese potrà trovarsi ad affrontare delle sfide, la solidità dell'economia interna – in particolare nel settore terziario – dovrebbe sorprendere al rialzo. La costante ripresa dei prezzi delle materie prime globali dovrebbe sostenere i profitti industriali, che a loro volta dovrebbero supportare il mercato occupazionale e la spesa al consumo. Anche il settore immobiliare rimarrà probabilmente solido, portando a una diminuzione dei livelli delle scorte e a una ripresa degli investimenti in immobilizzazioni. A fronte di uno scenario così positivo, è improbabile che lo yuan registri picchi di volatilità, sebbene continuiamo ad attenderci un modesto, controllato deprezzamento verso 7,00 rispetto al dollaro USA entro la fine del 2017.

Strategia asiatica

Un mix favorevole di solida crescita economica, valutazioni ragionevoli e miglioramento della redditività ci indica che le azioni emergenti asiatiche registreranno una buona performance nel 2017, forse addirittura migliore delle loro controparti nel resto del mondo. In considerazione del fatto che la liquidità globale ha contribuito a lungo a dettare i prezzi delle azioni asiatiche, la performance potrebbe addirittura essere migliore se gli afflussi di capitale dovessero aumentare.

Le stime di consenso della crescita degli utili per azione del 12,3% per l'MSCI Asia ex-Japan (rispetto al -5% nel 2016) sottolineano l'ottimismo degli analisti, con la sovraperformance

Fig. 1 **Segnali di stabilizzazione della crescita**

PIL (a/a, %) e indice dei responsabili degli acquisti cinesi (PMI)
Fonte: Bloomberg, Credit Suisse. Dati aggiornati al: 31/10/2016

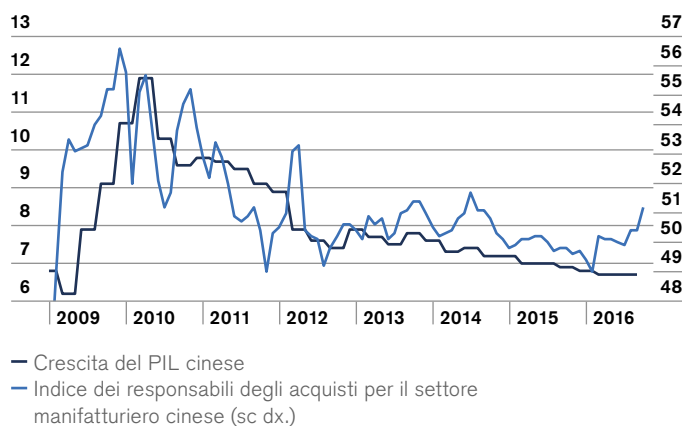


Fig. 2 **Ribilanciamento verso i consumi improntati ai servizi**

Contributo al PIL reale asiatico (% a/a)
Fonte: Credit Suisse. Dati aggiornati al: 2017 (previsione)

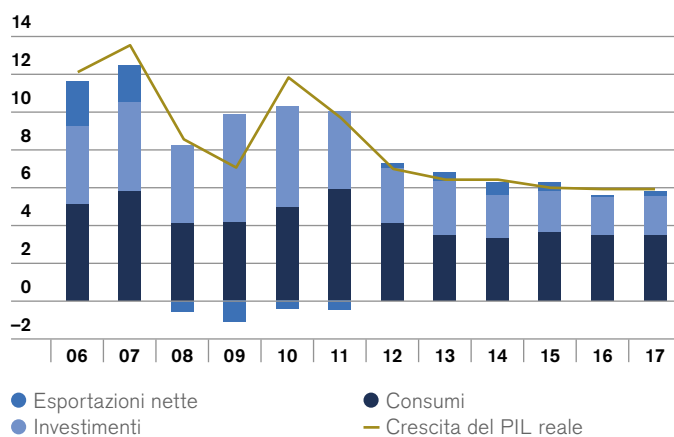
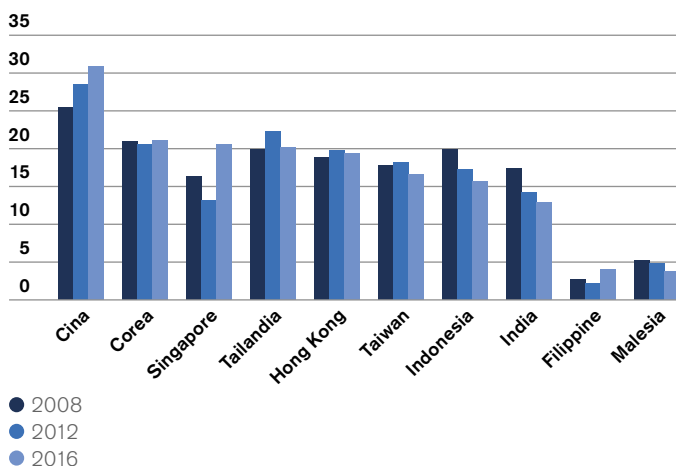


Fig.3 **Le infrastrutture saranno un importante propulsore di crescita nel 2017**

Spesa infrastrutturale per paese (% del PIL)*

Fonte: FMI, Credit Suisse. Dati aggiornati al: 30/09/2016

*Si osservi che i dati del 2016 sono basati su stime del FMI e governative.



dei titoli ciclici (titoli finanziari, tecnologici e materie prime). Prevediamo che i mercati della Cina e di Hong Kong traineranno le azioni regionali nel 2017, in quanto la ripresa degli utili, le valutazioni allettanti e una liquidità solida accelerano i flussi verso Sud/Nord. La storia macroeconomica robusta dell'India rimane intatta; e una ripresa nella crescita degli utili dovrebbe continuare a sostenere il mercato al rialzo. Le azioni della Corea del Sud e di Taiwan metteranno probabilmente a segno performance migliori delle loro controparti del Sud-Est asiatico, che si trovano di fronte a utili moderati o a valutazioni costose.

Nel comparto del reddito fisso, nonostante il probabile aumento dei tassi d'interesse statunitensi e le valutazioni moderatamente elevate, prevediamo che il credito investment grade asiatico in dollari USA metterà a segno rendimenti totali intorno al 4% nel 2017, in forte discesa rispetto all'8% registrato nel 2016. Utilizzando l'indice JACI Investment Grade come indicatore di portafoglio, le nostre aspettative in termini di rendimento totale riflettono un rendimento corrente del 3,8%, un'attesa contrazione degli spread di 45 pb a compensazione di un aumento dei rendimenti dei Treasury USA a 5 anni intorno ai 30 pb.

Con i rendimenti ai minimi, le nostre aspettative di rendimento riguardano meno le valutazioni che i fattori tecnici, in particolare il capitale estero alla ricerca di opportunità di rendimento superiori corrette per il rischio. Tuttavia, a nostro avviso sussistono dei rischi, nello specifico in relazione

all'effetto sugli spread se il merito di credito sovrano e societario diminuisse in caso di un aumento dei livelli di indebitamento e dei tassi di insolvenza. Il nostro scenario di base per la crescita e il credito asiatici indica che ciò non si verificherà. Tuttavia, continuiamo a monitorare attentamente gli sviluppi per assicurarci che le nostre esposizioni raccomandate continuino a essere prudenti e appropriate. ■

Principali conclusioni per gli investitori

- L'Asia può contare su una crescita stabile nel 2017, sostenuta da una transizione strutturale dalle esportazioni manifatturiere ai consumi improntati ai servizi.
- Il nostro parere in miglioramento sull'Asia riflette il nostro giudizio più ottimista sull'economia cinese, dove crediamo che la dinamica interna – in particolare nel settore dei servizi – riserverà sorprese positive.
- Un mix favorevole di solida crescita economica, valutazioni ragionevoli e miglioramento della redditività ci indica che le azioni emergenti asiatiche registreranno una buona performance nel 2017, forse addirittura migliore delle loro controparti nel resto del mondo.

Joe Prendergast, Head of Financial Markets Analysis



Passaggio di testimone

Nonostante alcune incertezze politiche, la solida crescita negli Stati Uniti e l'orientamento lievemente più restrittivo della Fed dovrebbero sostenere i rendimenti statunitensi nel 2017, limitando i guadagni azionari e obbligazionari, ma creando le condizioni per un apprezzamento del dollaro USA.

Il fatto che il Presidente sia un esponente del partito Democratico o Repubblicano non ha in genere preoccupato più di tanto i mercati finanziari statunitensi, ma la prospettiva di Donald Trump alla Casa Bianca nel 2017 non può essere ignorata. Da un lato vi è una maggiore incertezza politica, con particolari rischi per gli scambi commerciali e le relazioni internazionali più in generale. Dall'altro, vi sono il quadro di solida crescita della parte finale del 2016 e le buone probabilità che il Congresso sia più disposto a sostenere il programma di Trump di espansione fiscale e riduzioni delle imposte per il prossimo anno, nonché le possibili agevolazioni fiscali sul rimpatrio degli utili generati all'estero dalle imprese americane. Pur aspettandoci nel complesso performance solo modeste sul mercato azionario statunitense, prevediamo che le azioni sovraperformino i Treasury USA.

Rendimenti obbligazionari USA in aumento

Poiché si prevede una crescita dell'economia statunitense intorno al 2% e una prudente ripresa dell'inasprimento della politica monetaria da parte della Federal Reserve (Fed), ci aspettiamo un aumento dei rendimenti obbligazionari dei Treasury USA e un irripidimento della curva dei rendimenti statunitense. La percezione che la banca centrale USA stia procedendo con cautela per assicurare che il rischio di deflazione si sia evoluto in rischio di inflazione dovrebbe essere sostenuta dall'aumento dei salari e dalla ripresa dei prezzi del petrolio. Questo, a sua volta, dovrebbe supportare la ripresa delle aspettative di inflazione e la fiducia che i tassi possano normalizzarsi in maniera molto più significativa nel medio termine. Anche l'apparente scontento tra le altre banche centrali rispetto agli effetti dei programmi di quantitative easing (QE) in corso potrebbe influenzare il mercato statunitense, in quanto i passi verso il graduale ritiro del QE supportano più ampiamente gli incrementi dei rendimenti. Nel 2017 prevediamo una tendenza al rialzo per il rendimento USA a 10 anni, che dovrebbe attestarsi oltre il 2,0%.

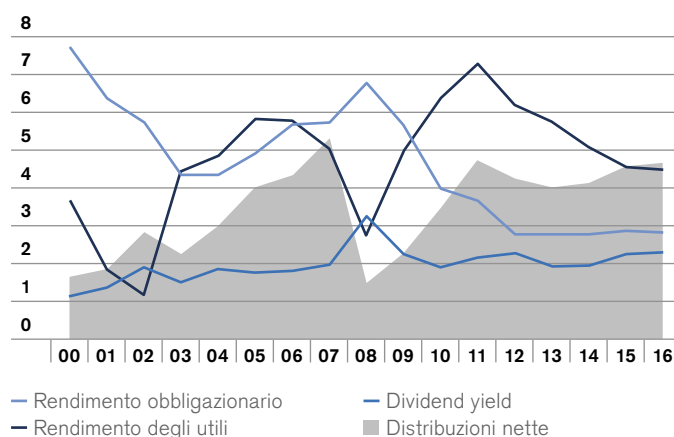
Improbabile generazione di utili, potenziale azionario frenato negli USA

Alla luce delle moderate prospettive di crescita economica negli Stati Uniti, l'attuale aspettativa di consenso di un aumento del 13% degli utili dell'S&P 500 sarà probabilmente disattesa nel 2017. Se non è irrealistico attendersi che un rialzo degli utili in ambito energetico condurrà a una ripresa, l'aspettativa di una crescita superiore al 9% – comparto energetico escluso – sembra ottimistica. I benefici per le aziende statunitensi derivanti dal calo dei costi di finanziamento e dall'ottimizzazione fiscale hanno senz'altro raggiunto un picco, sia nei fatti sia sul piano politico. Inoltre, i costi del personale sono in aumento e gli ostacoli al commercio e alla crescita persistono. Anche considerando un moderato stimolo fiscale tramite la spesa per infrastrutture e una possibile riforma sulla fiscalità delle imprese, incluse le disponibilità liquide derivanti dal rimpatrio del credito d'imposta estero, prevediamo una crescita degli utili USA – comparto energetico escluso – tra il 4% e il 7%. Nell'ambito delle valutazioni a 2016 inoltrato, con un rapporto prezzo/utili superiore a 17, ciò lascia un potenziale di rialzo limitato per l'S&P 500. Inoltre, l'attività di riacquisto di azioni proprie è destinata a calare con l'attuale incremento dei rendimenti obbligazionari, mettendo alla prova le valutazioni azionarie mentre i rendimenti da distribuzioni

Fig. 1 **Convergenza del rendimento degli utili USA con le distribuzioni nette**

Il rendimento obbligazionario è il rendimento delle obbligazioni corporate USA con rating A; distribuzioni nette = dividendi + riacquisti di azioni – emissioni azionarie (% annua)

Fonte: Bloomberg, Credit Suisse. Dati aggiornati al: T2 2016 (annualizzati)



diminuiscono. Come mostra la figura 1, la tendenza tra rendimenti da utili e dividendi sta ora convergendo a un livello più basso, in quanto gli utili faticano a mantenere il passo con le distribuzioni. In assenza di una più rapida crescita degli utili, vediamo modesti guadagni di capitale per le azioni USA nel 2017 e prevediamo un rendimento totale del 3–5%. I settori azionari difensivi quali le telecomunicazioni e i servizi di pubblica utilità statunitensi saranno probabilmente soggetti a pressione con l'aumento dei rendimenti obbligazionari. In previsione di una crescita dei ricavi sostenuta, è meno probabile che nella sanità e nell'IT gli utili e le distribuzioni vengano penalizzati. Un settore che ha sottoperformato nel 2016, ma che potrebbe beneficiare di uno scenario di rendimenti in graduale ripresa, è quello dei finanziari USA. La potenziale sovraperformance di questo settore offre una protezione allettante dai rendimenti dei Treasury statunitensi in aumento.

Credito USA minacciato dal maggiore grado d'indebitamento

Il 2017 sarà probabilmente un anno più complesso per le obbligazioni societarie statunitensi. Gli emittenti correlati alle materie prime possono costituire un'importante eccezione, contribuendo alla stabilità del mercato e al rendimento. Il settore energetico ha assistito a un consistente calo del grado d'indebitamento nel 2015/2016 adeguandosi alla flessione dei prezzi del petrolio, pertanto ora potrebbe registrare una consistente ripresa a fronte di prezzi del petrolio più alti e del programma di Trump favorevole a un aumento della produzione di combustibili fossili. Ciò si dovrebbe tradurre in tassi d'insolvenza inferiori e in un certo miglioramento dei tassi di ripresa, entrambi bassi in questo ciclo. Tuttavia, molti altri settori stanno aumentando il livello d'indebitamento. Pertanto, dopo il brusco calo dei rendimenti del 2016, è improbabile che si verifichi un'ulteriore compressione degli spread del credito high yield USA, a meno che l'economia non registri un andamento migliore del previsto. Il debito high yield dovrebbe ancora sovraperformare il credito non finanziario investment grade USA nel 2017, principalmente in virtù del suo carry più elevato e della sua duration inferiore. Si prevede, inoltre, che le obbligazioni del settore finanziario USA sovraperformeranno quelle non finanziarie. In un'ottica internazionale, l'accumulo di notevoli spread creditizi statunitensi rispetto a quelli esteri indica che gli afflussi stranieri nei mercati chiave investment grade statunitensi riprenderanno probabilmente nel 2017, limitando gli incrementi dei rendimenti. Analogamente, per gli investimenti con una duration maggiore, si preferisce il settore societario USA rispetto agli altri principali mercati.

