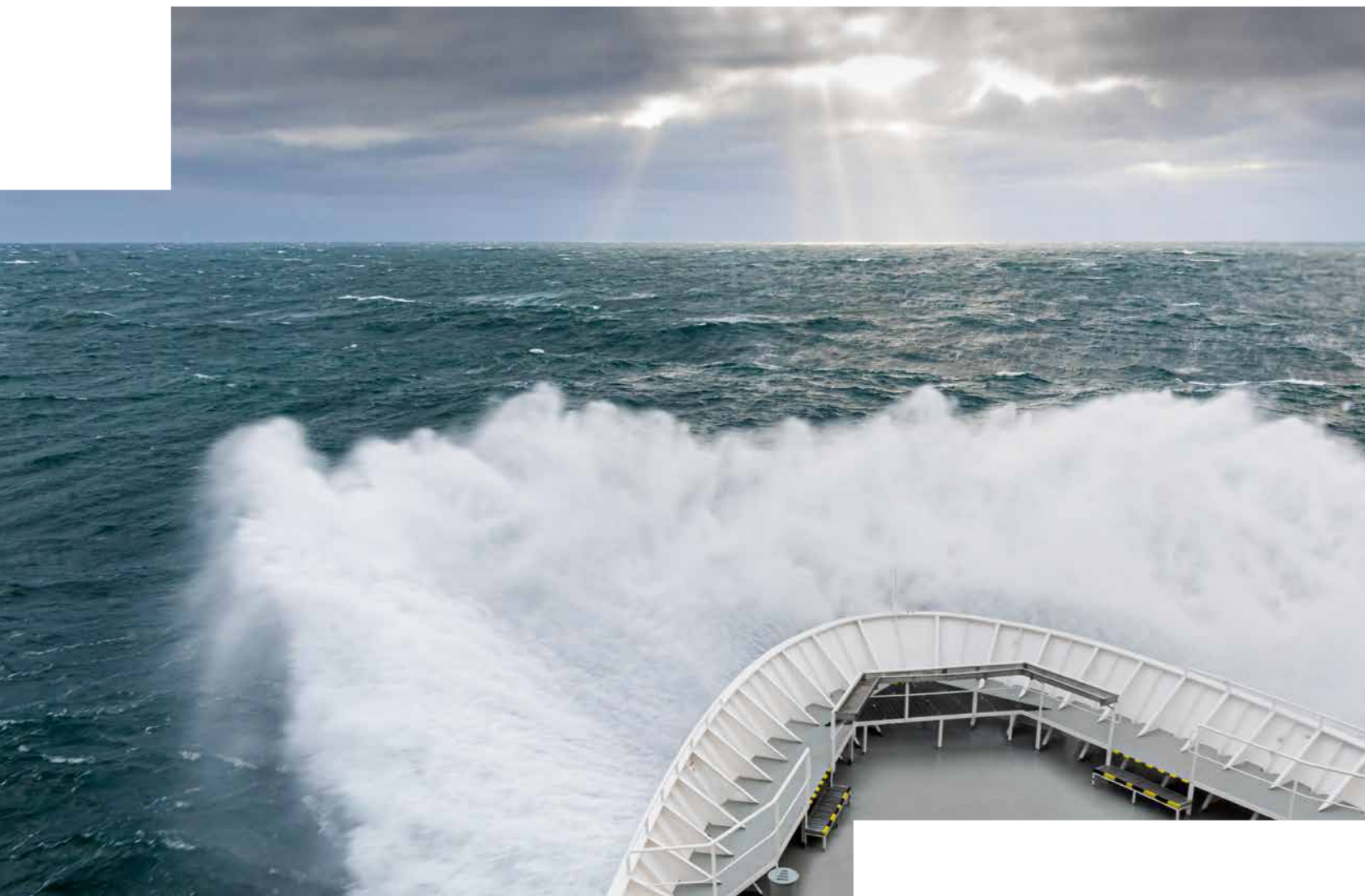


Investment Outlook 2021



Vivere guardando avanti.



I contenuti

12 Economia globale

- 14 Pandemics: dopo lo shock
- 22 Addio status quo
- 24 Prospettive per regione

28 Principali classi di investimento

- 30 Reddito fisso
- 33 Azioni
- 40 Valute
- 42 Immobili
- 44 Hedge fund
- 46 Private equity
- 48 Materie prime

50 Supertrend

- 53 Infografica: variazione dell'utilizzo dei mezzi di comunicazione durante la pandemia

54 Strategia di investimento 2021

- 56 Le strategie che promettono maggiori rendimenti
- 58 Previsioni

- 06 Lettera del CEO
- 08 Caro lettore
- 10 Retrospectiva 2020
- 60 Disclaimer
- 66 Editore



La mia prospettiva

Thomas Gottstein
CEO Credit Suisse Group AG

Sono lieto di presentarvi il nostro Investment Outlook 2021. Il 2020 è stato un anno senza precedenti, caratterizzato dalle gravi recessioni prodotte dalla pandemia di COVID-19, da un'elevata disoccupazione e dalla volatilità dei mercati finanziari.

E allora che cosa ci riserva il 2021? Naturalmente, la sicurezza delle nostre comunità e dei cittadini rimane la massima priorità. È evidente che la nostra salute e l'andamento delle nostre economie procedono di pari passo. Molto dipenderà dai progressi nello sviluppo di un vaccino e dagli altri sforzi per contenere l'emergenza sanitaria.

In generale, riteniamo che ci siano le condizioni per un proseguimento della ripresa dell'attività economica globale nel 2021, in un contesto di consistenti stimoli fiscali e monetari, di accelerazione dell'innovazione tecnologica e di investimenti nella riduzione delle emissioni di carbonio.

Permangono, tuttavia, le incertezze legate alla situazione geopolitica e alla deglobalizzazione, nonché agli effetti prodotti dai tassi d'interesse "lower for longer" in tutte le classi d'investimento. I margini estremamente ridotti nelle recenti elezioni USA hanno evidenziato un inasprimento delle divisioni che potrebbe ostacolare la risposta politica alla pandemia.

I nostri economisti, analisti finanziari ed esperti di strategia hanno lavorato senza sosta in tutte le regioni per aiutare investitori e imprenditori ad affrontare queste sfide globali in rapida evoluzione, mettendo al centro della nostra House View la sostenibilità. La House View costituisce lo strumento analitico alla base del nostro ruolo di gestore patrimoniale leader con solide capacità di investment banking a livello globale.

I risultati di questo impegno si riflettono nel nostro Investment Outlook intitolato, non a caso, "Vivere guardando avanti". Al suo interno troverete le nostre valutazioni principali sull'evoluzione dei mercati e delle economie per il prossimo anno. Sono convinto che si rivelerà una preziosa risorsa per coloro che sono alla ricerca di opportunità in questi tempi di incertezza.

Vi rivolgo i miei migliori auguri per un 2021 di salute e prosperità.

Thomas Gottstein



Vivere guardando avanti.

Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer

Come esseri umani abbiamo bisogno di guardare al passato per comprendere le nostre vite. Tuttavia secondo Soren Kierkegaard, filosofo danese del XIX secolo, non dobbiamo trascurare il futuro.

Una volta che il nostro mondo sarà emerso dalle ombre della pandemia di COVID-19, sarà del tutto normale guardare al passato per valutare in che modo questo difficile periodo ha influito sulle nostre vite. Ciascuno di noi ricorda la sensazione nel vedere le città svuotarsi, mentre il mondo entrava in lockdown, e la preoccupazione per quello che sarebbe potuto accadere ai nostri familiari e amici. Quel che è certo è che nessuno dimenticherà mai che il 2020 è stato l'anno in cui tutti abbiamo dovuto affrontare una pandemia globale di un virus mortale.

La crisi ha rappresentato anche un'esperienza unica per gli investitori, poiché ha fatto precipitare l'economia globale nella peggiore recessione dalla Seconda guerra mondiale. Tra fine febbraio e marzo i mercati azionari hanno subito un tracollo, seguito da un forte rally nei mesi successivi grazie al sostegno senza precedenti delle banche centrali e dei governi.

Questa pubblicazione, tuttavia, non si concentra sul passato, ma guarda al futuro e ai fattori che, secondo le nostre previsioni, influenzeranno gli investimenti e i mercati nel nuovo anno. Le condizioni di investimento sono più rigide ed è diventato più complicato capitalizzare il momento per conseguire rendimenti. In questo momento è necessaria una maggiore disciplina per superare la nostra propensione naturale a guardare al passato in cerca di orientamento. Un'adeguata valutazione fondata su un'analisi rigorosa del presente e la costanza nel perseguire una tesi d'investimento possono garantire investimenti altamente remunerativi, come abbiamo dimostrato quando, all'apice della crisi, siamo andati contro corrente e abbiamo cominciato ad acquistare azioni a fine marzo.

Nel 2021 la pandemia continuerà a tenerci impegnati. I governi dovranno far fronte a nuovi focolai di COVID-19 e dovranno distribuire il vaccino alla popolazione non appena sarà disponibile. Inoltre, le persone e le imprese dovranno adattarsi a cambiamenti del nostro modo di lavorare, apprendere e vivere che riteniamo ormai permanenti.



Infine, mentre la crescita economica dovrebbe normalizzarsi dopo lo shock provocato dalla pandemia nel 2020, vi sono rischi che occorre monitorare attentamente. Nelle seguenti pagine esamineremo le prospettive per le diverse classi d'investimento e per l'economia globale nel 2021.

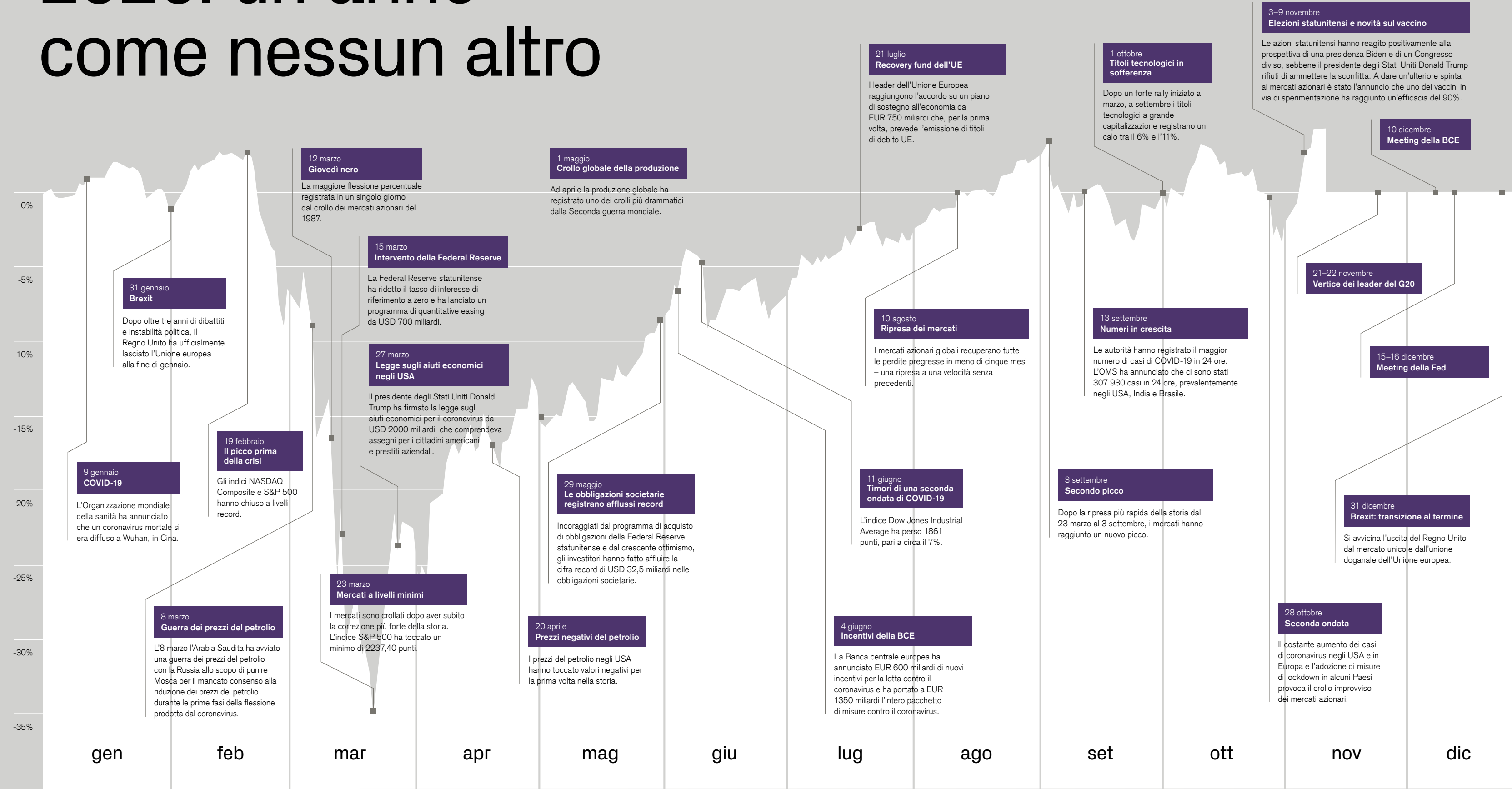
Oltre agli avvenimenti senza precedenti dell'anno che ci stiamo lasciando alle spalle, ci attende una sfida ancora più grande dato che stiamo assistendo a uno spostamento del capitale in risposta all'accelerazione delle tendenze ambientali e sociali prodotta dalla pandemia. Negli ultimi 18 anni Credit Suisse è stato particolarmente attivo nel settore degli investimenti sostenibili e dell'impact investing. Riteniamo che gli investitori rivestiranno un ruolo fondamentale nella transizione verso un mondo più equilibrato e sostenibile. Servirà un cambiamento di mentalità e di approccio che attualmente è già in atto, come dimostra la richiesta da parte degli investitori di una maggiore convergenza tra finalità e profitti nell'impiego dei loro capitali di investimento.