Dollaro USA vicino a un punto di svolta

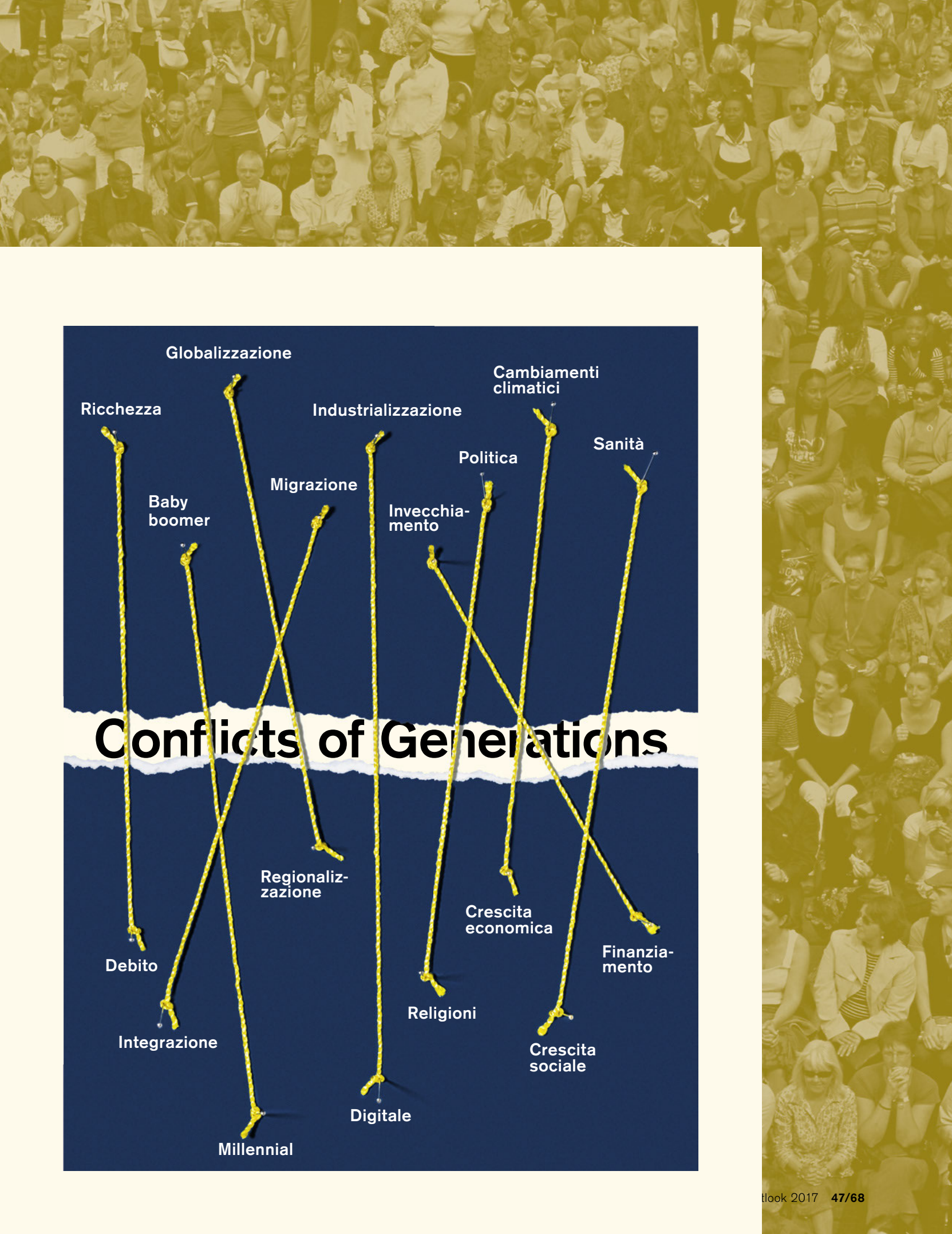
Poiché la Fed sta gradualmente riprendendo la politica di inasprimento e gli spread dei rendimenti statunitensi si stanno

ampliando rispetto a quelli esteri, il dollaro finirà per trarne beneficio. Avendo registrato un certo indebolimento nei confronti dell'euro, del franco svizzero e dello yen giapponese da dicembre 2015, il dollaro dovrebbe raggiungere un punto di svolta e poi, nel 2017, registrare una tendenza al rialzo rispetto alle principali valute. L'indebolimento del dollaro nel 2016 è in parte imputabile alla drastica revisione del ritmo con cui si prevede che la Fed inasprirà la propria politica monetaria nel 2017. Tuttavia, la flessione riflette anche una reazione naturale alle prime fasi di inasprimento. Di fatto, con l'indebolimento del dollaro nel 2016, le politiche monetarie delle altre banche centrali, compresi i tassi d'interesse ampiamente negativi, hanno assistito a un ampliamento degli spread dei tassi d'interesse a favore degli USA, analogamente a quanto avviene in un «normale» ciclo dei tassi d'interesse. Pertanto, ci aspettiamo un apprezzamento del dollaro più deciso nel 2017. Gli investitori non statunitensi dovrebbero monitorare ulteriori episodi di debolezza del dollaro a inizio 2017, che potrebbero offrire un'opportunità per accumulare la valuta e aggiungere esposizione alla ricerca di rendimento e di potenziali guadagni valutari. ■

Principali conclusioni per gli investitori

- La crescita degli utili è necessaria per supportare le valutazioni azionarie più elevate. Con minori riacquisti, rendimenti in aumento e aspettative sugli utili passibili di delusioni, prevediamo che i rendimenti totali dell'indice S&P 500 nella regione ammonteranno solo al 3–5% nel 2017.
- Gli indicatori creditizi statunitensi stanno peggiorando, ma una solida ripresa del mercato dell'energia dovrebbe ridurre le insolvenze e aumentare i tassi di recupero per il prossimo anno, supportando i crediti high yield statunitensi in uno scenario caratterizzato da rendimenti in aumento.
- Gli investitori non statunitensi dovrebbero monitorare ulteriori episodi di debolezza del dollaro, che potrebbero offrire opportunità per accumulare la valuta e aggiungere esposizione alla ricerca di rendimento e di potenziali guadagni valutari nel 2017.





Conflicts of Generations

Globalizzazione

Ricchezza

Industrializzazione

Cambiamenti climatici

Baby boomer

Migrazione

Invecchiamento

Politica

Sanità

Regionalizzazione

Crescita economica

Debito

Integrazione

Religioni

Finanziamento

Crescita sociale

Digitale

Millennial



Conflitti generazionali

Un mondo sempre più polarizzato

Per circa 50 anni dopo la Seconda guerra mondiale, le nazioni più sviluppate hanno goduto di un periodo di fiorente prosperità e pace economica, sociale, religiosa e politica. Oggi, però, questa serenità appare minacciata su più fronti da crescenti tensioni che in parte rischiano seriamente di degenerare.

A lungo si è guardato alla globalizzazione e al commercio internazionale come risorse di crescita per i paesi a basso costo e di potere d'acquisto per quelli ad alto costo: una tipica situazione win-win. La tecnologia ha mantenuto la promessa di condizioni di lavoro più agevoli e maggiore produttività, un vantaggio per lavoratori e imprenditori. La circolazione delle persone veniva accolta favorevolmente perché incentivava la crescita e l'arricchimento reciproco. L'eco dei conflitti si avvertiva provenire a debita distanza dai paesi meno sviluppati e si rifletteva nei premi al rischio dei loro attivi. Oggi però le cronache raccontano tutta un'altra storia. Nel panorama di un tasso di disoccupazione giovanile e dei lavoratori meno qualificati dei mercati sviluppati che si mantiene costantemente elevato dalla crisi finanziaria e del debito europeo, la globalizzazione, il commercio internazionale e la tecnologia appaiono come temibili minacce per i posti di lavoro. Il simultaneo accumulo

di ingenti ricchezze e di un debito pubblico vertiginoso combinato con le crescenti disuguaglianze di reddito negli Stati Uniti e in Europa ha alimentato un senso di frustrazione e malcontento in ampie fasce della popolazione di queste aree geografiche e stimolato l'appetito di ridistribuzione fiscale. La migrazione di massa da paesi in guerra e la dilagante inettitudine dimostrata dagli establishment politici nel trovare una risposta adeguata non hanno fatto che aggravare un contesto socio-economico già messo a dura prova. Cittadini scontenti si mobilitano all'interno di movimenti politici che aspirano a ridisegnare, talvolta anche radicalmente, gli assetti attuali. Forze populiste che in passato trovavano terreno più fertile nei mercati emergenti, storicamente più afflitti da disuguaglianze e conflitti sociali, si stanno ora facendo largo anche nel mondo sviluppato. Va detto che questi movimenti spesso riflettono timori legittimi in ordine a giustizia sociale, sicurezza, salute e tutela ambientale, sempre più sentiti

dai cittadini di tutto il mondo. Quali sono le vere questioni in gioco? Quali sono i loro effetti su economia e mercati finanziari? In che modo investitori e banche possono contribuire a trovare soluzioni? Questi sono alcuni dei quesiti che abbiamo posto a specialisti degli investimenti e leader di pensiero di Credit Suisse in occasione di una conferenza d'investimento interna tenutasi il 27 settembre 2016 a Zurigo e moderata da Bob Parker, Senior Advisor di Credit Suisse. In questo report vogliamo condividere gli spunti chiave di quella giornata con i nostri investitori e clienti. Il nostro Investment Outlook trae forte ispirazione da questa analisi e offre spunti concreti improntati alle conclusioni cui siamo pervenuti.



Da sinistra a destra: Bob Parker, Strategic Advisor, Investment Strategy, Credit Suisse; Oliver Adler, Head of Economic Research, Credit Suisse; Neville Hill, Global Economics & Strategy, Credit Suisse; John Woods, CIO Asia Pacific, Investment Strategy, Credit Suisse; Joseph G. Carson, Global Economic Research, AllianceBernstein



► **Quali sono le tensioni e le polarizzazioni più preoccupanti?**

Michael Strobaek, Global CIO and Head of Investment Solutions & Products, Credit Suisse

Migrazione versus integrazione

L'attrito tra migrazione e integrazione è uno dei fenomeni che al momento suscita più malcontento e fornisce più argomentazioni al populismo. La migrazione è aumentata vertiginosamente nell'ultimo decennio. Tra il 2000 e il 2015 la popolazione mondiale è cresciuta del 17% – e il numero di migranti è salito del 30%. Molti di loro sono in età da lavoro, ma possiedono un basso livello di istruzione e questo crea gravi problemi di integrazione per i paesi ospitanti. Le barriere linguistiche e le differenze culturali non fanno che complicare gli sforzi per integrare questi soggetti nei paesi di destinazione.

Invecchiamento versus finanziamento

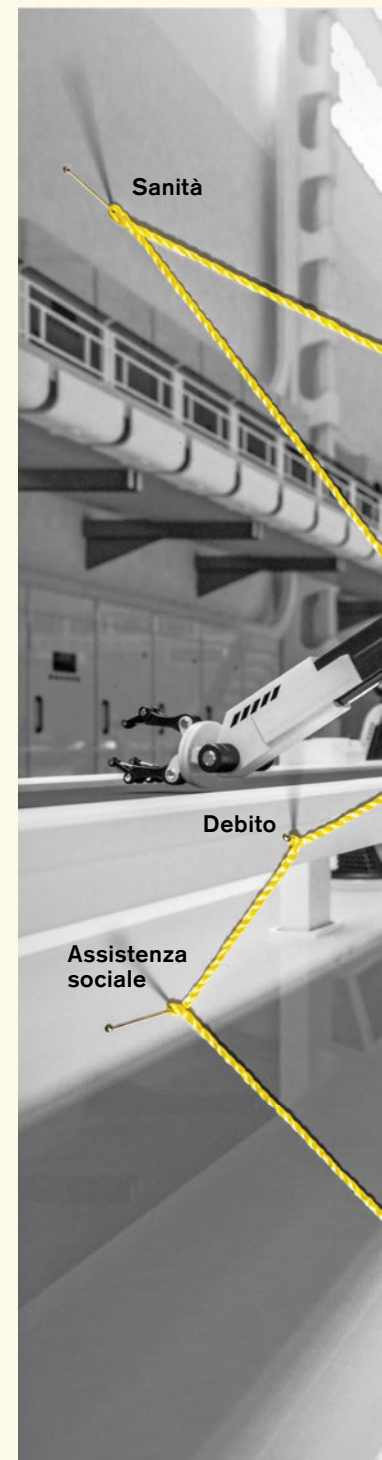
Uno dei più importanti traguardi economici e finanziari del secondo dopoguerra è stata l'implementazione di piani previdenziali che hanno aiutato a eradicare la povertà durante la vecchiaia. Oggi siamo però arrivati al punto in cui i sistemi previdenziali sono semplicemente insostenibili

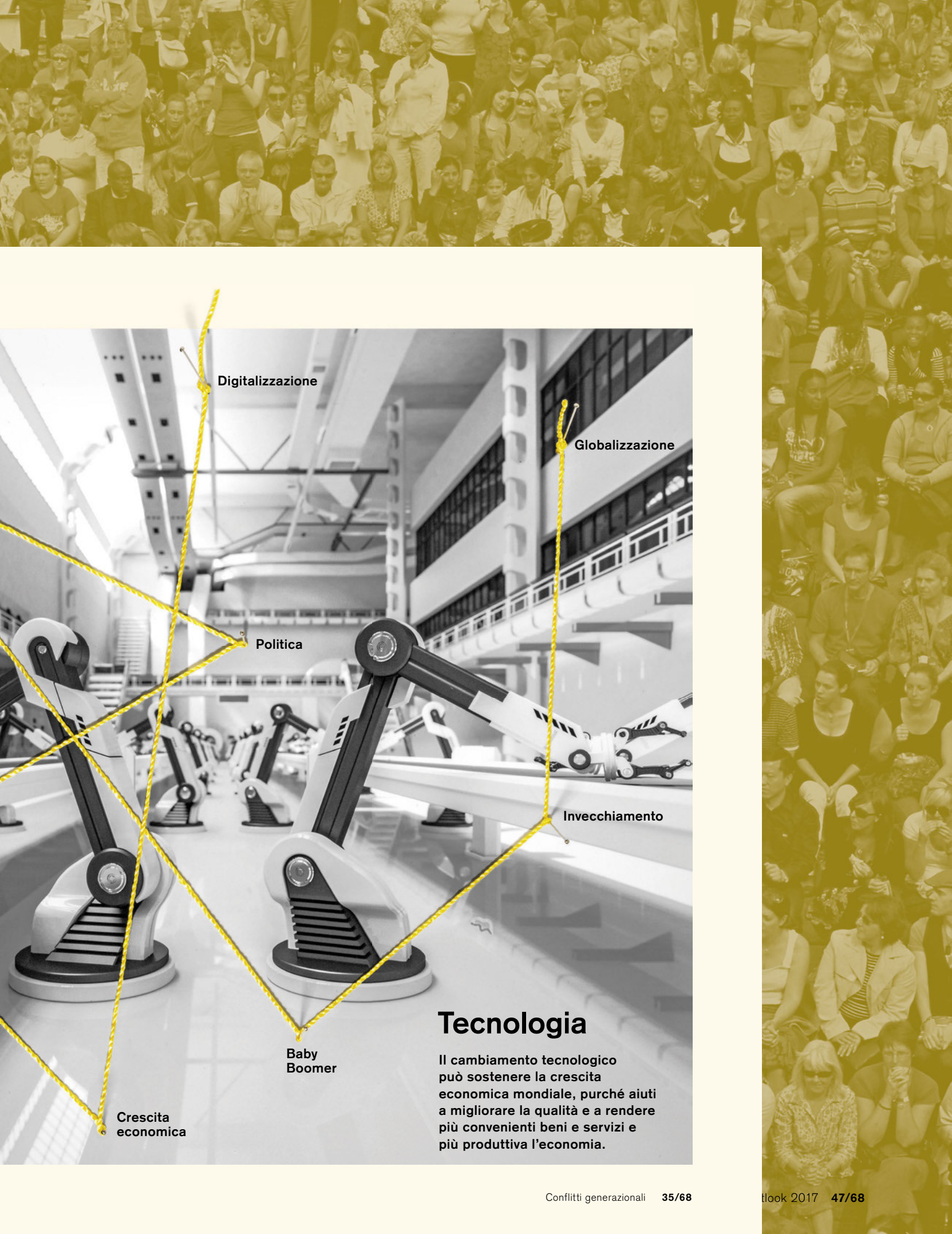
dal punto di vista economico. Se nel 2015 si contavano ancora sette persone attive per ogni pensionato, le previsioni per il 2050 parlano di soli 3,5 lavoratori. L'invecchiamento della popolazione è di per sé un inequivocabile segno di progresso nella sanità pubblica e testimonianza di un mondo pacifico – il numero di conflitti armati è diminuito sensibilmente dalla Seconda guerra mondiale. Ma con un rendimento negativo su circa il 30% dei titoli di Stato globali, il settore pubblico e i fondi pensione aziendali incontreranno difficoltà sempre maggiori a onorare i propri impegni. Se i tassi d'interesse continuassero a ruotare attorno ai livelli minimi attuali per altri cinque anni, per le società con organici anagraficamente più anziani (quelle con un numero di lavoratori attivi troppo esiguo rispetto al numero di pensionati) potrebbe addirittura palesarsi lo spettro del fallimento, sempre che i benefici pensionistici non vengano ridotti e l'onere sul personale attivo non venga aumentato. In quest'ultimo caso si rischia una rivolta dei lavoratori contro i benefici di pensionati considerati privilegiati.