Noi ci adoperiamo per consentire ai nostri clienti di accelerare queste tendenze. Le nostre principali iniziative in quest'ambito comprendono i Supertrend, i nostri temi di investimento di lungo periodo incentrati sui cambiamenti sociali, come "I valori dei Millennials" e "Cambiamento climatico – Decarbonizzazione dell'economia". Inoltre, abbiamo lanciato fondi incentrati su alcuni degli Obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Organizzazione delle Nazioni Unite.

Consentire ai nostri clienti di tener conto della sostenibilità e dell'impatto dei loro investimenti è tra le principali priorità future della banca, pertanto continueremo a tenervi aggiornati sul nostro impegno in questo settore, che è centrale nella nostra offerta d'investimento. Il 2020 rappresenterà un anno di svolta nelle nostre vite e, a questo proposito, voglio ricordare una frase del filosofo danese Soren Kierkegaard che cito spesso: La vita può essere compresa solo guardando indietro, ma va vissuta guardando avanti.

2020: un anno come nessun altro

MSCI AC World price index





Economia globale

Pandenomics: dopo lo shock

Il 2020 è un anno come nessun altro. Il lockdown globale durante la prima ondata della pandemia di COVID-19 ha causato la più grave contrazione economica della storia moderna. In seguito, la maggior parte delle economie ha registrato una netta ripresa, ma una seconda ondata di COVID-19 ha nuovamente rallentato l'economia. Tuttavia, nel 2021 la crescita dovrebbe registrare una graduale accelerazione senza innescare un aumento problematico dell'inflazione o dei tassi d'interesse, nonostante il netto incremento del debito pubblico.

“Shock and awe”

A causa del lockdown dell'economia globale, il 2020 verrà ricordato come un anno storico, caratterizzato da una parabola economica davvero unica. Nel 2° trimestre si è verificata la più forte contrazione trimestrale del prodotto interno lordo (PIL) globale mai registrata, seguita dalla più netta ripresa trimestrale mai registrata quando, nel 3° trimestre, le restrizioni del lockdown sono state allentate e sono stati introdotti stimoli fiscali e monetari. Tuttavia, quando la pandemia di COVID-19 ha rischiato di sfuggire a ogni controllo, i politici di tutto il mondo hanno adottato una

strategia “shock and awe” (dominio rapido) per gestire le conseguenze economiche di questa emergenza sanitaria.

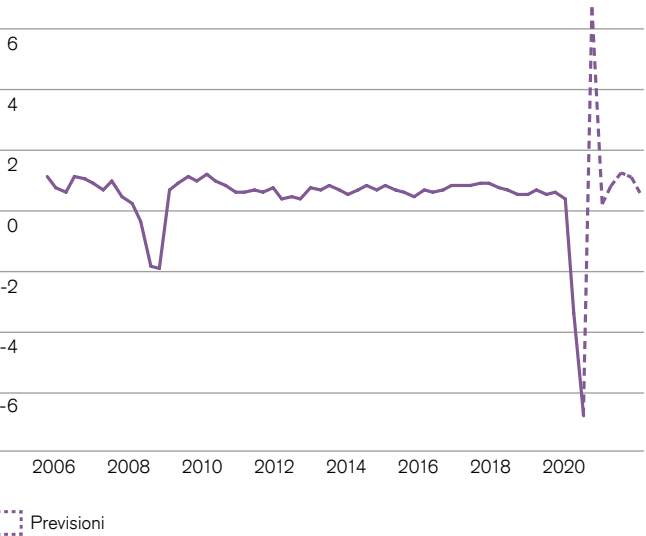
Cosa rende questa situazione unica? In una “normale” recessione i settori ciclici dell'economia, come quello edilizio, subiscono una contrazione, mentre il settore dei servizi reagisce meglio. In questo caso, invece, l'impatto ha investito contemporaneamente i settori produttivi ciclici e l'economia dei servizi, con conseguenti fluttuazioni estreme dell'attività economica. Questo scenario è raro.



Negli USA una contrazione dei servizi si è verificata solo tre volte negli ultimi 70 anni: nel 1973, nel 2008 e nel 2020. Durante la recessione del 2020, i settori ciclici hanno subito un rallentamento perché la chiusura di interi Paesi ha interrotto le catene di approvvigionamento. Nell'economia dei servizi molti settori hanno subito un arresto nei periodi di lockdown, dal momento che le attività "normali" (es. la gestione di un salone di bellezza o di un ristorante) sono diventate rischiose per clienti e collaboratori. Questo spiega anche la forte ripresa una volta rimosse le restrizioni, con il ripristino delle catene di approvvigionamento e la riapertura di attività con le nuove limitazioni di sicurezza imposte dal COVID-19. I notevoli stimoli fiscali e monetari hanno fornito ulteriore sostegno alla ripresa.

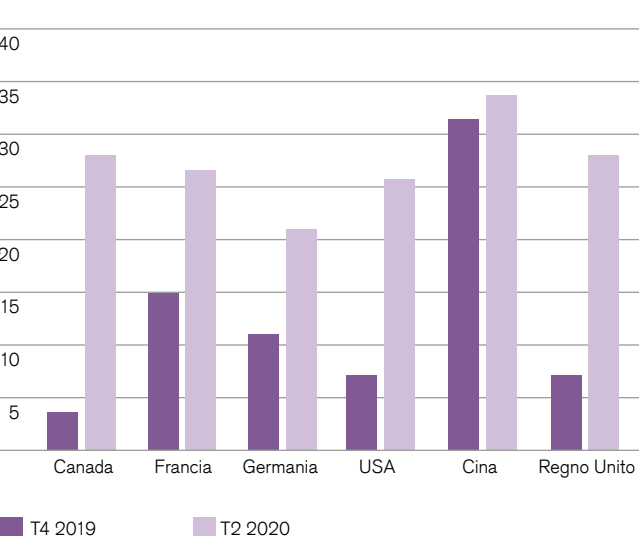
Un altro insolito aspetto macroeconomico della recessione del 2020 è stato l'aumento parallelo dei tassi di risparmio di Stati Uniti, Europa e Asia. Programmi di assistenza sociale e fiscale hanno sostenuto il reddito delle economie domestiche durante i lockdown, portando la spesa per consumi a livelli superiori a quelli consueti. Tuttavia, poiché la spesa per i servizi (a differenza della spesa per beni fisici) è stata limitata per effetto del distanziamento sociale, le famiglie sono anche riuscite a risparmiare a tassi elevati. Di conseguenza, i bilanci familiari sono migliorati in modo netto, una situazione insolita in fase di recessione. Un ulteriore aumento della spesa sarà probabile se continua ad aumentare il numero di ore di lavoro e a diminuire la disoccupazione, e la spesa per i servizi riprenderà al termine della pandemia.