Ricchezza versus salute

La crescita e la prosperità economica allargano anche l'impronta ecologica

>





Digitalizzazione

Globalizzazione

Politica

Invecchiamento

Baby
Boomer

Crescita
economica

Tecnologia

Il cambiamento tecnologico può sostenere la crescita economica mondiale, purché aiuti a migliorare la qualità e a rendere più convenienti beni e servizi e più produttiva l'economia.

dell'economia. Un esempio emblematico: il PIL globale è cresciuto del 13% tra il 2008 e il 2013, con un contemporaneo incremento dell'inquinamento globale dell'aria urbana dell'8%. Questa tendenza è più evidente in economie emergenti come Cina e Indonesia e comporta un costo globale: l'Organizzazione Mondiale della Sanità stima che nel 2013 si siano persi 5,5 milioni di vite a causa di malattie

«Il più grave problema mondiale è la distribuzione/ridistribuzione della ricchezza.»

Michael Strobaek

associate all'inquinamento dell'aria dentro e fuori le abitazioni. Queste e altre morti premature hanno un costo per l'economia che si aggira attorno a USD 5000 miliardi a livello globale. Un altro fenomeno di polarizzazione globale è dato da un lato dal problema dell'obesità che affligge i paesi ricchi, con conseguenti problemi di salute come diabete, artrite e disturbi coronarici, solo per citarne alcuni, e dall'altro dalla malnutrizione con cui sono ancora alle prese i paesi poveri. La triste realtà è che le nazioni benestanti sprecano 1,3 miliardi di tonnellate di cibo ogni anno, che sarebbero sufficienti a sfamare 868 milioni di persone. Non



Michael Strobaek Global CIO and Head of Investment Solutions & Products, Credit Suisse



Magnus Lindkvist TED speaker, Author, Speakersnet

c'è bisogno di ricordare come questi profondi contrasti alimentino ulteriormente il malcontento, la frustrazione e i conflitti.

Uomo versus macchina

La tecnologia è ormai parte integrante della nostra vita, nella sfera privata come in quella professionale. È difficile immaginare di lavorare senza un computer e i relativi software; e gli smartphone hanno ormai raggiunto ogni angolo del mondo. Nel 2003 erano 500 milioni i dispositivi connessi a Internet a fronte di una popolazione globale di 6,3 miliardi di persone. Entro il 2020 si stimano 50 miliardi di dispositivi connessi al web a fronte di una popolazione globale di 7,6 miliardi. Ma, per quanto la tecnologia ci semplifichi la vita, accresca le nostre conoscenze e ci aiuti a comunicare in modo più efficiente – basti pensare a piattaforme quali WhatsApp, Instagram e Twitter –, non ha saputo impedire il generale calo della produttività del lavoro. Il dubbio di una diffusione tecnologica iniqua è quindi più che fondato.

«Una delle crisi esistenziali nella finanza è l'impossibilità di monetizzare efficacemente molti dei servizi che ci sembrano inestimabili.»

Magnus Lindkvist

► Fino a che punto queste tensioni si riflettono a livello macroeconomico?

Oliver Adler, Head of Economic Research, Credit Suisse

L'economia globale potrebbe crescere solo marginalmente dal 2016 al 2017. Tendenze demografiche sottostanti a parte, la timida attività d'investimento aziendale dovrebbe continuare a frenare la crescita. Le rapide trasformazioni tecnologiche in atto non si traducono ancora in un aumento della produttività del lavoro a livello macroeconomico. A ogni modo, grazie alla riduzione dei debiti delle famiglie e ai notevoli progressi compiuti dai sistemi bancari delle economie più avanzate, il rischio di una recessione indotta da stress finanziari è stato mitigato. Tuttavia, il margine d'azione dei governi per cercare di stimolare la crescita è decisamente minimo per via dell'elevato debito del settore pubblico. La politica monetaria dovrà dunque continuare a offrire sostegno, anche se le banche centrali dovrebbero iniziare a pensare a misure più flessibili e meno meccaniche.

«Considerate le crescenti polarizzazioni, la strategia d'investimento richiede elementi di protezione.»

Nannette Hechler-Fayd'herbe



Oliver Adler Head of Economic Research, Credit Suisse



Nannette Hechler-Fayd'herbe Global Head of Investment Strategy, Credit Suisse

John Woods, CIO Asia

Pacific Investment Strategy, Credit Suisse L'Asia vanta buone prospettive. Le tendenze demografiche sono favorevoli in molti paesi. L'India, maggiormente avvantaggiata dall'incentivo demografico di una popolazione giovane e sempre meglio istruita, dovrebbe registrare la crescita

«Le rapide trasformazioni tecnologiche in atto non si traducono ancora in un aumento della produttività del lavoro a livello macroeconomico.»

Oliver Adler

economica più robusta nel 2017. Anche le stime per la Cina sono incoraggianti, nonostante le debolezze demografiche. La regione Asia Pacifico in generale è accomunata dalla difficoltà di licenziare lavoratori, motivo per cui la disoccupazione è relativamente bassa in molti di questi paesi. Si tratta di un'opportunità per questi mercati ed è certamente un bene per i consumi, sostenuti anche dalla tecnologia. Per contro, il livello di indebitamento al consumo è fortemente aumentato, soprattutto nel sud-est asiatico, e vale la pena monitorare con attenzione questo classico modello di crescita alimentata dal credito. Essendo passato dal 55% del PIL prima della crisi finanziaria del 2008

>



all'85% attuale, il debito al consumo rappresenterebbe un rischio nel momento in cui i tassi d'interesse dovessero salire.

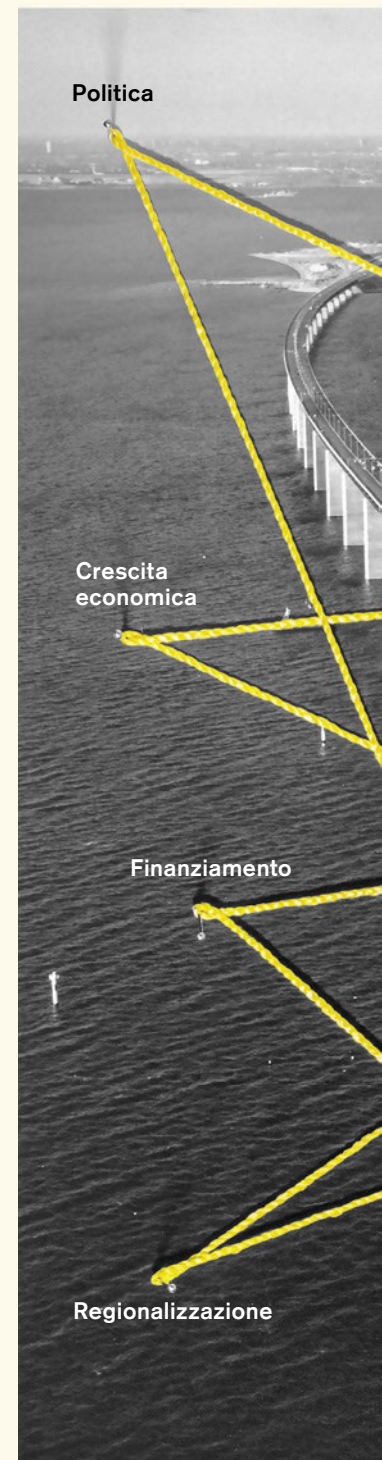
► **La polarizzazione politica rischia davvero di far deragliare la crescita in Europa e negli Stati Uniti?**

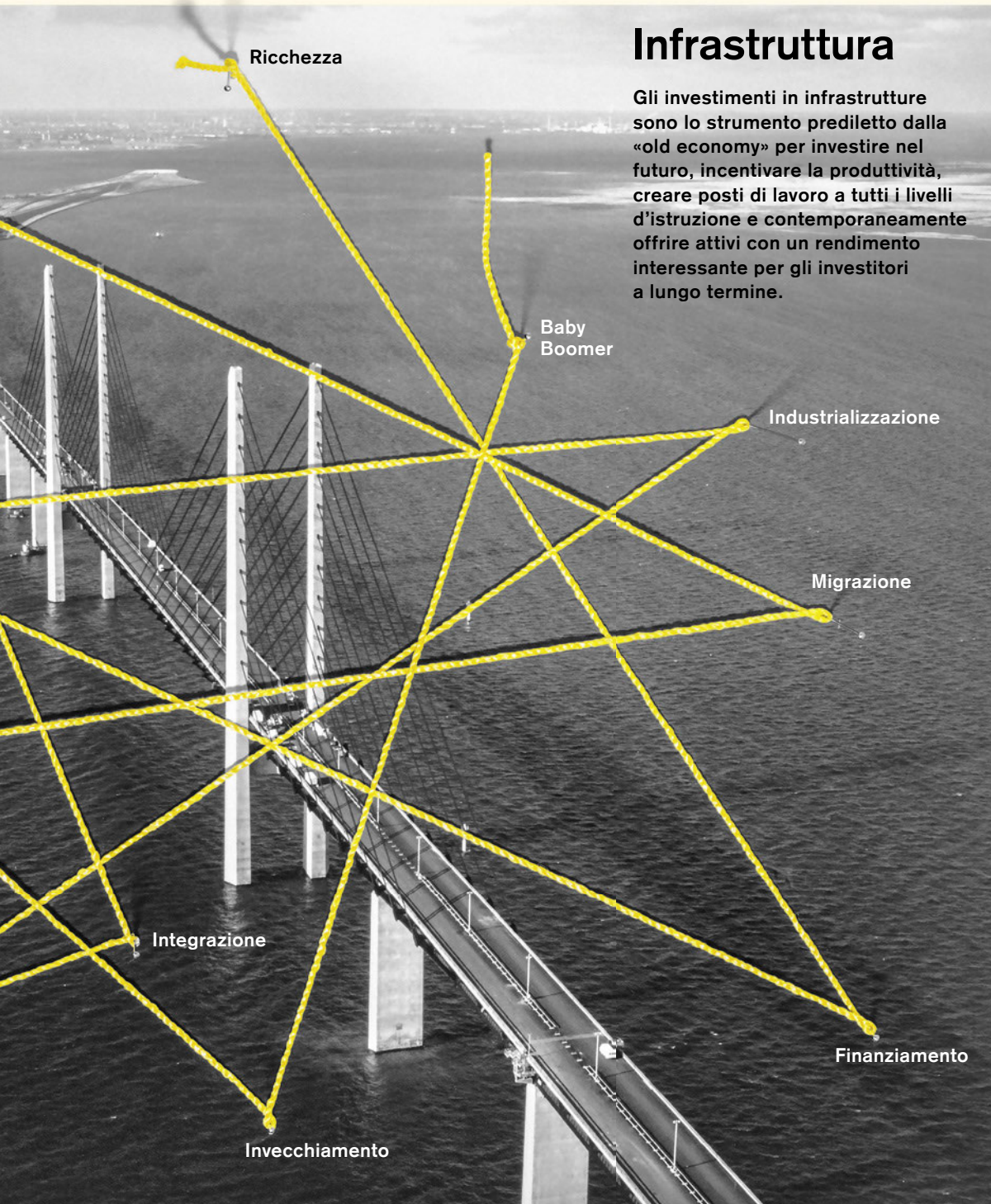
[Neville Hill](#), *Global Economics & Strategy*, [Credit Suisse](#)

Se gettiamo uno sguardo al 2017 da un'ottica europea e britannica, le elezioni in programma in Francia, Germania e Paesi Bassi rappresentano rischi potenziali perché offrono a partiti e politici di destra l'occasione per attrarre il consenso di elettori disincantati soprattutto dalla crisi dei migranti e avversi alla prolungata politica di austerità, alle crescenti disuguaglianze e a una disoccupazione ostinatamente elevata – in sostanza delusi dagli scarsi risultati dell'Unione europea come progetto economico. In Francia, Marine Le Pen guadagna punti cavalcando l'avversione verso i migranti mentre la cancelliera tedesca, Angela Merkel, deve confrontarsi con il partito euroscettico e anti-migranti AfD (Alternative für Deutschland). Sebbene queste elezioni possano potenzialmente riservare spiacevoli sorprese, come il voto

britannico sulla Brexit, non è escluso che alla fine gli esiti reali siano più confortanti del previsto. Nel Regno Unito si continua sulla strada imboccata con la Brexit, con Theresa May che annuncia l'intenzione di appellarsi all'articolo 50 del Trattato di Lisbona entro la fine di marzo 2017, prima delle elezioni francesi. Da una prospettiva europea, il partner francese sarà importante nelle negoziazioni sulla Brexit, ma è quasi certo che il presidente François Hollande non vedrà rinnovato il suo mandato. I britannici potrebbero essere avvantaggiati da un cambio al vertice, salvo in caso di un risultato a sorpresa con Marine Le Pen vittoriosa al secondo turno. Un simile esito metterebbe seriamente in dubbio l'impegno francese per l'UE.

[Oliver Adler](#) L'esperienza elvetica con il voto sull'immigrazione di massa, nel tentativo di limitare la libera circolazione del lavoro tra UE e Svizzera, è l'ennesima testimonianza che gli esiti elettorali più «duri» vengono infine implementati in maniera molto meno drastica rispetto a quanto inizialmente temuto. Il Parlamento svizzero dovrebbe optare per una versione leggera e indiretta del controllo sull'immigrazione, dando una limitata preferenza ai >







Sostenibilità

Una crescita economica sostenibile è cruciale per migliorare la qualità della vita e le prospettive delle popolazioni mondiali. Inoltre, può liberare potenziale di affari senza compromettere il futuro.





Politica

propri cittadini in caso di elevata disoccupazione settoriale e regionale.

[Joseph G. Carson,](#)
[Global Economic Research,](#)
[AllianceBernstein](#)

Negli Stati Uniti, dove le elezioni presidenziali e – in maniera del tutto simile all'Europa – le frustrazioni popolari e una società polarizzata sono quotidianamente sotto i riflettori, l'economia gode tutto sommato di buona salute. La forza del consumatore, che beneficia di incrementi salariali e un mercato del lavoro robusto, si combinerà proficuamente con l'incremento della spesa pubblica. Le aspettative di cambiamento sotto una nuova amministrazione dovrebbero sostenere la crescita. Anche le intenzioni dei candidati di aumentare la spesa per gli investimenti potrebbero riservare sorprese positive in termini di espansione.

► **I mercati finanziari stanno scontando il rischio di un radicale cambiamento politico?**

[Nannette Hechler-Fayd'herbe,](#)
[Global Head of Investment](#)
[Strategy, Credit Suisse](#)

Attualmente gli attivi europei, siano essi titoli di Stato dei paesi periferici o titoli dei mercati azio-

nari europei orientati all'export, non stanno scontando il potenziale rischio politico legato al crescente sostegno ottenuto dai politici anti-UE. Eventuali esiti inaspettati alle prossime elezioni potrebbero quindi innescare sui mercati finanziari picchi di volatilità che metterebbero temporaneamente a rischio gli attivi negoziati. Le correlazioni tra attivi di rischio quali azioni, obbligazioni e materie prime sono più elevate del solito. Sussistono quindi notevoli rischi di contagio per ampi segmenti dei mercati finanziari. Questo ribadisce la necessità di includere nei portafogli attivi non correlati, come gli hedge fund, e di sfruttare i periodi di bassa volatilità per acquistare protezione (ad esempio opzioni put).

[Ulrich Keller, Alternative Funds](#)
[Solutions, Credit Suisse](#)

Concordo nel sostenere che hedge fund accuratamente selezionati potrebbero essere un buon rifugio qualora i rischi menzionati dovessero materializzarsi. Nel complesso è vero che gli hedge fund hanno deluso nel 2016, ma questa sottoperformance generalizzata non rende giustizia a strategie che invece hanno fatto relativamente bene (ad es. le strategie relative value e quelle tattiche). È quindi importante >

«Mentre in molti paesi sviluppati la politica strizza l'occhio al populismo, i mercati emergenti hanno di fatto portato al potere governi maggiormente riformatori.»

Andrew Balls

distinguere le cause della (sotto) performance, perché ciò che ha penalizzato finora potrebbe benissimo trasformarsi in un volano per il futuro, ad esempio le aspettative sui tassi d'interesse e la performance del mercato azionario. Questi fattori ciclici presentano di fatto un'opportunità d'investimento. Più in generale, gli hedge fund dovrebbero confermarsi fonti di rendimenti decorrelati. È interessante notare come sia sempre più facile trovare gestori redditizi in strumenti d'investimento di nicchia e meno convenzionali o al di fuori dei grandi centri finanziari, ad esempio in luoghi come l'Australia o la Scandinavia. Ma ci sono opportunità anche in asset illiquidi, come il private equity e le infrastrutture.

Nannette Hechler-Fayd'herbe

A eventuali grosse sorprese sul fronte politico le banche centrali risponderebbero confermando la propria politica monetaria espansiva, aiutando così a contenere l'instabilità dei mercati.



Andrew Balls CIO Global Fixed Income, PIMCO

In un contesto di bassi rendimenti reali, probabilmente i picchi di volatilità sarebbero solo temporanei e le ripercussioni sugli attivi di rischio potrebbero rivelarsi ottime opportunità di acquisto. Le difficoltà per i rendimenti obbligazionari continueranno però ancora per diverso tempo e per questo i consulenti finanziari dovrebbero indirizzare i propri assistiti verso classi di attivi tradizionali, dove rischio e rendimento sono accettabili, e il settore dovrebbe produrre soluzioni di rendimento sintetiche, ad esempio con l'ausilio di prodotti strutturati.



Andrew Garthwaite Global Equity Strategist, Credit Suisse

► I mercati emergenti sono da sempre considerati sinonimo di rischio politico. Come si posizionano questi mercati nel nuovo assetto mondiale caratterizzato dall'incertezza politica nei mercati sviluppati?

Andrew Balls, CIO Global Fixed Income, PIMCO

I mercati emergenti si sono riguadagnati il favore degli investitori nel 2016 e probabilmente faranno bene anche nel 2017. Dopo aver scontato i «peccati» economici del passato, alcuni mercati emergenti hanno avviato radicali processi di riforma per rendere le proprie strutture economiche e giuridiche più

favorevoli agli affari. Inoltre, mentre in molti paesi sviluppati la politica strizza l'occhio al populismo e i movimenti di estrema destra guadagnano terreno, mercati emergenti come Argentina e Perù hanno di fatto portato al potere governi maggiormente riformatori, con effetti positivi per il contesto d'investimento. A ciò

«Le azioni dei mercati emergenti potrebbero trovarsi in una fase quinquennale di sovraperformance.»

Andrew Garthwaite

si aggiunge che i mercati emergenti (tranne la Cina) beneficiano di tendenze demografiche sottostanti sostanzialmente positive, ossia una popolazione giovane e ben istruita che sta gettando le basi per continuare

«Investire su tematiche significa intercettare le tendenze prima che si concretizzino – gli investimenti più promettenti.»

Loris Centola

la tendenza secolare dei consumi nella regione. Nel debito dei mercati emergenti in valuta locale e nelle principali valute globali si trovano interessanti posizioni di investimento e oggi più che mai, con rendimenti obbligazionari dei paesi core assolutamente deludenti, questo gioca un ruolo fondamentale.



Loris Centola Global Head of Research, Credit Suisse



Richard Kersley Global Thematic Research, Credit Suisse

Richard Kersley, Global Thematic Research, Credit Suisse

La rapida ascesa del ceto medio nei paesi in via di sviluppo e il conseguente mutamento dei modelli di consumo restano uno dei temi azionari preponderanti a livello globale. Nella ricerca di opportunità d'investimento specifiche ci concentriamo sui modelli di spesa delle fasce d'età con il maggiore potere d'acquisto, ossia quelle più giovani, soprattutto in Cina. «Lifestyle» è una dinamica chiave delle tendenze di spesa dei «Millennial» – concentrate su viaggi, salute e sport. È altrettanto importante comprendere i modelli di interazione dei giovani consumatori e le loro preferenze di spesa. E-commerce e connettività continuano a offrire interessanti opportunità di investimento.

«Lifestyle» è una dinamica chiave delle tendenze di spesa dei «Millennial» – concentrate su viaggi, salute e sport.»

Richard Kersley

Andrew Garthwaite, Global Equity Strategist, Credit Suisse

Le azioni dei mercati emergenti potrebbero trovarsi in una fase quinquennale di sovraperformance. L'incremento dei salari ora è sceso al di sotto della crescita della produttività, >



sostenendo così il recupero dei margini e della redditività del capitale proprio. La dinamica degli utili è positiva e non bisogna dimenticare che, se si esclude il renminbi, le valute dei mercati emergenti sono complessivamente sottovalutate di circa il 30% in base ai nostri modelli. I mercati emergenti godono altresì di molta più flessibilità in termini di politica monetaria e fiscale rispetto ai mercati sviluppati. Con rapporti prezzo/utili adeguati a livello settoriale a un 15% di sconto rispetto ai mercati sviluppati, le valutazioni non sono certo un problema. Ma bisogna essere selettivi. Preferiamo Corea, Cina e India e i titoli pronti ad approfittare di un calo dei rendimenti dei titoli di Stato dei mercati emergenti, ad esempio quelli del settore finanziario.

► **Quali sono i temi d'investimento emergenti più promettenti e quali sono i vantaggi dell'investimento tematico?**

[Loris Centola, Global Head of Research, Credit Suisse](#)

I temi sono un valido modo per generare idee non correlate o creare elementi portanti in un portafoglio, in altre parole per scovare idee che funzionino quando nulla sembra funzionare. Il segreto è scoprire queste tendenze in anticipo e trasformarle in propositi d'investimento concreti.

[Magnus Lindkvist, TED speaker, Author, Speakersnet](#) Al momento esistono di fatto due modelli di società: quelle che competono con altre e quelle che creano. Questa distinzione deve essere chiara agli investitori. Il vero progresso nasce dalle seconde, ma non è sempre possibile monetizzare ciò che si crea. Finora, ad esempio, tutti gli sforzi volti a monetizzare i servizi di Twitter sono falliti.

[Stuart O'Gorman, Director and Head of Global Technology Equities, Henderson](#)

La tecnologia crea nuovi mercati interessanti, ma lo fa in un processo di distruzione creativa. Il settore tecnologico continua a rubare, a ritmo sempre più accelerato, quote alla «old economy» e allunga così l'inarrestabile elenco di settori economici sotto assedio. Internet, ad esempio, ha già gravemente danneggiato il settore della carta stampata e sta facendo lo stesso con quello televisivo.

[Richard Kersley](#) Il tema della concorrenza è molto presente anche in altri settori, dove le aziende si sentono ad esempio incalzate dalla Cina. Se da un lato la Cina offre una grande opportunità come mercato finale per molte economie sviluppate, dall'altro le aziende cinesi che risalgono la curva del valore aggiunto rappresentano una concorrenza sempre più pericolosa. Da qualche tempo le aziende cinesi esercitano un'influenza dirompente nei mercati delle materie prime. L'elevato livello di ricerca e sviluppo, il sostegno del governo ai produttori locali e un certo grado di trasferimento tecnologico hanno consentito alle società cinesi di soddisfare una fetta maggiore



di domanda interna, tanto che ora esportano le proprie capacità a un livello di prezzo inferiore. Il piano Made in China 2025 del paese indica che questa tendenza è destinata a continuare.

Loris Centola La sostenibilità attirerà un numero sempre maggiore di investitori nel tempo, sia come tematica sia come principio per affermare le proprie convinzioni in qualità di investitori. La sostenibilità non riguarda solo aspetti ambientali, sociali e di governance ma anche, e in misura crescente, il finanziamento dei piani previdenziali. Crediamo ad esempio che le società con casse pensione sottofinanziate rappresentino un rischio per gli investitori. Evitando società con problemi irrisolti di finanziamento delle proprie casse pensione, gli investitori possono accelerare misure volte a ripristinare la sostenibilità e quindi la stabilità.

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Per quanto concerne gli investimenti a sostegno della produttività, puntiamo su investimenti in infrastrutture in quanto strumento prediletto dalla «old economy» per investire nel futuro, aumentare la produttività, creare posti di lavoro a tutti i livelli d'istruzione e contemporaneamente offrire attivi con un rendimento positivo agli investitori a lungo termine. Facilitare l'accesso e migliorare i profili di rischio di questa classe di attivo per clienti privati e istituzionali dovrebbe essere la prima priorità del settore negli anni a venire. ■

È tempo di investimenti a impatto sociale

Come accade per i cittadini nella loro vita quotidiana, gli investitori esercitano influenza con le proprie decisioni d'investimento. La fiducia – o la mancanza di fiducia – che gli investitori manifestano nei confronti di aziende, settori economici ed emittenti sovrani determinerà i rendimenti dei rispettivi attivi. A noi di Credit Suisse piace attribuire agli investitori un ruolo importante. Scegliere di investire attivamente in determinati attivi e prodotti può contribuire ad alleviare alcune delle problematiche discusse durante la nostra conferenza. Evitare gli attivi offerti da aziende o settori che sono la causa o l'aggravante di questi problemi dovrebbe indurre economia e società a imboccare la giusta direzione attraverso pressioni che arrivano dal basso. Anche noi, in quanto banca, possiamo dare il nostro contributo fornendo analisi, agevolando l'accesso agli investimenti e mettendo a disposizione elementi concreti per risolvere grandi sfide del momento.

Conferenza d'investimento Conflitti generazionali

La conferenza d'investimento interna tenutasi il 27 settembre 2016 a Zurigo ha esplorato in che modo le crescenti tensioni e polarizzazioni degli ultimi tempi interferiscono con le prospettive economiche e di investimento, a cosa devono prestare attenzione gli investitori e come possono esercitare un'influenza decidendo di investire in attivi e prodotti in grado di alleviare alcune delle problematiche dei nostri giorni.

Partecipanti

- *Michael Strobaek*, Global CIO and Head of Investment Solutions & Products, Credit Suisse
- *Oliver Adler*, Head of Economic Research, Credit Suisse
- *Neville Hill*, Global Economics & Strategy, Credit Suisse
- *Joseph G. Carson*, Global Economic Research, AllianceBernstein
- *John Woods*, CIO Asia Pacific Investment Strategy, Credit Suisse
- *Nannette Hechler-Fayd'herbe*, Global Head of Investment Strategy, Credit Suisse
- *Andrew Garthwaite*, Global Equity Strategist, Credit Suisse
- *Andrew Balls*, CIO Global Fixed Income, PIMCO
- *Ulrich Keller*, Alternative Funds Solutions, Credit Suisse
- *Loris Centola*, Global Head of Research, Credit Suisse
- *Richard Kersley*, Global Thematic Research, Credit Suisse
- *Stuart O'Gorman*, Director and Head of Global Technology Equities, Henderson
- *Magnus Lindkvist*, TED speaker, Author, Speakersnet
- *Bob Parker*, Strategic Advisor, Investment Strategy, Credit Suisse

Editore

Nannette Hechler-Fayd'herbe, Global Head of Investment Strategy, Credit Suisse



Maggiori informazioni

Per maggiori informazioni sulla conferenza, si rimanda a credit-suisse.com/investmentoutlook

Fonti dei dati:

UN, Credit Suisse Global Wealth Report; McKinsey Global Institute Analysis, IBM; Forbes; Cisco IBSG, WHO, World Bank, Credit Suisse

Fonti delle immagini:

Mathias Hofstetter (frontespizio, p. 35, 39, 40); Thomas Eugster (p. 33, 36, 37, 42, 43); 3alexnd, gettyimages (p. 35); Øresundsbron, Pierre Mens (p. 39); Bloomberg, gettyimages (p. 40)





«Le azioni svolgono un duplice ruolo in un portafoglio: apportano una fonte di rendimento complementare con i dividendi che versano e offrono potenziali guadagni di capitale.»

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Nannette Hechler-Fayd'herbe, Global Head of Investment Strategy

Ulteriore repressione finanziaria

Gli investitori sono scettici circa la possibilità che la buona performance degli ultimi anni possa proseguire anche nel 2017. Considerato che il contesto sociopolitico in Occidente è già stato messo a dura prova e che l'agenda politica si prospetta molto fitta, gli eventi con importanti conseguenze sui mercati potrebbero essere numerosi. Le banche centrali dovrebbero mantenere una politica monetaria volta a limitare il rischio di mercato. L'esperienza insegna che, in un contesto simile, le fasi di temporanea correzione sui mercati possono offrire opportunità per effettuare investimenti selezionati.

La sfida maggiore che gli investitori dovranno affrontare nel 2017 consiste nell'individuare rendimenti a fronte di un rischio ragionevole. Gli spread creditizi delle obbligazioni investment grade sono ristretti rispetto alla leva finanziaria assunta negli ultimi anni dalle società con un alto rating creditizio. Il prossimo anno si potrebbe assistere a un lieve ampliamento degli spread delle obbligazioni societarie. In tal caso, per il reinvestimento di obbligazioni in scadenza punteremmo sulle emissioni delle società finanziarie. A nostro avviso i titoli di debito subordinati delle società finanziarie europee saranno i principali beneficiari del rafforzamento della base patrimoniale delle banche e della presenza di condizioni finanziarie accomodanti.

Reddito fisso: opportunità selezionate nel debito dei mercati emergenti

Anche le obbligazioni in valuta forte dei mercati emergenti (ME) rappresentano, potenzialmente, una buona fonte di rendimento e diversificazione. Ciononostante, dopo il forte rally del 2016, nel 2017 sarà fondamentale la selezione geografica e settoriale. La nostra preferenza va ad Argentina, Brasile e Indonesia e a selezionate obbligazioni bancarie dei ME. Gli investitori in grado di assumere il rischio di cambio possono inoltre prendere in considerazione le obbligazioni dei ME in valuta locale, che offrono rendimenti superiori al 6%. Il Brasile figura tra i nostri mercati locali preferiti poiché riteniamo che la valuta goda di un buon sostegno e il carry sia molto allettante. In Colombia, dove le prospettive di un calo dei rendimenti locali sono le più

elevate, ciò potrebbe diventare una fonte di prezzo aggiuntiva. I gestori del reddito fisso hanno reagito alla carenza di rendimento con strategie absolute return.

Azioni: azioni svizzere, sanità e tecnologia

Volendo potenziare i rendimenti dei portafogli, nell'ambito dei settori azionari le telecomunicazioni e, in misura minore, i servizi di pubblica utilità offrono le prospettive più interessanti. Sebbene il loro potenziale di apprezzamento del capitale possa essere limitato, i dividend yield rispettivamente pari al 5% e al 4% sono appetibili dati i flussi di cassa stabili. Per quanto riguarda la possibilità di conseguire guadagni di capitale, la tempistica di un investimento è un importante fattore che incide sui rendimenti totali. Per attenuare le conseguenze di una scelta positiva o negativa dal punto di vista del timing, è possibile concentrarsi sui temi e le regioni ad alta convinzione all'inizio dell'anno per poi cogliere le opportunità in modo selettivo man mano che emergono. A livello settoriale accordiamo una netta preferenza a sanità e tecnologia. Il settore sanitario presenta fondamentali societari tra i più forti in assoluto e l'elevato premio al rischio incorporato in vista delle elezioni statunitensi indica che il settore può recuperare terreno nel 2017. Il settore tecnologico assiste frattanto a una crescita in aree come la cybersecurity, la robotica e la realtà virtuale. A livello geografico apprezziamo la Svizzera in virtù delle sue caratteristiche difensive e dell'esposizione settoriale. Le azioni dei mercati emergenti presentano potenziale di recupero rispetto alle omologhe delle piazze sviluppate e continuano dunque a trovare posto nell'ambito di portafogli azionari diversificati. Non ne consigliamo tuttavia la sovrapponderazione dopo le elezioni USA. L'Europa potrebbe rischiare la sottoperformance.