Ritorno alla “normalità”
Crescita del PIL reale globale (su base trimestrale in %)



Ultimo aggiornamento 30.6.2020
Fonte Bloomberg, Credit Suisse

Aumenta il risparmio delle famiglie
Quota di risparmio delle famiglie (in %)



Ultimo aggiornamento 30.6.2020
Fonte Haver Analytics, Credit Suisse

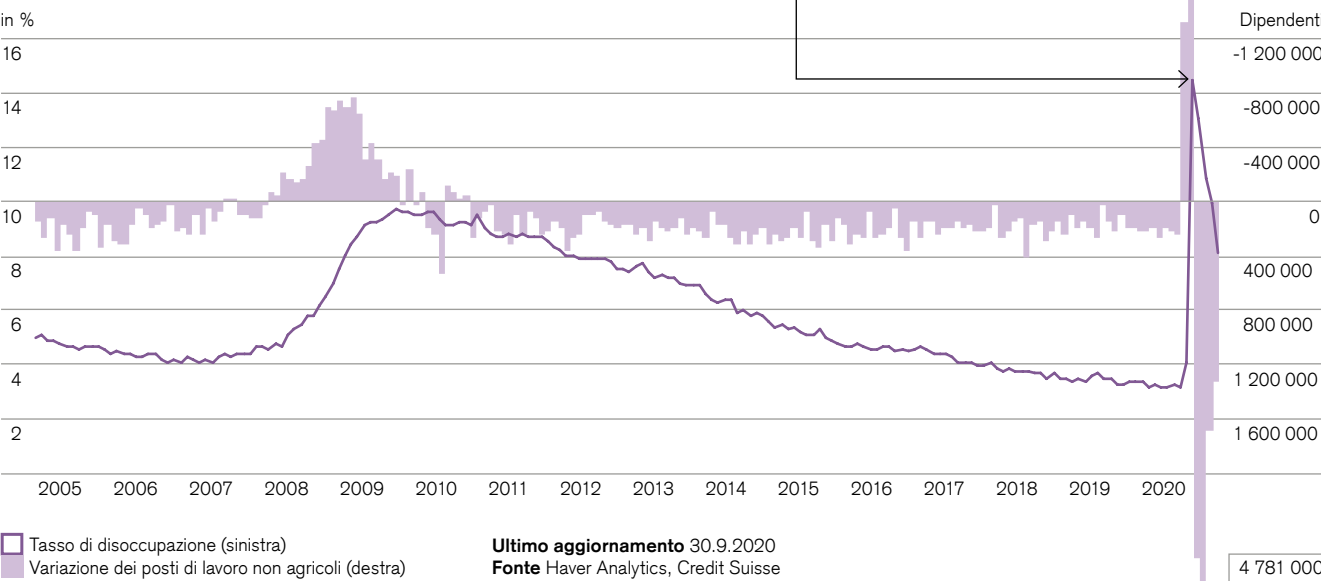
Penalizzazione dei salari
L'Organizzazione Internazionale del Lavoro (OIL) stima che durante il lockdown del 2° trimestre sia stato perso oltre il 15% delle ore di lavoro a livello globale, pari a oltre 500 milioni di posti di lavoro. Nei soli USA, oltre 21 milioni di persone hanno perso il loro posto di lavoro all'apice della crisi, nei mesi di marzo e aprile. Anche il mercato del lavoro in Europa ha registrato forti flessioni in termini di ore, ma una minore perdita di posti di lavoro, dal momento che i governi hanno introdotto programmi di lavoro ridotto. Attraverso l'adesione a questi sistemi, le società possono ridurre le ore di lavoro dei loro collaboratori e il governo integra la differenza di stipendio, solitamente fino a una soglia massima dell'80%. Anche le economie asiatiche e i mercati emergenti (ME) con elevato tasso di occupazione nel settore pubblico hanno mantenuto livelli di occupazione relativamente stabili durante la crisi. Tuttavia, i Paesi con basso livello di protezione sociale (USA e alcuni ME) hanno registrato notevoli turbolenze sui mercati del lavoro, con un'ondata di licenziamenti durante il lockdown, seguita da assunzioni durante la ripresa.

Alla data di redazione, la situazione del mercato del lavoro globale è nettamente migliorata rispetto ai livelli minimi del 2° trimestre, ma la disoccupazione è rimasta significativamente più elevata rispetto a prima della pandemia.

È probabile che nei prossimi mesi, con l'attenuarsi dell'iniziale effetto positivo della riapertura delle attività, il tasso di riassunzione rallenti. Dal momento che ci vorrà tempo prima che l'economia raggiunga i livelli di attività pre-pandemia, è probabile che i tassi di disoccupazione rimangano elevati per i prossimi due anni. Tuttavia, non si tratta necessariamente di uno sviluppo permanente. Nelle regioni con mercati del lavoro relativamente liberi e flessibili, come gli USA, la disoccupazione dovrebbe recuperare stabilità anche se la produzione rimane al di sotto dei livelli pre-pandemia. Il persistere della sottoccupazione potrebbe ostacolare la crescita dei salari, anche se è probabile che in Europa e in Giappone specifiche normative limiteranno il problema.

Picco di disoccupazione negli USA del
14,7%
ad aprile 2020 con oltre 20 milioni di persone che hanno perso il loro lavoro.

Ritorno al lavoro
La disoccupazione mensile negli USA e variazione nel numero complessivo dei posti di lavoro non agricoli



Ultimo aggiornamento 30.9.2020
Fonte Haver Analytics, Credit Suisse

“ Di conseguenza, quando l’economia è debole, le banche centrali diventano sempre più disponibili e propense ad adottare misure di politica monetaria non ortodosse.

Il lockdown ha prodotto numerose trasformazioni che, probabilmente, incentiveranno nuovi modelli di business, come la medicina online e nuovi metodi di lavoro. Sebbene queste trasformazioni comportino costi a breve termine, nel lungo periodo l’adozione

di modelli di business emergenti può generare efficienza, soprattutto se aziende e governi investono nei settori giusti, come l’infrastruttura digitale.

Banche centrali in surplace

Con i salari sotto pressione e/o – a seconda della regione – l’aumento della disoccupazione, l’inflazione sembra destinata a rimanere contenuta. Prevediamo un’inflazione globale del 2,3% nel 2021 – inferiore al livello pre-pandemia del 2,5% del 2019. Negli USA, prevediamo per il 2021 un’inflazione dell’2,0%, contro lo 1,0% dell’eurozona e il 2,5% della Cina. Questi bassi livelli di inflazione significano che le banche centrali non si affretteranno ad aumentare i tassi d’interesse. Durante il lockdown, la Federal Reserve statunitense (Fed) ha seguito l’esempio delle altre principali banche centrali e ha tagliato i tassi a livelli prossimi allo zero e, inoltre, sono stati rilanciati o estesi importanti programmi di acquisto di attività. L’obiettivo era abbassare ulteriormente i tassi d’interesse reali per sostenere la ripresa economica. Secondo le nostre previsioni, nessuna delle grandi banche centrali alzerà i tassi di interesse nel 2021 e, probabilmente, per molto tempo ancora. In realtà, qualora la crescita dovesse vacillare o l’inflazione stentare a crescere, potremmo assistere addirittura a un aumento degli acquisti di attività.