Tenuta dei mercati immobiliari globali

I mercati degli immobili commerciali continuano a beneficiare di solide economie domestiche, bassi tassi d'interesse e ridotti rischi di recessione. Il nostro giudizio nei confronti di questa classe di attivi resta dunque relativamente positivo. La dinamica dovrebbe mantenersi sostenuta negli USA, in gran parte dell'Europa continentale e in Giappone. In queste aree le attività di locazione stanno dimostrando una buona tenuta, mentre subiscono flessioni nel Regno Unito e in Cina. Nel settore immobiliare britannico, i rendimenti dovrebbero risentire dell'esito del voto sulla Brexit. Nella regione Asia Pacifico, il rallentamento della crescita in Cina limita il rialzo dei canoni di locazione >

e determina un aumento dei tassi di sfritto. Tuttavia, prevediamo che le città giapponesi e le metropoli australiane orientate ai servizi come Sydney o Melbourne riusciranno a sottrarsi a questa tendenza grazie a tassi d'interesse più bassi e alla solidità del mercato del lavoro. Inoltre, i mercati degli immobili residenziali nella regione Asia Pacifico beneficiano di tassi di crescita del PIL piuttosto elevati in termini assoluti. Perfino in Svizzera, dove l'eccesso di offerta si ripercuote sempre più

sul reddito operativo, i rendimenti totali dovrebbero mantenersi solidi grazie ai bassi tassi d'interesse e all'elevata domanda degli investitori che sostengono i valori patrimoniali.

Materie prime: un ribilanciamento non privo di difficoltà

Per le materie prime prosegue il processo di ribilanciamento, anche se i progressi sono disomogenei e restano ingenti eccedenze di scorte. Nel 2° semestre 2017 tali difficoltà dovre-

Fig. 1 **La repressione finanziaria manterrà su livelli bassi i rendimenti reali e la volatilità**

VIX e tassi reali USA a due anni sfasati di due anni (%).

Fonte: Bloomberg. Dati aggiornati al: 4/11/2016

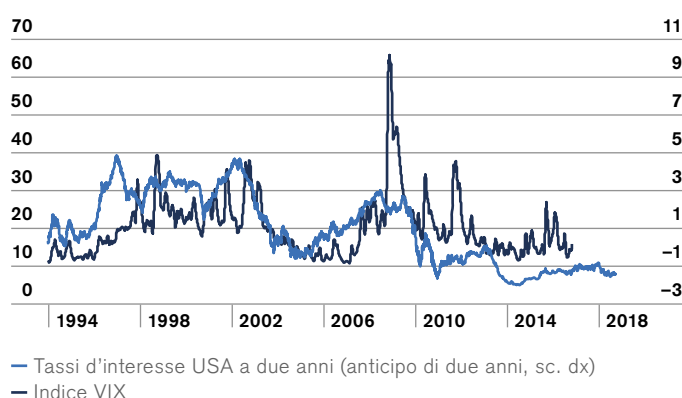


Fig. 2 **Potenziale di recupero per i mercati emergenti**

MSCI AC World e MSCI EM, indice = 100 nel 2010.

Fonte: Datastream, Credit Suisse. Dati aggiornati al: 4/11/2016



Tab. 1 **La performance positiva può proseguire nel 2017?**

Le impennate di volatilità sui mercati finanziari globali potrebbero mettere temporaneamente a rischio gli attivi, creando però al contempo delle opportunità. Fonte: Bloomberg. Dati aggiornati al: 09/11/2016

Azioni*

	Chiusura del 9 novembre 2016	Previsioni per fine 2017
S&P 500	2 163	2 230
EuroStoxx 50	3 056	3 175
SMI	7 898	8 320
FTSE 100	6 912	7 000
TOPIX	1 376	1 430
MSCI Emerging Markets	10 1518	108 000

Rendimenti obbligazionari

	Chiusura del 9 novembre 2016	Previsioni per fine 2017
Treasury USA a 10 anni	2,04%	2,40%
Bund tedeschi a 10 anni	0,22%	0,40%
Eidgenossen svizzeri a 10 anni	-0,35%	-0,10%

Spread creditizi

	Chiusura del 9 novembre 2016	Previsioni per fine 2017
Investment grade**	130	150
High yield**	470	550
Mercati emergenti in valuta forte***	333	360

Valute e materie prime

	Chiusura del 9 novembre 2016	Previsioni per fine 2017
EUR/USD	1.0910	1.05
USD/CHF	0.9844	1.04
USD/JPY	105.67	96.00
GBP/USD	1.2406	1.23
Oro (USD/oncia)	1 276	1 250
WTI petrolio (USD/barile)	45.27	55.00

* Tutti gli indici azionari sono indici dei prezzi tranne l'MSCI Emerging Markets, che include anche i dividendi. Il prezzo di chiusura del TOPIX si riferisce al 10 novembre

** Indice Barclays Global Agg Corporate and Global High Yield

*** JP Morgan EMBIG Div. (indice delle emissioni sovrane)

bero però via via diminuire. Guardiamo con favore alle materie prime del settore energetico, dove i tagli della spesa in conto capitale hanno già determinato un significativo rallentamento della dinamica di produzione mentre la domanda dà prova di buona tenuta. In concomitanza con l'inizio di una normalizzazione delle scorte, le quotazioni petrolifere potrebbero muoversi verso quota USD 55. I metalli industriali necessitano di tempi più lunghi per adeguarsi, e la tenuta futura dipenderà dalla gestione rigorosa dei produttori nonché dalla volontà della Cina di incrementare le misure di stimolo. Infine, l'oro è considerato un buon elemento di diversificazione all'interno di un portafoglio in virtù della sua scarsa correlazione con le principali classi di attivi. Tuttavia, ci aspettiamo che nel 2017 l'oro sarà penalizzato da un modesto incremento dei rendimenti reali e un consolidamento dell'USD.

Hedge fund: rendimenti modesti, crescita nel private equity

Dalla crisi finanziaria in poi, gli hedge fund hanno favorito operazioni meno rischiose e più liquide. Questo cambiamento ne ha eroso il potenziale di performance, ma al contempo ha determinato una netta riduzione della volatilità. Per il 2017 ci aspettiamo che gli hedge fund producano modesti rendimenti a una cifra, sostenuti da un contesto di volatilità favorevole e di crescita moderata ma costante. Inoltre, è probabile che eventi come un cambiamento della politica monetaria o i negoziati relativi alla Brexit offrano opportunità ai gestori. Diversamente da quanto accade per gli hedge fund, il settore del private equity continua a crescere a ritmi sostenuti. Pur essendo legata alla performance delle azioni quotate, questa classe di attivi è per sua natura illiquida dal momento che i fondi sono generalmente chiusi per dieci anni. Di conseguenza, gli investitori ricevono un cospicuo premio di illiquidità. Il settore impiega la leva finanziaria per finanziare in parte le proprie transazioni, per cui l'attuale contesto di tassi d'interesse bassi è un importante volano in termini di rendimento. Si osserva altresì un aumento delle ristrutturazioni aziendali e di altre attività, a riprova del buono stato di salute di cui gode attualmente il settore. Riteniamo pertanto che il private equity possa produrre rendimenti allettanti per gli investitori in grado di sostenere condizioni di illiquidità e i rischi associati alla leva finanziaria.

Valute: lenta progressione del dollaro USA

La performance fiacca del dollaro statunitense rispetto ad altre valute importanti osservata nel 2016 non dovrebbe ripetersi nel 2017. A condizione che la Federal Reserve statunitense (Fed) porti avanti la sua politica di cauto inasprimento monetario, nel 2017 il dollaro dovrebbe raggiungere un punto di svolta e poi registrare una tendenza al rialzo. A fronte degli interessanti rendimenti statunitensi, l'euro, lo yen e gli investitori potrebbero aumentare l'esposizione ad attivi in dollari USA di pari passo con

il progressivo raggiungimento del punto minimo d'inversione da parte del dollaro. Per gli investitori nel franco svizzero, il relativo successo dell'economia elvetica potrebbe tradursi in una riduzione degli interventi della Banca nazionale svizzera e, potenzialmente, in un incremento dei rischi. Tra le valute dei mercati sviluppati prediligiamo la corona norvegese. Per le valute dei ME ci aspettiamo una performance eterogenea: se è vero che un inasprimento della Fed dovrebbe incidere in particolare sulla regione Asia Pacifico, è invece meno probabile che colpisca le valute in Europa, Medio Oriente e Africa o America latina, poiché queste ultime offrono generalmente rendimenti più elevati a fronte di valutazioni ancora relativamente allettanti. La nostra valuta preferita per il 2017 è il rublo russo, mentre la lira turca è a nostro avviso la divisa che presenta le prospettive peggiori.

Investimenti strutturati quali strumenti per colmare i divari in termini di attivi

I rischi legati a eventi specifici potrebbero causare un brusco aumento della volatilità, ma tali impennate dovrebbero rientrare rapidamente. Questi movimenti generano opportunità per strumenti derivati e investimenti strutturati. In questo contesto, il repentino aumento del rischio può essere sfruttato per vendere volatilità e, in questo modo, generare un rendimento sintetico. In periodi di maggiore calma, una possibilità consiste nell'acquistare opzioni (call) per acquisire esposizione ai mercati, limitando al contempo i rischi di ribasso. Continuiamo altresì a individuare valore in strategie su derivati che sfruttano la curva forward del petrolio per ottenere rendimenti sintetici di circa il 6% tramite investimenti strutturati. ■

Principali conclusioni per gli investitori

- Per il prossimo anno si prospetta un aumento delle sacche di volatilità dovuta a eventi politici, mentre le banche centrali dovrebbero mantenere basso il rischio di mercato e le correzioni di mercato dovrebbero offrire opportunità.
- A nostro avviso, le obbligazioni inanziarie ed emergenti sono le fonti di rendimento più interessanti, ma la selettività del rischio di emittente resta un fattore di fondamentale importanza.
- Nell'azionario, a offrire le prospettive più convincenti sono i mercati emergenti, la sanità e i titoli IT. Il settore del private equity offre rendimenti interessanti per gli investitori in grado di far fronte a situazioni di illiquidità.



Georg Stillhart, Asset Allocation Advisory/Investment Strategy

Verifica dello stato di salute del portafoglio

Definire la composizione di un portafoglio è il primo passo per il successo di un investimento. Oltre l'80% del rischio e del rendimento di un portafoglio dipende da questa politica, ovvero l'asset allocation strategica (SAA). Ovviamente sono importanti anche le decisioni tattiche di breve termine e la selezione dei singoli strumenti, ma solo dopo aver definito la struttura fondamentale del portafoglio.

Negli ultimi anni, i continui cali dei tassi d'interesse hanno permesso a gran parte dei mercati obbligazionari sviluppati di registrare rendimenti elevati. Questo trend è sfociato nell'attuale contesto di tassi ai minimi storici o addirittura negativi. In assenza di una pesante contrazione dell'economia o di deflazione, due sviluppi che ci sembrano alquanto improbabili per il 2017, i bond di alta qualità tradizionali dovrebbero generare performance molto modeste. Gli investitori sono così costretti a cercare fonti di rendimento alternative. Ma non è facile decidere dove investire, anche perché gli interventi degli ultimi anni delle banche centrali non hanno influenzato solo i rendimenti e i prezzi dei bond, ma anche quelli di altri attivi, nonché il rapporto (maggiore correlazione) tra i rendimenti di varie asset class.

Le prospettive per i prossimi cinque anni

Le nostre ipotesi relative ai mercati dei capitali a 5 anni (Capital Market Assumptions, CMA) rappresentano la nostra migliore stima dei rendimenti e dei rischi delle principali classi di attivi e sono la base di un portafoglio multi-asset diversificato e robusto. Una delle previsioni incluse nel nostro ultimo aggiornamento delle CMA è che le azioni dovrebbero sovraperformare sia rispetto ai bond che alla liquidità e in particolare i mercati emergenti dovrebbero battere i paesi sviluppati grazie ai margini più elevati e alle valutazioni più convenienti. Nell'ambito del reddito fisso, le prospettive di rendimento dovrebbero rimanere più favorevoli per le obbligazioni corporate con rating inferiori, il debito dei mercati emergenti e i titoli convertibili. Gli hedge fund dovrebbero apportare importanti vantaggi di diversificazione, mentre i fondi di private equity si distinguono come interessante fonte alternativa di rendimenti corretti per il rischio.

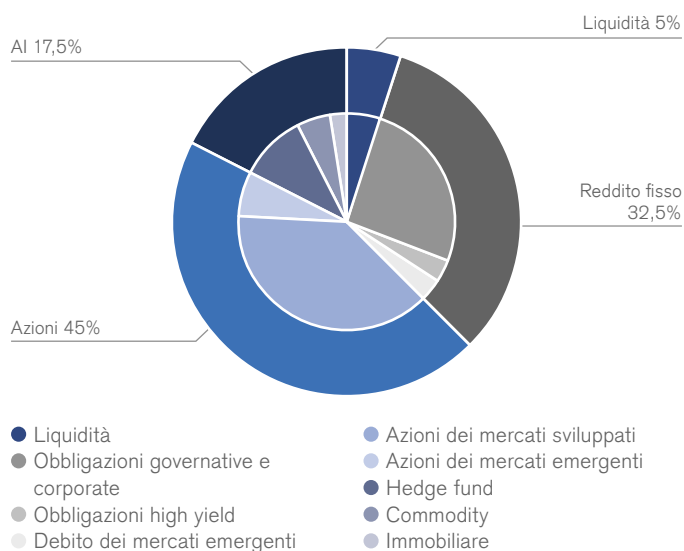
In base alle aspettative di rischio e rendimento, continuiamo a credere che la parte obbligazionaria dei portafogli debba essere investita prevalentemente in bond corporate, dei mercati emergenti e high yield. A nostro avviso, i titoli di Stato core non devono essere esclusi del tutto dalle allocazioni strategiche nel reddito fisso, poiché sono in grado di stabilizzare i portafogli in caso di eventi di rischio imprevisti. Questi titoli rappresentano circa il 22% della nostra allocazione obbligazionaria totale. Agli investitori con un portafoglio concentrato sul reddito fisso per via di una ridotta tolleranza al rischio o di preferenze personali, consigliamo di diversificare includendo un'allocazione significativa in obbligazioni convertibili e bond indicizzati all'inflazione.

Investire nelle azioni globali

È normale e comprensibile che gli investitori tendano a preferire il proprio mercato nazionale. Gli attivi domestici sono quindi importanti in tutti i nostri portafogli. Tuttavia, chi investe soprattutto o soltanto in attivi del proprio mercato nazionale può

Fig. 1 **Allocazione strategica per i clienti con profilo di rischio medio**

Profilo bilanciato senza private equity in USD
Fonte: Credit Suisse. Dati aggiornati a: settembre 2016



involontariamente assumere un preciso posizionamento settoriale o un'esposizione troppo elevata a specifici cicli economici e monetari. Per contro, un portafoglio investito su scala globale è meno esposto ai rischi legati ai singoli paesi e può cogliere una gamma più vasta di opportunità. Gli andamenti del 2016 hanno confermato ancora questa teoria e le nostre previsioni per i rendimenti azionari nei prossimi anni continuano a indicare che gli investimenti nei mercati azionari globali apportano benefici di diversificazione. Investire nei mercati azionari emergenti dovrebbe essere particolarmente consigliabile dal 2017 in poi. Questi titoli rappresentano circa il 15% della nostra allocazione azionaria totale.

Investimenti alternativi: una componente fondamentale dei portafogli

Gli investimenti alternativi acquistano un'importanza crescente nei portafogli diversificati, in particolare nell'attuale contesto di tassi e rendimenti bassi per un periodo prolungato. In tutti i mandati standard discrezionali e di consulenza di Credit Suisse, abbiamo sempre implementato un'esposizione ampiamente diversificata agli attivi alternativi, che in genere rappresentano una quota del 17,5% per i profili di rischio bilanciati. Si tratta di un'allocazione più alta rispetto a quella di altri gestori, ma sostanzialmente allineata a quella dei fondi pensione di tutto il mondo e, al contempo, nettamente inferiore a quella degli investitori più specializzati che operano su orizzonti particolarmente lunghi, come i fondi di dotazione e i family office. Gli investimenti alternativi sono un universo ampiamente diversificato che include hedge fund, settore immobiliare, commodity e private equity. In genere rispondono a catalizzatori diversi rispetto a quelli che muovono gli attivi tradizionali, come le azioni e le obbligazioni. Inoltre, offrono protezione contro l'inflazione nei periodi di rialzo degli indici dei prezzi, mentre beneficiano del calo dei rendimenti nelle fasi di disinflazione. Apportano pertanto un interessante contributo in termini di diversificazione, stabilizzazione e ottimizzazione dei portafogli. Confermiamo la nostra allocazione sistematica negli hedge fund (10% nei profili bilanciati), nelle commodity (5%) e negli immobili (2,5%).

Il settore del private equity è maturato nell'ultimo decennio e registra crescente interesse e accettazione da parte degli investitori. Il patrimonio in gestione nei fondi di private equity è più che triplicato dal 2005 al 2015, da 1200 miliardi di dollari USA a 4200 miliardi di dollari USA. Benché il comparto sia accessibile solo agli investitori qualificati, a causa della ridotta liquidità e dei volumi consistenti, secondo noi può valere la pena includerlo in un'allocazione diversificata negli investimenti alternativi, poiché offre rendimenti differenziati lungo termine. Data la notevole illiquidità, in genere gli investitori nel private equity ottengono una sovraperformance significativa nel lungo periodo. I principali portafogli discrezionali di Credit Suisse

non includono fondi di private equity, poiché la loro illiquidità intrinseca li rende poco adatti nei portafogli liquidi. Invece, un'allocazione del 5% nel private equity fa parte dell'asset allocation raccomandata per i portafogli di consulenza degli investitori qualificati a lungo termine con un patrimonio in gestione di oltre 5 milioni di franchi svizzeri (o dollari USA).

Stato di salute dell'allocazione in valute: la giusta quantità di rischio di cambio?

Gli investimenti globali in genere comportano rischi di cambio se le posizioni sui mercati esteri non sono munite di copertura valutaria. Secondo alcuni investitori, il rischio di cambio dovrebbe essere interamente neutralizzato poiché non apporta remunerazione a lungo termine. Tuttavia, il problema delle coperture valutarie è che sono diventate più costose per gli investitori la cui valuta di riferimento è esposta ai tassi negativi introdotti dalla rispettiva banca centrale. Se la Federal Reserve USA procederà a una graduale normalizzazione dei tassi, i costi per questi investitori aumenteranno ancora. Occorre quindi trovare un equilibrio tra un livello accettabile di rischio di cambio e di rendimento al netto dei costi. Pertanto, nei portafogli Credit Suisse copriamo l'esposizione valutaria quando il rischio di cambio fa aumentare notevolmente il rischio complessivo rispetto a quello associato all'asset class. È ad esempio il caso degli investimenti nel reddito fisso, che riteniamo debbano essere sistematicamente coperti. Lo stesso vale per immobili ed hedge fund. Nelle azioni, secondo noi i vantaggi della diversificazione globale superano i rischi di cambio e quindi non copriamo sistematicamente l'esposizione. Nei portafogli in valuta diversa dall'USD, non copriamo le posizioni in commodity poiché qui le coperture aumentano il livello di rischio. ■

Principali conclusioni per gli investitori

- I portafogli a reddito fisso dovrebbero includere un buon mix di bond corporate, dei mercati emergenti e high yield, eventualmente con l'aggiunta di bond convertibili.
- Le posizioni azionarie devono essere diversificate a livello globale con un'esposizione sufficiente ai mercati emergenti.
- Gli investimenti alternativi acquistano importanza come strumenti di diversificazione, stabilizzazione e ottimizzazione dei portafogli multi-asset.

Christine Schmid, Global Equity and Credit Research

Capacità di innovazione in primo piano



Il nostro scenario di base per il 2017 poggia sulla progressiva ripresa dell'economia mondiale, con una crescita bassa ma in tenuta, sorretta dall'ulteriore repressione finanziaria. Non escludiamo temporanei picchi di volatilità, che possono essere sfruttati come opportunità d'acquisto nei nostri settori preferiti. A prescindere dal settore, gli incrementi di efficienza, la capacità d'innovazione e una solida posizione di liquidità saranno le chiavi del successo in un contesto di crescita lenta.

A fronte della dinamica ancora modesta dell'economia mondiale, le società capaci di conseguire o esposte a una crescita strutturale più elevata, o che ottengono efficienze in termini di costi, vengono generalmente premiate da valutazioni più elevate. Pertanto, le nostre scelte settoriali sono incentrate sul potenziale di abbattimento dei costi e riduzione dell'indebitamento. Le aziende meglio posizionate sono quelle dotate di disponibilità liquide abbondanti e leva contenuta. I livelli ancora elevati di liquidità delle imprese aprono la strada a ulteriori fusioni e acquisizioni, favorite dai bassi costi di finanziamento. Un altro elemento cruciale nei prossimi anni sarà la capacità d'innovazione di ogni settore.

Le nostre previsioni settoriali

- *I beni di consumo hanno bisogno di un recupero delle vendite nei paesi emergenti:* a lungo termine, la generazione di utili nel settore dei beni di consumo dipenderà dalla piena ripresa dei consumi del ceto medio nei mercati emergenti e dalla crescita reale nei mercati sviluppati. I produttori europei dovrebbero beneficiare della debolezza dell'euro rispetto al dollaro USA. La maggior parte delle aziende dovrà anche affrontare le sfide derivanti dalla rivoluzione digitale o dal varo di nuove legislazioni che richiedono investimenti aggiuntivi.

- *Il settore dell'energia vedrà un miglioramento della struttura dei costi e una stabilizzazione dei prezzi petroliferi:* La stabilizzazione del greggio e il miglioramento delle strutture dei costi dovrebbero generare una modesta crescita degli utili in questo settore. Le insolvenze e il calo degli investimenti nel comparto statunitense dello shale gas hanno contribuito a

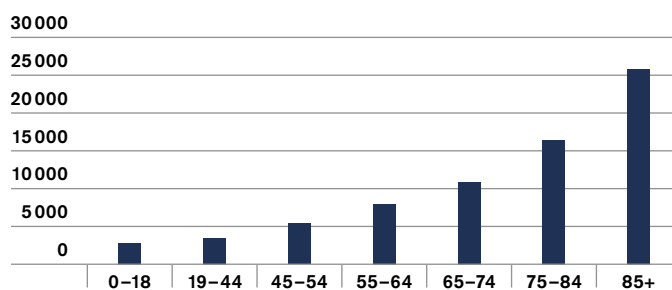
ridurre l'offerta in eccesso, con un impatto positivo sui prezzi. Tuttavia, i deficit di cassa e l'incremento dei livelli d'indebitamento potrebbero continuare a pesare sui profili di credito e sui dividendi delle imprese. Inoltre, eventuali aumenti delle tasse potrebbero penalizzare a loro volta le prospettive degli utili e dei flussi finanziari.

- *L'andamento dei finanziari dipenderà dalle decisioni delle banche centrali e dall'efficienza in termini di costi:* ci aspettiamo che i ricavi delle banche europee restino sotto pressione nel 2017, a fronte della continua necessità di una maggiore efficienza in termini di costi. Gli istituti di credito statunitensi dovrebbero cominciare a beneficiare dell'atteso rialzo dei tassi d'interesse nel corso dell'anno prossimo. Le banche dei mercati emergenti hanno recuperato terreno rispetto ai recenti minimi, soprattutto in Brasile, grazie alla stabilizzazione dei crediti deteriorati. Le assicurazioni ramo vita potrebbero continuare a risentire dei tassi ai minimi storici. Confermiamo quindi la nostra preferenza per le assicurazioni ramo danni, in particolare per le compagnie in grado di distribuire dividendi stabili. I principali fattori di rischio per questo scenario risiedono in nuove riduzioni dei tassi da parte delle banche centrali o in una stretta monetaria troppo rapida, che potrebbe innescare un ciclo di insolvenze.

- *Per il settore sanitario si apre un nuovo ciclo d'innovazione:* l'innovazione è il motore del modello di business della sanità e sostiene la crescita a lungo termine. Durante la

Fig. 1 **L'innovazione e le tendenze demografiche sostengono i ricavi nel settore della sanità**

Spesa sanitaria complessiva pro capite per fascia di età (in USD).
Fonte: Centers for Medicare and Medicaid Services



campagna per le elezioni presidenziali statunitensi, i prezzi dei farmaci sono stati al centro dell'attenzione. Tuttavia, crediamo che l'innovazione sia in grado di sostenere il potere di determinazione dei prezzi. Una migliore comprensione della biologia umana, favorita dal sequenziamento genetico a basso costo, si traduce nell'approvazione di nuovi prodotti. Il settore sembra avviarsi verso un nuovo ciclo d'innovazione che dovrebbe sfociare nel lancio di numerosi nuovi prodotti.

Al contempo, lo sviluppo del ceto medio nei mercati emergenti richiede la messa a punto di terapie all'avanguardia. Nei paesi avanzati, gli anziani sono la fascia di popolazione che consuma più risorse sanitarie. Insieme all'innovazione, queste due tendenze favoriscono la crescita dei ricavi nel settore sanitario. I principali rischi per il comparto sono la mancata approvazione degli studi clinici e la possibilità che vengano introdotte nuove restrizioni normative.

- *L'industria è divisa tra passato e futuro:* il principale propulsore di lungo periodo per il settore industriale è la cosiddetta Industria 4.0, in particolare la robotica, la stampa 3D e i big data. Oltre a questo tema, ci aspettiamo che le aziende possano beneficiare di un aumento della spesa pubblica, soprattutto per la realizzazione di infrastrutture. I sottoinvestimenti dal 2009 a oggi hanno generato in diversi mercati una forte domanda di infrastrutture di trasporto, comunicazione, energia e acqua/rifiuti, che ad esempio dovrebbe favorire le società industriali con nuovi prodotti e servizi volti a migliorare l'efficienza delle reti elettriche e delle reti a banda larga.

Uno dei maggiori rischi per le aziende più consolidate è l'espansione del deficit pensionistico. La crescita lenta e i bassi tassi d'interesse spingono al limite i sistemi previdenziali pubblici e privati. Oggi i fondi pensione applicano tassi di sconto troppo alti e si ritrovano quindi a dover gestire ammanchi importanti. Considerato anche il rapido invecchiamento della popolazione, il disavanzo pensionistico mette sotto particolare pressione i settori a uso intensivo di manodopera, soprattutto in Europa, dove i tassi d'interesse dovrebbero rimanere bassi più a lungo. Tra le più colpite figurano le società tedesche, ad esempio le compagnie aeree e i settori industriali.

- *L'informatica è al centro della digitalizzazione:* l'innovazione guida anche aree come la realtà virtuale, l'Internet delle cose e la cybersecurity. Sono questi i temi di spicco che trainano la crescita del settore tecnologico, in particolare nell'area del software. In un contesto di crescente incertezza geopolitica, negli ultimi anni è aumentata la domanda di sicurezza. È interessante notare come la maggiore connettività (Internet delle cose, Industria 4.0, cloud) abbia reso più vulnerabile l'infrastruttura informatica. Ci aspettiamo quindi che la domanda di soluzioni di cybersecurity sia ancora più elevata nel 2017. I rischi per il settore tecnologico globale sono associati a forti movimenti dei cambi, a seguito dei quali viene meno

l'allineamento tra costi e ricavi. Nel breve termine il settore è anche esposto ai cicli brevi di prodotti di consumo quali smartphone, tablet e PC.

- *Sui materiali continua a pesare l'eccesso di offerta:* dall'inizio del 2016, il settore dei materiali ha recuperato terreno rispetto ai precedenti minimi storici grazie alla stagionalità, ai bassi livelli delle scorte, al rallentamento dell'offerta e al miglioramento dei fondamentali macroeconomici. Su tutti si è distinto il settore minerario. L'industria chimica, che rappresenta il comparto più importante dei materiali, risente della bassa crescita dei volumi su base organica e del ridotto potere di determinazione dei prezzi, che ha portato alle mega-fusioni. Ci aspettiamo che questo trend prosegua ulteriormente.

- *Le telecomunicazioni registrano una solida generazione di flussi di cassa liberi:* il settore delle telecomunicazioni presenta attività difensive ad alto margine con buoni livelli di generazione di flussi di cassa e distribuzioni di dividendi. Il settore sembra sempre più capace di far salire i prezzi d'accesso in cambio di una qualità più alta (strategia «more for more»). Tuttavia, l'aumento dei tassi di crescita ha reso il settore vulnerabile a causa dell'alto uso di capitale e dell'elevata base i costi.

- *Proseguono le difficoltà dei servizi di pubblica utilità:* il calo dei prezzi dell'energia e dell'elettricità (eccesso di capacità e flessione della domanda) pesa sulle aziende non regolamentate e sui fornitori di gas. A breve termine non ci aspettiamo un recupero degli utili e crediamo che siano necessari ulteriori adeguamenti strutturali. Il potenziale di crescita del settore nel più lungo periodo è associato alle energie rinnovabili, alle reti intelligenti e ai mercati emergenti. ■

Principali conclusioni per gli investitori

- La continua innovazione favorisce la crescita strutturale nei settori della sanità e della tecnologia e in altre aree come l'industria. La tecnologia dovrebbe beneficiare della crescente domanda di soluzioni di cybersecurity in un quadro di elevato rischio geopolitico.
- Le telecomunicazioni e la sanità offrono livelli stabili di flussi di cassa e dividendi.
- Nel settore dell'energia, l'efficienza e la stabilizzazione dei prezzi petroliferi potrebbero favorire la crescita degli utili. Infine, il settore finanziario europeo deve cercare di migliorare l'efficienza in un contesto di tassi d'interesse ancora bassi.



«L'approccio tematico rappresenta un metodo d'investimento più concentrato, che permette di restringere il campo nella ricerca di opportunità redditizie.»

Loris Centola

Loris Centola, Global Head of Research

Sfruttare i motori dei mercati

Gli investimenti tematici vanno oltre i tradizionali approcci geografici o settoriali, cercando di individuare i temi e i trend che determineranno i rendimenti del mercato. In quest'ottica, possiamo individuare vari temi promettenti in grado di fornire agli investitori un'esposizione ai tre fattori che a nostro avviso domineranno la scena degli investimenti nel 2017: opportunità di crescita, fonti di rendimento e fattori di diversificazione del rischio.

In un mondo in cui gli investimenti tradizionali sono sempre meno appetibili e la crescita economica dovrebbe procedere a ritmo molto lento, un approccio tematico può aiutare gli investitori a individuare le aree d'investimento in grado di generare rendimenti superiori. Gli investimenti tematici uniscono il meglio di due sistemi: partiamo dall'analisi top-down delle tendenze macroeconomiche globali e regionali per individuare classi di attivi, regioni o settori interessanti in cui investire. Tuttavia, all'interno di una regione o un settore, la performance può dipendere da trend specifici che possono essere identificati solo mediante un'approfondita analisi bottom-up delle singole società. Combinando l'analisi bottom-up con il processo top-down, siamo in grado di individuare le tendenze e i temi che dovrebbero plasmare l'andamento futuro dei mercati.

L'approccio tematico rappresenta quindi un metodo d'investimento più concentrato, che permette di restringere il campo nella ricerca di opportunità redditizie. I temi consentono anche di scovare idee che danno frutti quando nient'altro funziona.