Un futuro fiscale incerto

Mentre gli effetti della pandemia dovrebbero contribuire a mantenere l’inflazione sotto controllo nel 2021, sono meno chiare le conseguenze a lungo termine della crisi sull’inflazione. Con il passare del tempo, è probabile che assisteremo a una crescita dei disavanzi pubblici e del debito pubblico. Questa destabilizzazione delle finanze pubbliche può causare l’inflazione, ma solo se le banche centrali sono inefficaci o inattive nel reagire alle pressioni inflazionistiche future. Ciò potrebbe accadere, per esempio, se le banche centrali cedessero alle pressioni esterne o se iniziassero a consentire che i timori per il debito pubblico influenzino le decisioni sui tassi. Questo è un elemento di rischio per il periodo post COVID-19. Non possiamo escludere la possibilità che le banche centrali ricevano pressioni per finanziare programmi fiscali troppo ambiziosi.

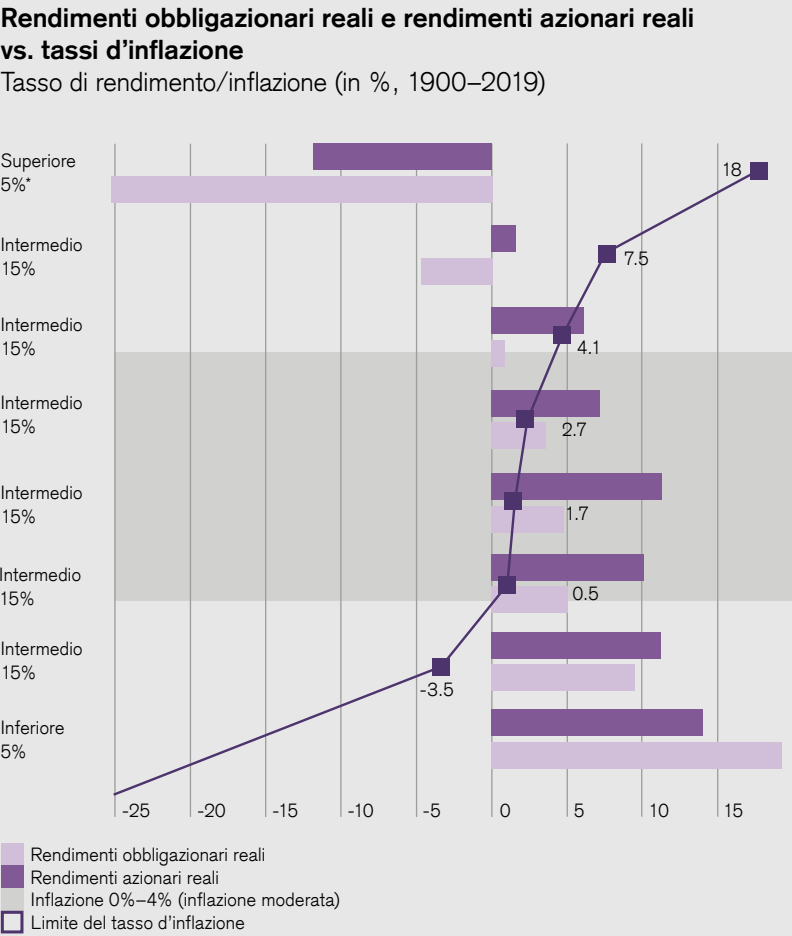
Oppure, semplicemente, le banche centrali potrebbero reagire in ritardo o in modo insufficiente alla crescita dell’inflazione. Tuttavia, l’adozione da parte della Fed di un obiettivo di inflazione medio non limita la

sua capacità di reagire tempestivamente a una rapida impennata dell’inflazione. In Europa, questa evenienza è resa particolarmente improbabile dalla costituzione della Banca centrale europea (BCE). Nei Paesi con un elevato debito pubblico, le banche centrali hanno maggiore difficoltà a combattere l’inflazione, piuttosto che la deflazione. Ciò è dovuto al fatto che l’inflazione rende più semplice la gestione di un elevato indebitamento, mentre la deflazione la rende più complessa. Di conseguenza, quando l’economia è debole, le banche centrali

diventano sempre più disponibili e propense ad adottare misure di politica monetaria non ortodosse come il quantitative easing, tassi d’interesse negativi o il controllo sulla curva dei rendimenti allo scopo di evitare la deflazione piuttosto che inasprire la propria politica monetaria in seguito a un aumento dell’inflazione. Pertanto, per assolvere alle loro funzioni, le banche centrali si trovano in una posizione delicata. Per il momento è troppo presto per valutare tali tail risk, ma gli investitori dovrebbero prestare attenzione alla sostenibilità delle finanze pubbliche.

Il destino degli investimenti finanziari è legato all’inflazione

Per gli investimenti finanziari e gli investitori è fondamentale stabilire quale regime di inflazione prevarrà nei prossimi anni. Per la maggior parte dei Paesi sviluppati ed emergenti, una headline inflation tra lo 0% e il 4% rappresenta un regime d’inflazione moderato. In tale regime, le azioni tendono a registrare un’outperformance rispetto alle obbligazioni. In regimi di inflazione elevata (di norma quando la headline inflation è superiore al 7,5%), le azioni non generano più rendimenti assoluti positivi, mentre le obbligazioni tendono a registrare una performance negativa. In regimi di deflazione (headline inflation negativa) le obbligazioni sovraperformano le azioni.



* Percentili di inflazione in 2516 anni-Paese; rendimenti obbligazionari e azionari nello stesso anno
Ultimo aggiornamento 31.12.2019
Fonte Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton, DMS dataset. Vietata la riproduzione senza esplicito consenso scritto degli autori.

L'eredità del debito

Durante la crisi, molti Paesi hanno implementato misure di stimolo fiscale pari al 10% del PIL o oltre. Secondo i dati del Fondo monetario internazionale (FMI), entro la fine del 2020 il rapporto fra il debito pubblico e PIL supererà il 130% negli Stati Uniti, il 160% in Italia e il 260% in Giappone. Sebbene l'aumento del debito sarà sempre più motivo di preoccupazione per i responsabili politici, in assenza di una piena ripresa economica aumenteranno le richieste di ulteriori misure di stimolo fiscale. Negli USA, ulteriori stimoli saranno di portata limitata dato il mancato raggiungimento di maggioranze nette al Congresso da parte dei democratici.