Opportunità di crescita

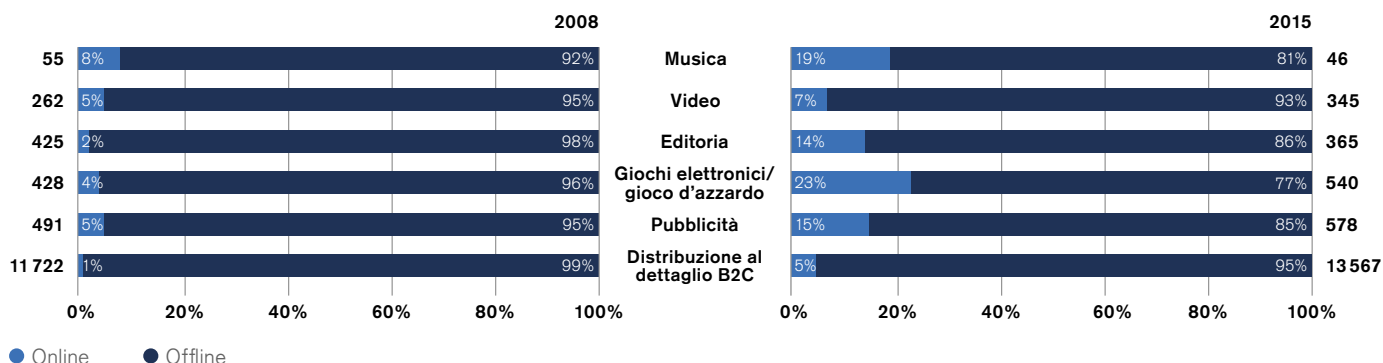
Prendiamo ad esempio le nostre previsioni per la crescita economica. L'anno prossimo Europa e Stati Uniti dovrebbero registrare tassi di espansione ancora modesti. Tuttavia, alcune opportunità tematiche consentono agli investitori di trarre vantaggio dalla forte crescita di alcune aree dell'economia globale.

- Negli ultimi dieci anni i governi di Stati Uniti ed Europa hanno trascurato le infrastrutture essenziali. Di conseguenza, oggi il mondo occidentale deve fare i conti con una grave carenza di investimenti infrastrutturali, che solo negli Stati Uniti dovrebbero ammontare a circa 1 700 miliardi di dollari USA entro il 2025. Il presidente eletto Donald Trump, ad esempio, ha promesso di investire centinaia di miliardi di dollari in spesa per infrastrutture nei prossimi anni, ed è quindi possibile che i titoli delle aziende con esposizione alla spesa per infrastrutture negli Stati Uniti e in Europa diventino degli interessanti obiettivi d'investimento.

- La crescita economica dei mercati emergenti rimane nettamente superiore a quella dei paesi sviluppati. Mentre il modello di crescita della Cina si adegua a un tasso di

Fig. 1 **Significativo aumento della penetrazione online**

I mercati dei beni di consumo si stanno spostando verso il segmento online (in miliardi di USD). Fonte: A. T. Kearney, Credit Suisse.



espansione più modesto che in passato, il settore dei consumi non solo viaggia a ritmo sostenuto, ma registra anche un'accelerazione. In Cina e in altri mercati emergenti preferiamo quindi i titoli di consumo, in virtù della loro esposizione a questa tendenza dinamica.

- Nel frattempo, le abitudini di consumo stanno cambiando in tutto il mondo. Ad esempio, la digitalizzazione è un trend di lungo termine che modifica sempre più gli schemi di consumo e i processi di produzione tradizionali, anche grazie al massiccio spostamento dalle vendite «offline» a quelle «online».

«L'approccio tematico rappresenta un metodo d'investimento più concentrato, che permette di restringere il campo nella ricerca di opportunità redditizie.»

Loris Centola

Le società considerate «digital disruptor», cioè che rivoluzionano i mercati tradizionali mediante nuove forme digitali di produzione e distribuzione, dovrebbero ampliare sempre più le proprie quote di mercato, generando livelli superiori alla media di crescita degli utili e di rendimenti azionari. La digitalizzazione favorisce non solo i produttori, ma anche gli utenti finali, fornendo piattaforme più efficaci ed efficienti. Pertanto, la tecnologia penetra in numerosi settori oltre all'informatica, tra cui la sanità (ad es. i dispositivi medici), i media (ad es. la pubblicità digitale), l'intrattenimento (ad es. i giochi elettronici) e l'industria (ad es. le attrezzature agricole).

Fonti di rendimento

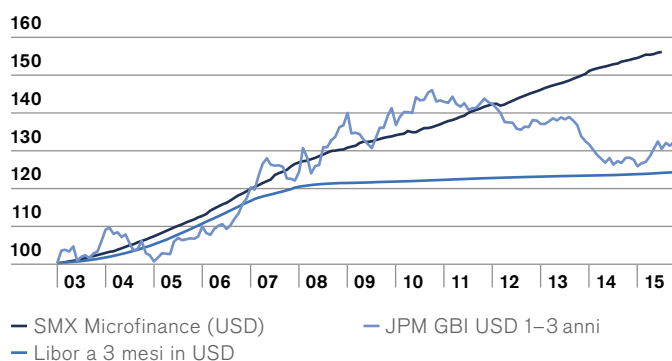
Anche se la Federal Reserve statunitense cercherà di normalizzare lentamente i tassi d'interesse, è probabile che questi si mantengano a livelli estremamente bassi, o perfino negativi, nella maggior parte dei paesi sviluppati. Dovrebbe quindi proseguire la caccia ai rendimenti aggiuntivi. Gli investitori possono generare rendimenti acquistando obbligazioni a più lunga scadenza e assumendo rischio di duration oppure optando per il rischio di credito. Dal canto nostro, siamo nettamente a favore del rischio di credito. È possibile scovare interessanti opportunità di rischio/rendimento in due aree principali:

- I titoli di debito dei mercati emergenti in valuta forte offrono ancora un buon premio di rendimento rispetto a quelli dei mercati sviluppati. In un contesto di progressiva ripresa in molti importanti paesi emittenti, che hanno subito forti contraccolpi sul piano dell'economia e dei prezzi obbligazionari, i titoli sovrani e quasi sovrani dovrebbero offrire le migliori opportunità, come inizia a emergere dai flussi degli investimenti. Per quanto riguarda i titoli di debito dei mercati emergenti in

Fig. 2 **Performance della microfinanza**

Gli investimenti nella microfinanza generano rendimenti superiori a quelli dei mercati monetari (performance di gen. = 100).

Fonte: Credit Suisse/IDC. Dati aggiornati a: 01/10/2016



valuta locale, i rendimenti attesi sono a loro volta piuttosto interessanti poiché i tassi obbligazionari tendono a essere più alti, mentre diverse valute sono sottovalutate e offrono un ulteriore potenziale di rialzo rispetto a quelle principali.

- Anche il settore finanziario offre opportunità di ottimizzazione dei rendimenti. Le obbligazioni subordinate delle società finanziarie presentano ancora alcuni dei rendimenti più appetibili dei mercati sia sviluppati che emergenti. Analogamente, le obbligazioni ibride che uniscono caratteristiche azionarie e obbligazionarie possono aiutare a ottimizzare i rendimenti. In tutti questi casi, tuttavia, la chiave di una performance sostenuta è un'attenta analisi della qualità dell'emittente e delle caratteristiche dell'obbligazione. La selettività è essenziale, come hanno dimostrato ancora una volta i problemi che hanno colpito diversi istituti finanziari nel 2016.

Diversificazione dei rischi

Alla luce delle prospettive sempre più difficili degli investimenti azionari e obbligazionari, rimane essenziale diversificare i rischi. Poiché cerchiamo di posizionare i nostri investimenti tematici nel contesto del portafoglio, siamo alla costante ricerca di temi in grado di apportare diversificazione, come nei seguenti esempi.

- La sostenibilità attira un numero sempre maggiore di investitori, sia come tema a sé stante che come modalità di esprimere le proprie convinzioni. Ad esempio, uno dei temi d'investimento più promettenti per l'anno prossimo riguarda la catena del valore della produzione di batterie, legato al crescente utilizzo di batterie nei veicoli elettrici e nei sistemi di accumulo elettrico. Questo tema permette di sfruttare la rapida crescita del mercato e apporta i vantaggi della diversificazione rispetto ai portafogli azionari tradizionali.

- La microfinanza rappresenta un altro tema di rilievo nell'ambito degli investimenti a impatto. Contribuisce a diversifi-

care il rischio di portafoglio in virtù della bassa correlazione con gli altri attivi, della volatilità contenuta e della capacità di ottimizzare i tassi d'interesse in un contesto di tassi bassi per un periodo prolungato. Gli investimenti nella microfinanza sono prestiti di breve termine erogati in alcuni dei paesi più poveri del mondo per aiutare famiglie del luogo ad avviare un'attività o a sostentarsi tramite l'agricoltura.

Questi sono solo alcuni esempi delle opzioni a disposizione degli investitori in cerca di opportunità. Secondo le nostre previsioni complessive, le classi di attivi core dovrebbero generare solo rendimenti contenuti; tuttavia, gli investimenti tematici possono permettere di conseguire rendimenti aggiuntivi sfruttando varie occasioni di crescita e rendimento. In questo ambito, come in tutti gli altri, la chiave del successo risiede in un'ampia diversificazione del portafoglio.

Private equity: un'interessante aggiunta all'asset allocation

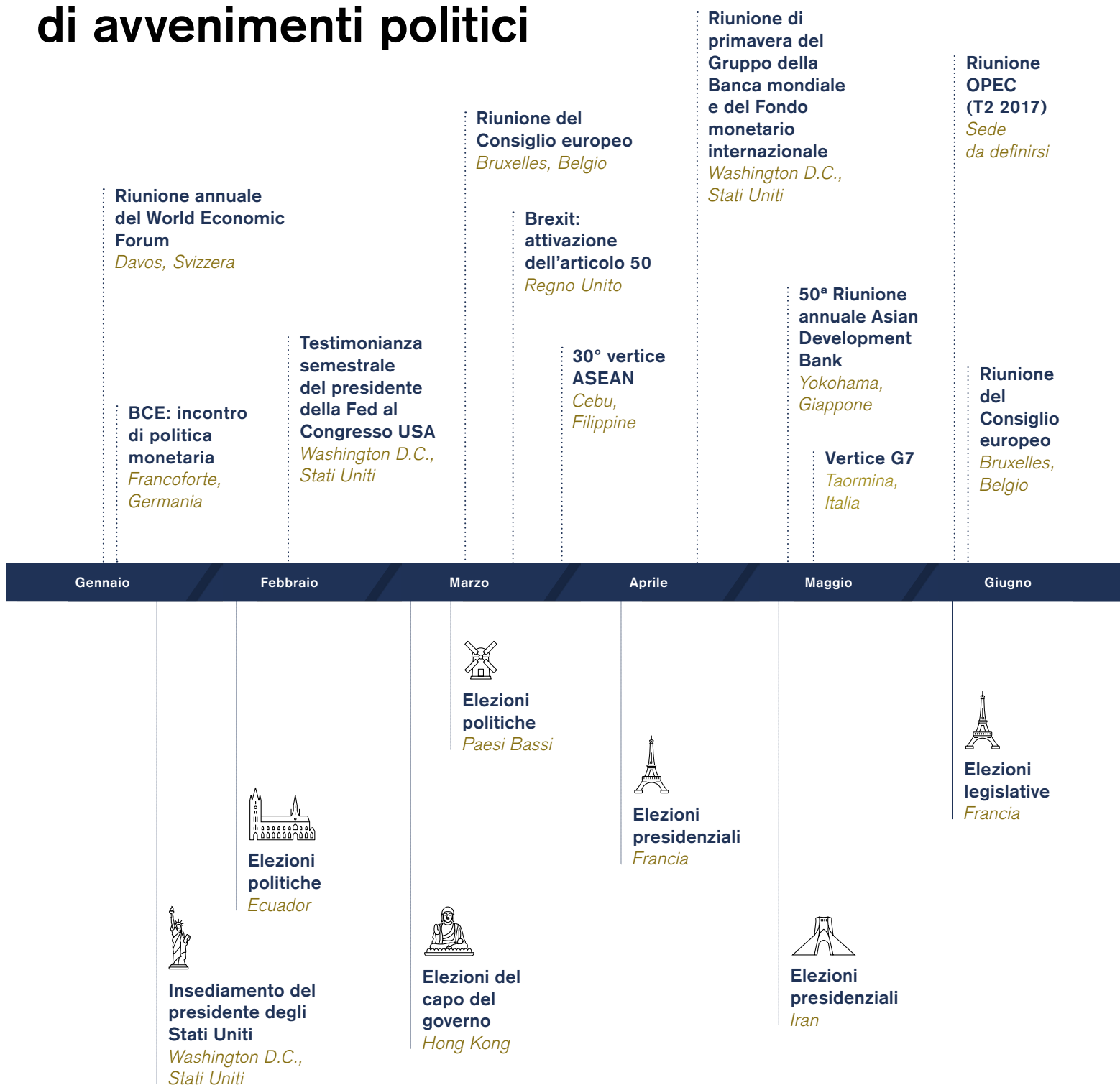
Infine, benché non si tratti propriamente di un tema, vogliamo sottolineare l'interessante ruolo che possono svolgere gli investimenti in private equity nell'ambito dell'asset allocation. Come abbiamo spiegato nella sezione dedicata alla verifica dello stato di salute del portafoglio, crediamo che i fondi di private equity possano apportare rendimenti superiori su base corretta per il rischio agli investitori in grado di tollerare l'illiquidità e l'orizzonte di lungo periodo imposti dai prolungati periodi di «lock-up» di questi prodotti. Utilizzando l'approccio giusto, gli investimenti di private equity possono produrre rendimenti che mostrano una correlazione relativamente bassa ma positiva con i mercati azionari tradizionali. Tuttavia, è fondamentale scegliere gestori di talento: a nostro avviso, solo il primo quartile dei fondi di private equity genera rendimenti sufficienti a compensare adeguatamente la bassa liquidità. ■

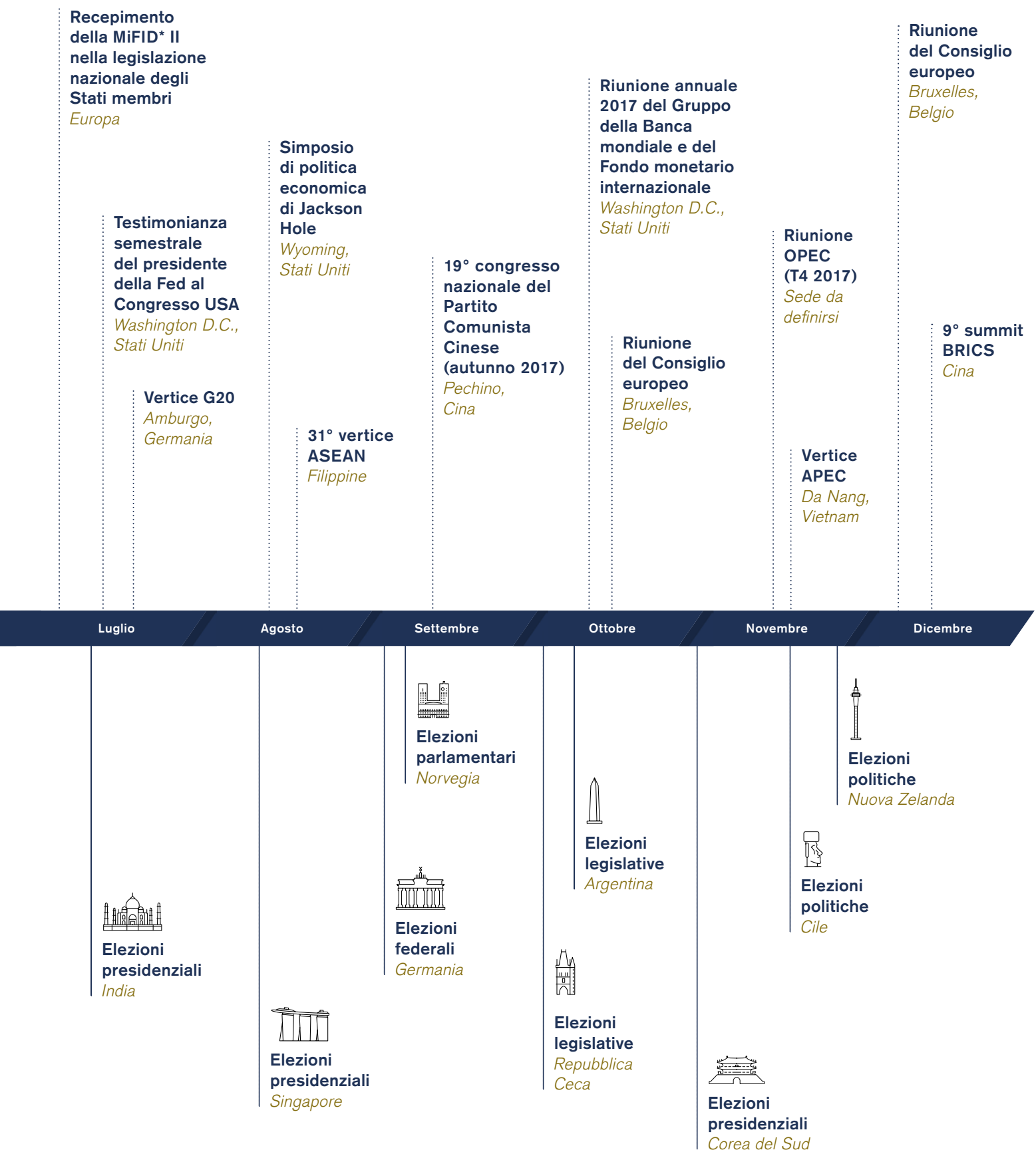
Principali conclusioni per gli investitori

- Nonostante la modesta crescita economica mondiale, gli investitori possono ottenere rendimenti superiori alla media attraverso le opportunità offerte dagli investimenti in infrastrutture, i «digital disruptor» e i titoli dei beni di consumo dei mercati emergenti.
- Le obbligazioni dei mercati emergenti e i prestiti subordinati delle società finanziarie offrono un premio di rendimento rispetto alle obbligazioni tradizionali e agli investimenti del mercato monetario.
- I temi collegati alla sostenibilità, come i titoli delle aziende del settore ad alta crescita delle batterie, possono apportare a un portafoglio i vantaggi della diversificazione, come anche gli investimenti a impatto, ad esempio nella microfinanza.

Calendario 2017

Un altro anno ricco di avvenimenti politici





*Markets in Financial Instruments Directive



**Per maggiori informazioni sull'
Investment Outlook 2017
si rimanda a**
credit-suisse.com/investmentoutlook

Avvertenze

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 https://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.

Il capitale d'investimento nelle obbligazioni può essere eroso a seconda del prezzo di vendita, del prezzo di mercato o in caso di cambiamenti degli importi di rimborso. L'investimento in tali strumenti richiede prudenza.

Le commissioni d'intermediazione sulle transazioni corrisponderanno alle tariffe commissionali pattuite tra Credit Suisse e l'investitore. Per le operazioni condotte su base principal to principal tra 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.

I titoli strutturati sono strumenti complessi, che in genere implicano un grado elevato di rischio e sono destinati solo alla vendita a investitori sofisticati in grado di comprendere e assumersi i rischi connessi. Nello specifico, il valore di mercato di qualsiasi titolo strutturato può risentire dei cambiamenti dei fattori economici, finanziari e politici (tra cui, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, i tassi d'interesse e i tassi di cambio a pronti e a termine), del tempo restante alla scadenza, delle condizioni di mercato e della volatilità, e della qualità creditizia di un emittente o di un emittente di riferimento. Gli investitori interessati ad acquistare prodotti strutturati dovrebbero condurre delle ricerche e analisi sul prodotto per conto proprio e consultarsi con i propri consulenti professionali in merito ai rischi correlati a un tale acquisto.

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 difficile 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.

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.

Sensibilità

Per analisi della sensibilità si intende l'analisi della variazione del valore di mercato (ad es. prezzo) di uno strumento finanziario in funzione di una data variazione di un

fattore di rischio e/o di un'ipotesi utilizzata per il modello. Nello specifico, il valore di mercato di qualsiasi strumento finanziario può risentire dei cambiamenti dei fattori economici, finanziari e politici (tra cui, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, i tassi d'interesse e i tassi di cambio a pronti e a termine), del tempo restante alla scadenza, delle condizioni di mercato e della volatilità, e della qualità creditizia di un emittente o di un emittente di riferimento.

Rischi dei mercati finanziari

I rendimenti storici e gli scenari relativi ai mercati finanziari non costituiscono una garanzia della performance futura. Il prezzo e il valore degli investimenti menzionati e l'eventuale reddito maturato possono aumentare, diminuire oppure essere soggetti a fluttuazioni. La performance passata non costituisce un riferimento per la performance futura. Se un investimento è denominato in una moneta diversa dalla valuta di base, le variazioni del tasso di cambio possono sortire un effetto negativo sul valore, sul prezzo o sul reddito. È opportuno rivolgersi a consulenti in materia qualora venga riscontrata la necessità di un supporto per queste valutazioni.

Gli investimenti potrebbero non avere un mercato pubblico oppure avere solo un mercato secondario ristretto. Ove esista un mercato secondario, non è possibile prevedere il prezzo al quale verranno negoziati gli investimenti sul mercato o se tale mercato sarà liquido o meno.

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'allocazione 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.

Il private equity è un investimento di capitale private equity in società che non sono quotate in borsa. Gli investimenti di private equity sono in genere illiquidi e considerati investimenti a lungo termine. Gli investimenti di private equity, compresa l'opportunità qui descritta, possono includere i seguenti ulteriori rischi: (i) perdita della totalità o di una parte sostanziale del capitale degli investitori, (ii) i gestori d'investimento possono ricevere un'incentivazione a effettuare investimenti più rischiosi o più speculativi a causa del sistema di remunerazione basato sulla performance, (iii) mancanza di liquidità per l'assenza attuale di mercati secondari, (iv) volatilità dei rendimenti, (v) restrizioni sul trasferimento, (vi) potenziale mancanza di diversificazione, (vii) addebito di commissioni e spese elevate, (viii) minimo o nessun obbligo di fornire a frequenza regolare informazioni di prezzo nonché (ix) strutture fiscali complesse e ritardi nella distribuzione di informazioni fiscali importanti agli investitori.

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 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 a 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 di 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 di Credit Suisse e variare in qualsiasi momento senza preavviso e in assenza di un obbligo di aggiornamento. 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 di Credit Suisse. **CONFLITTI:** Credit Suisse si riserva il diritto di porre rimedio a qualsiasi errore eventualmente contenuto nel presente rapporto. 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. 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 di Credit Suisse oppure Credit Suisse potrebbe essere il solo market maker di tali investimenti. 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. **SOURCE:** Le informazioni e le opinioni illustrate nel presente rapporto sono state ricavate o desunte da fonti che, a giudizio di Credit Suisse, sono affidabili. Tuttavia, Credit Suisse non rilascia alcuna

dichiarazione in merito alla loro accuratezza o completezza. 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 di Credit Suisse, 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 di 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 di 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 da 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 Sydney 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 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. **BAHRAIN:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, filiale del Bahrain, autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Bahrain (CBB) come Investment Firm Category 2. Credit Suisse AG, filiale del Bahrain, ha sede al Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Regno del Bahrain. **BRASILE:** Le informazioni contenute nel presente documento sono a solo scopo informativo e non devono essere intese in alcuna caso come un prospetto, una forma di pubblicità, un'offerta pubblica, un'offerta di vendita dei titoli ivi descritti o una sollecitazione di un'offerta di acquisto dei titoli ivi descritti in Brasile. Qualsiasi offerta pubblica o vendita di titoli verrà effettuata solo se si è ottenuta la registrazione applicabile nella Commissione della borsa valori brasiliana. Nessun invito all'offerta né l'offerta o la vendita di qualsiasi investimento sarà considerato pubblico in Brasile o sarebbe considerato un'offerta pubblica di titoli in Brasile. In nessun caso, le informazioni contenute nel presente documento devono essere interpretate come una consulenza d'investimento. La Commissione della borsa valori non ha esaminato il materiale ivi contenuto. **EAU/ DUBAI:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG (DIFC Branch), debitamente autorizzata e regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority («DFSA»). I relativi prodotti o servizi finanziari sono disponibili soltanto per i clienti professionisti o le controparti di mercato, secondo la definizione della DFSA, e non sono destinati a qualsivoglia altra persona. Credit Suisse AG (DIFC Branch) ha sede al Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Emirati Arabi Uniti. **FRANCIA:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorizzato dall'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (ACPR) in qualità di fornitore di servizi d'investimento. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, è soggetto alla supervisione e al controllo dell'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution e dall'Autorité des Marchés Financiers. **GERMANIA:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse (Deutschland) AG, che è autorizzata e regolamentata dal Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **GRECIA:** Il presente documento è distribuito in Grecia da CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A, filiale della Grecia, registrato presso il Registro di commercio generale di Atene (n. 126271460001) e supervisionato, per quanto riguarda la condotta, dalla Bank of Greece e dalla Commissione dei mercati di capitale ellenica. CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. (Greece Branch) è una filiale di CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. («CSLux»), munita della necessaria autorizzazione come istituto di credito nel Granducato del Lussemburgo 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 e parte di Credit Suisse

Group. La filiale greca offre principalmente servizi di consulenza e attività accessorie. Tutti gli altri servizi, compresi i servizi di gestione di portafoglio, sono forniti da Credit Suisse (Luxembourg) S.A. in Lussemburgo. **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. Credit Suisse (Channel Islands) Limited è interamente controllato da 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). **INDIA:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse Securities (India) Private Limited (n. CIN U67120MH1996PTC104392), soggetta alla regolamentazione del Securities and Exchange Board of India in qualità di Research Analyst (n. registrazione INH 000001030), di Gestore di portafoglio (n. registrazione INP000002478) e Intermediario in valori mobiliari (n. registrazione INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), e inoltre distribuito presso 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, India, T- +91-22 6777 3777. **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; e 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). **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. **LIBANO:** Questo rapporto viene distribuito da Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un istituto finanziario costituito in Libano e regolamentato dalla Banca centrale del Libano (Central Bank of Lebanon, «CBL»), con numero di licenza per l'istituto finanziario 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL è soggetta alle leggi e alle regolamentazioni della CBL, oltre che alle leggi e alle decisioni della Capital Markets Authority of Lebanon («CMA»). CSLF è una filiale di Credit Suisse SA e parte di Credit Suisse Group (CS). La CMA non si fa carico di alcuna responsabilità per i contenuti delle informazioni incluse nel presente rapporto, compresa l'accuratezza e la completezza di tali informazioni. La responsabilità per il contenuto di questo rapporto è di chi l'ha pubblicato, dei rispettivi amministratori e di altre persone, come gli esperti, le cui opinioni vengono incluse nel rapporto con il rispettivo consenso. La CMA non ha altresì valutato l'adeguatezza dell'investimento per un particolare investitore o tipologia di investitore. Gli investimenti sui mercati finanziari potrebbero implicare un livello elevato di complessità e di rischio e potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. La valutazione dell'adeguatezza di CSLF in riferimento all'investimento sarà eseguita sulla base delle informazioni che l'investitore avrebbe fornito a CSLF e in linea con le politiche e i processi interni di Credit Suisse. Si conviene che l'inglese verrà impiegato in tutte le comunicazioni e la documentazione fornite da CS e/o da CSLF. Accettando di investire nel prodotto, l'investitore conferma di non avere alcuna obiezione in merito all'utilizzo della lingua inglese. **LUSSEMBURGO:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una banca lussemburghese autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **QATAR:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse (Qatar) L.L.C., autorizzato e regolamentato dalla Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) ai sensi del QFC n. 00005. Tutti i relativi prodotti o servizi finanziari saranno disponibili soltanto per Business Customers o Market Counterparties (come definiti dalle regole e dalle regolamentazioni della Qatar

Financial Centre Regulatory Authority - QFCRA), inclusi i privati che hanno scelto di essere classificati come Business Customer, con patrimonio netto superiore a QR 4 milioni, dotati di esperienze, conoscenze e competenze in materia finanziaria sufficienti per partecipare a operazioni aventi a oggetto tali prodotti e/o servizi. Le presenti informazioni non devono pertanto essere consegnate o affidate a qualsiasi altro tipo di soggetto. **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. **ARABIA SAUDITA:** Il presente documento non può essere distribuito nel Regno saudita, ad eccezione delle persone autorizzate ai sensi dei regolamenti dei fondi d'investimento. Credit Suisse Saudi Arabia si assume la completa responsabilità per l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento e conferme di aver effettuato tutte le richieste ragionevoli per cui, al meglio delle proprie conoscenze, non vi sono altri fatti la cui omissione renderebbe fuorviante qualsiasi affermazione ivi riportata. L'Autorità dei mercati di capitale non si assume alcuna responsabilità per i contenuti di questo documento né effettua alcuna affermazione in merito alla loro accuratezza o completezza e declina espressamente qualsivoglia responsabilità, qualsiasi perdita derivante o insorta facendo affidamento a qualsiasi parte del presente documento. **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'esonero 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 a 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 di Credit Suisse. Copyright © 2015 di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati. 16C031A_IO



Nannette Hechler-Fayd'herbe è Global Head of Investment Strategy presso Credit Suisse e membro dell'Investment Committee di Credit Suisse. È caporedattrice di Investment Outlook 2017, il fiore all'occhiello tra le pubblicazioni della banca. La signora Hechler-Fayd'herbe fa parte del Board of Trustees del fondo pensione svizzero di Credit Suisse e del comitato della International Capital Market Association. Detiene un PhD dell'Università di Losanna in Svizzera ed è laureata presso l'École des Hautes Études en Sciences Sociales a Parigi, in Francia. La signora Hechler-Fayd'herbe lavora presso Credit Suisse dal 1999.

Editore

Caporedattrice

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Co-editore

Oliver Adler

Supporto editoriale

Christa Jenni

Francis Piotrowski

Product Management

Camilla Damm Leuzinger

Sebastian Zeuner

Ideazione del design

C3 Creative Code and Content (Switzerland) Ltd.

Scadenza editoriale

14 novembre 2016

Maggiori informazioni

credit-suisse.com/investmentoutlook

Fotografie:

Mathias Hofstetter (frontespizio); hibrida13/VectorStock (p. 6, p. 62); onurdongel/gettyimages, JackF, kalimf/iStock by gettyimages (p. 10); thenounproject.com (p. 10, 11, 60, 61); Steve Vidler/Alamy Stock Foto (p. 30)

Fonti dei dati:

New York Times, Credit Suisse, federalreserve.gov, Oxford Dictionaries (en.oxforddictionaries.com), Bloomberg (bloomberg.com), Enterprise Risk Management Initiative (erm.ncsu.edu), Credit Suisse (GI 1.14), Global Entrepreneurship Monitor 2014 Women's Report, Blog.oxforddictionaries.com, Financial Times, IMF, New York Times, Financial Times, OECD (www.oecd.org), economist.com, Financial Times, economist.com, Baltensperger and Kugler, The Historical Origins of the Safe Haven Status of the Swiss Franc, *Aussenwirtschaft* 67.2, Peter Drucker, Fortune Magazine, September 28, 1998, Migration Policy Institute (migrationpolicy.org), OECD (oecd.org), IMF (imf.org), Pew Research Center (pewresearch.org), The Guardian, Credit Suisse (GI 1.16), www.merriam-webster.com, Credit Suisse, Credit Suisse (IO 2016), National Public Radio, Smithsonian Magazine, New York Times, Smithsonian Institution, www.merriam-webster.com, Britannica.com, Oxford English Dictionary, Facebook (newsroom.fb.com), Frost & Sullivan, www.nobelprize.org



Credit Suisse AG
P.O. Box 100
CH-8070 Zurich
credit-suisse.com

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