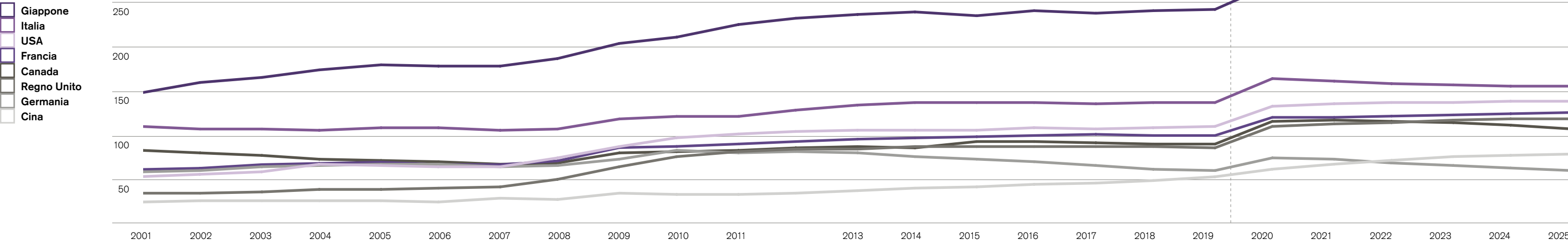
Tuttavia, alla luce della prevista ripresa dell'economia mondiale e della ridotta probabilità di ulteriori lockdown totali per il COVID-19, ulteriori misure di stimolo di entità paragonabile a quelle del 2020 appaiono piuttosto improbabili. Indipendentemente dall'andamento dell'economia globale, il debito pubblico elevato continuerà a rappresentare una sfida per i responsabili politici. Finché i tassi d'interesse saranno prossimi o pari agli attuali valori minimi, il debito rimarrà sostenibile. Tuttavia, i governi saranno vincolati nel contrastare eventuali recessioni future e nel finanziare spese a sostegno della crescita. Di conseguenza, il debito elevato probabilmente costituirà una delle eredità più durature e gravose del COVID-19.

Il protezionismo è destinato a perdurare
Secondo le nostre stime, negli ultimi 20 anni la produzione industriale della Cina è passata dal 5% al 30% della produzione mondiale, mentre la quota degli USA è scesa dal 25% al 18%. Molti politici occidentali si sono impegnati a sostenere le esportazioni locali, la capacità produttiva e l'occupazione, ma è altamente improbabile che la portata di tali misure possa produrre un rapido aumento della quota di produzione globale degli Stati Uniti o dell'Europa. Tuttavia, le barriere e i conflitti commerciali, già in aumento dal 2016, sono destinate a perdurare. Anche se appare improbabile che aumentino i dazi tra le economie occidentali e, di fatto, è in corso un accordo commerciale tra USA ed Europa, le tensioni nel settore tecnologico e degli investimenti potrebbero perdurare o persino peggiorare. In risposta, la Cina sta realizzando significativi investimenti nel settore dei semiconduttori per ridurre la propria dipendenza da altri partner commerciali meno disponibili. Ciò potrebbe produrre una duplicazione delle catene di approvvigionamento. Le tendenze protezionistiche potrebbero aumentare anche nel settore farmaceutico, dal momento che diversi gruppi di interesse sostengono che la crisi provocata dal COVID-19 dimostrerebbe la necessità di produrre le risorse strategiche a livello nazionale. Sarebbe preferibile un approccio che garantisca la disponibilità di risorse diversificate a livello globale per le future crisi sanitarie, attraverso accordi multilaterali o bilaterali.

Elezioni USA: margine di azione limitato per il presidente eletto Biden

Nonostante il presidente Biden abbia vinto le elezioni presidenziali USA, il margine di manovra dei democratici rimarrà limitato, a causa del mancato raggiungimento di maggioranze nette al Congresso. Pertanto, è improbabile che negli Stati Uniti si verifichino cambiamenti sostanziali in materia di politica fiscale e anche l'incremento di spesa in settori come la "green economy" sarà contenuto. Anche le modifiche alla legislazione sull'assistenza sanitaria rimarranno limitate. Tuttavia, è probabile che cambieranno in modo deciso i toni adottati dalla Casa Bianca.

Il prezzo della pandemia
Debito pubblico globale (in % del PIL)



Previsioni

Ultimo aggiornamento 31.10.2019; previsioni a ottobre 2020
Fonte FMI, Credit Suisse

Addio status quo

Spesso le crisi diventano una forza di trasformazione. Mentre alcuni cambiamenti si rivelano temporanei, altri permangono a lungo, anche dopo la fine della crisi. Tracciando un bilancio della pandemia di COVID-19, possiamo individuare diverse conseguenze a lungo termine.

La rapida diffusione del COVID-19 all'inizio del 2020 ha colto gran parte del mondo di sorpresa e ha stravolto l'economia globale. La pandemia ci ha resi consapevoli del fatto che le malattie contagiose rappresentano ancora una minaccia per la società nel suo complesso e che, di fatto, costituiscono un effetto collaterale del progresso. Tuttavia, nel corso della storia, le crisi sanitarie hanno contribuito a promuovere l'innovazione scientifica e sociale e a delineare il percorso del successivo sviluppo economico. Riteniamo che l'attuale crisi sanitaria non costituirà un'eccezione.

Tuttavia, anziché innescare una vera e propria svolta, il COVID-19 ha accelerato tendenze esistenti. La digitalizzazione della vita quotidiana, la tendenza all'adozione di contratti di lavoro più flessibili, il rallentamento della globalizzazione, l'indebolimento del multilateralismo, il rafforzamento dello Stato e la vulnerabilità delle città sono tutti sviluppi già in atto prima della diffusione del virus.

La velocità con cui evolvono queste tendenze sta mettendo a dura prova la capacità dell'uomo di tenere il passo. La legislazione registra ritardi in diversi ambiti, dalla protezione dei dati alle leggi sul lavoro, e i governi, così come le imprese, devono rafforzare la propria capacità di ripresa adottando modelli economici più sostenibili.

Un'azione rapida, in prospettiva del mondo post COVID-19, può contribuire a ridurre al minimo la probabilità di un'altra crisi globale prodotta da una pandemia e potrebbe anche rappresentare un'opportunità per affrontare i problemi che hanno pregiudicato la crescita e la prosperità negli ultimi decenni.

Tendenze da monitorare

- 1

Tail risk dell'inflazione: il quadro inflazionistico favorevole degli ultimi decenni è destinato a perdurare nel medio termine, ma sono aumentati i tail risk connessi alla deflazione e all'inflazione.
- 2

Multilateralismo 2.0: se non verrà impostato su nuove basi, il multilateralismo cederà il passo al multipolarismo, per effetto delle tensioni tra USA e Cina.
- 3

Democrazia/autocrazia: entrambi i sistemi possono fallire o prosperare in una pandemia, poiché la gestione della crisi, le competenze dello Stato e la fiducia dei cittadini contano più dei sistemi politici. I due sistemi continueranno a coesistere.
- 4

Uno Stato onnipotente: l'estensione dei poteri dei governi sopravviverà alla crisi, introducendo cambiamenti auspicabili ma aumentando anche il rischio di compromettere le dinamiche di mercato e la responsabilità personale.
- 5

Nearshoring: la globalizzazione non invertirà il proprio corso ma continuerà a rallentare, dando maggiore risalto alla diversificazione regionale, al nearshoring delle attività di produzione e privilegiando la resilienza all'efficienza in termini di costi.
- 6

Sorveglianza: la sorveglianza e la raccolta dei dati personali stanno trasformando Stati e imprese in imperi dell'informazione. Un approccio organico in materia di protezione della privacy è fondamentale.
- 7

Lavoro: il telelavoro è destinato a perdurare e a incentivare una maggiore flessibilità nonché l'adozione di nuovi standard nel mondo del lavoro.
- 8

Istruzione: l'apprendimento permanente diventerà una parte fondamentale della vita di ciascuno, per consentire la creazione di una forza lavoro più flessibile e lo sviluppo di competenze che valorizzino il vantaggio umano sulle macchine.
- 9

Disuguaglianza: la disuguaglianza rimarrà un tema centrale e potrebbe favorire l'adozione di interventi fiscali più redistributivi, innescando flussi di persone e capitali.
- 10

Decentralizzazione: le città sopravviveranno ma si adatteranno in modo da consentire una maggiore decentralizzazione regionale e una rinascita delle piccole città nel mondo sviluppato.

Prospettive per regione

Con l'approssimarsi del 2021, il quadro della crescita presenta differenze tra le diverse regioni. Nel percorso di ripresa economica dalla pandemia di coronavirus alcuni Paesi registrano un vantaggio. Oltre alla crisi prodotta dal COVID-19, in alcuni Paesi si evidenzia la necessità di far fronte a ulteriori trasformazioni e sfide politiche nel prossimo anno.



USA 🇺🇸

una ripresa graduale dalla seconda ondata

La crescita è destinata a essere superiore al potenziale (il tasso di crescita sostenibile a lungo termine), poiché gli USA registreranno una ripresa pluriennale dalla pandemia. Prevediamo per il 2021 livelli di inflazione pari a quelli degli anni precedenti, ma sono cresciuti i tail risk connessi alla deflazione e all'inflazione.

Il debito pubblico e il debito estero, che hanno subito un'impennata per effetto delle politiche adottate per affrontare la crisi provocata dal

COVID-19, con il tempo potrebbero produrre effetti destabilizzanti. In termini di profilo di crescita trimestrale è probabile che nel 4° trimestre del 2020 assisteremo a un'accelerazione graduale, dopo una nuova battuta d'arresto. Nonostante la nuova amministrazione democratica, è improbabile che si registreranno sostanziali miglioramenti dei rapporti con la Cina. Gli interventi sulla tassazione saranno limitati, così come l'incremento della spesa in infrastrutture "green".

America latina 🇵🇪 🇨🇺

prospettive di crescita divergenti

Le prospettive di crescita a lungo termine del Messico sembrano registrare un peggioramento, poiché il presidente Andres Manuel Lopez Obrador mantiene una posizione antagonista nei confronti del settore privato. La propensione al rischio globale ha favorito la stabilità dei mercati finanziari locali, ma è ancora minacciata dalla fragilità finanziaria della società petrolifera Pemex di proprietà dello Stato, che è pesantemente

indebitata. In contrasto con il peggioramento delle prospettive di crescita in Messico, il calo dei tassi d'interesse in Brasile potrebbe consentire una crescita più rapida dell'economia e rafforzare la fiducia nella sostenibilità del debito pubblico. Tuttavia, perché ciò avvenga, il presidente Jair Bolsonaro dovrà dar prova di grandi capacità politiche per attuare le riforme fiscali.

Regno Unito 🇬🇧

la vita dopo l'UE

L'uscita del Regno Unito dal mercato unico e dall'unione doganale dell'Unione Europea potrebbe comportare costi a lungo termine (p. es. per le barriere commerciali e la burocrazia) e rallentare la ripresa del Paese dalla pandemia di COVID-19. Pertanto riteniamo che, indipendentemente dal trade deal, la scadenza del periodo di transizione alla fine del 2020 rappresenterà un ulteriore shock per l'economia britannica. Inoltre, la prematura revoca del sostegno fiscale da parte del governo britannico potrà comportare danni a lungo termine.

Eurozona 🇪🇺

la pandemia consolida i legami

I Paesi europei hanno riaperto le loro economie prima degli USA e pertanto hanno beneficiato di un parziale vantaggio in termini di ripresa economica. L'Europa, colpita dalla seconda ondata di COVID-19, sta registrando una nuova battuta d'arresto. Tuttavia, con il progressivo attenuarsi della pandemia, l'eurozona sembra destinata a crescere oltre il potenziale, soprattutto grazie all'intervento di politiche fiscali che hanno limitato in gran parte i danni che i lockdown avrebbero potuto causare alle imprese e all'occupazione. Tuttavia, le finanze pubbliche sono sottoposte a tensione in diversi Paesi chiave, come l'Italia, e la domanda di investimenti è debole. Le sfide poste dallo sviluppo demografico (ovvero dall'invecchiamento della popolazione) rappresentano un ulteriore ostacolo al potenziale di crescita. Il successo a lungo termine della ripresa dalla crisi provocata dal COVID-19 dipenderà da un'efficace integrazione politica e fiscale. A nostro parere la creazione del recovery fund dell'UE rappresenta un passo verso la giusta direzione.

Cina 🇨🇳

gli effetti positivi del vantaggio

La Cina è un passo avanti rispetto a gran parte degli altri Paesi per quanto riguarda la ripresa dalla pandemia. È stato il primo Paese a imporre i lockdown e il primo a revocarli. Attualmente, la produzione industriale cinese ha recuperato gran parte del terreno perso e la Cina sarà l'unica economia a registrare un tasso di crescita positivo per il 2020 (si prevede una crescita del PIL reale del 2,2%). Il corso della recupero dipenderà prevalentemente dalla ripresa dell'occupazione, che continua a far fronte a difficoltà

(i settori dei viaggi e dell'intrattenimento sono ancora riluttanti ad assumere). Per il futuro, prevediamo che il prossimo piano quinquennale sarà incentrato su tre priorità politiche: sviluppo tecnologico, produttività del lavoro e riforma agraria. Con la maturazione dell'economia e il conseguente calo del potenziale, le autorità puntano a una graduale decelerazione in termini di crescita del PIL e tendono a contrastare proattivamente eventuali fattori che possano frenare l'integrazione della Cina nell'economia globale.

La Svizzera 🇨🇭

regge bene

Sebbene sia stata duramente colpita dalla crisi di coronavirus, l'economia svizzera ha resistito meglio di altre, per tre motivi. In primo luogo, le misure di lockdown non sono state rigide come in Italia o in Spagna e, ad esempio, non è stata imposta la chiusura di cantieri e siti produttivi a livello nazionale. In secondo luogo, le misure volte a mitigare gli effetti negativi della crisi sono state particolarmente tempestive ed efficaci: lavoro a tempo ridotto e prestiti per COVID-19 hanno avuto un impatto positivo fin dall'inizio della crisi.

In terzo luogo, la Svizzera presenta una disaggregazione dei settori industriali piuttosto vantaggiosa, con un'elevata quota di creazione di valore prodotta dal settore chimico, farmaceutico e da altri settori (tra cui lo scambio di materie prime, le attività bancarie e assicurative) che non hanno subito l'impatto diretto restrizioni, o che hanno addirittura registrato un aumento della domanda a causa del COVID-19. Nonostante ciò il ritmo della ripresa è destinato a essere simile a quello dei principali partner commerciali della Svizzera.

Giappone 🇯🇵

il salvataggio attraverso l'innovazione

Nel 2021 la crescita del PIL reale dovrebbe registrare un progresso marginale, dal momento che gli effetti della crescita demografica sono compensati da incrementi stabili della produttività dovuti alla crescita costante dell'innovazione

tecnologica. Tuttavia, il persistere di una lieve disinflazione e di bassi tassi d'interesse nominali dovrebbe continuare a rappresentare una minaccia per il settore bancario, obbligandolo a mettere in atto un sostanziale consolidamento.

Principali classi di investi- mento



Il credito continua a brillare

Nel 2021 gli utili dei titoli di Stato core saranno esigui, mentre le obbligazioni in moneta pregiata dei mercati emergenti rimarranno interessanti. Nel settore del credito, l'investment grade (IG) offre un buon rapporto rischio/rendimento. Nelle obbligazioni high yield vediamo opportunità selezionate per potenziare i rendimenti nei segmenti di credito con rating basso.

Dal momento che appare probabile che i rendimenti a breve termine rimarranno ancorati a livelli bassi per effetto della politica delle banche centrali, non prevediamo un consistente incremento dei rendimenti a lungo termine nel 2021. Nonostante ciò, riteniamo che lo scenario più probabile nel 2021 sia una moderata impennata delle curve dei rendimenti dei titoli di Stato, trainata dalla ripresa economica in corso e dall'obiettivo delle banche centrali di aumentare le aspettative di inflazione.

La Federal Reserve (Fed) statunitense ha apportato un importante cambiamento alla propria strategia a lungo termine nel T3 del 2020, adottando un obiettivo di inflazione medio in base al quale una potenziale impennata dell'inflazione verrà tollerata in modo da compensare le fasi di inflazione inferiore al target. Il quadro di riferimento dovrebbe consentire alla Fed maggiore flessibilità nelle sue scelte di politica economica per aumentare le aspettative di inflazione, agevolando la ripresa dei premi a termine (differenza fra un rendimento di breve termine e uno di lungo termine) da livelli estremamente bassi.

Inoltre, mentre nel 2020 l'approccio accomodante delle banche centrali e gli acquisti di obbligazioni a sostegno della ripresa hanno mantenuto bassa la volatilità del reddito fisso, riteniamo che nel 2021 potremmo assistere a una parziale normalizzazione della volatilità e a una maggiore tolleranza all'inflazione da parte delle banche centrali, oltre a un aumento del debito e dei deficit di bilancio. Sulla base della nostra previsione di un moderato aumento dei rendimenti a lungo termine, riteniamo che nei prossimi 12 mesi i rendimenti nominali dei titoli di Stato core rimarranno prossimi allo zero o negativi.

Vantaggio delle obbligazioni indicizzate all'inflazione rispetto alle obbligazioni nominali
Nel 2020 l'inflazione ha registrato un netto calo per effetto della contrazione economica e della flessione dei prezzi delle materie prime. Alla luce della ripresa economica in atto, si prevede che nel 2021 i tassi d'inflazione delle principali economie registreranno una parziale normalizzazione, anche se probabilmente non supereranno l'2,0% negli USA e lo 1,0% nell'eurozona, quest'ultimo nettamente inferiore al target della Banca

centrale europea (BCE). Tuttavia, la potenziale tolleranza delle banche centrali all'aumento dell'inflazione dovrebbe contribuire a stabilizzare e ad aumentare le aspettative di inflazione a lungo termine, fino a valori superiori alle recenti medie storiche. Rispetto alle obbligazioni nominali, le obbligazioni indicizzate all'inflazione, che offrono una compensazione per l'aumento dell'inflazione, dovrebbero beneficiare dell'aumento delle aspettative di inflazione. Pertanto riteniamo che le obbligazioni indicizzate all'inflazione, rettificata in base alle differenze di duration, offrano prospettive di rendimento migliori dei rispettivi titoli di Stato nominali.

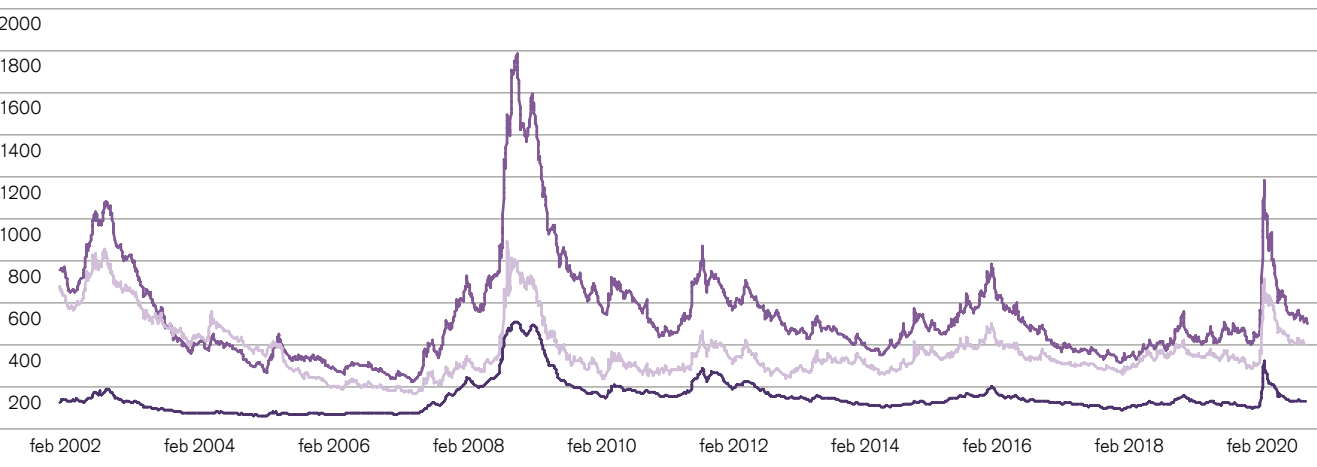
Alla ricerca dei rendimenti offerti dalle obbligazioni dei mercati emergenti
I rendimenti offerti dalle obbligazioni in moneta pregiata dei mercati emergenti (EM HC) hanno subito un netto calo per effetto della vendita conseguente al COVID-19. Tuttavia, gli spread sono rimasti al di sopra dei precedenti minimi, in parte a causa del calo dei rendimenti dei titoli di Stato USA sotto-stanti. I livelli record del posizionamento di mercato e la riduzione futura del margine d'azione per il sostegno politico riduce le prospettive di rendimento.

Nonostante il contesto di crescita globale più stabile, molti Paesi emergenti continueranno a dover gestire l'impatto dei lockdown seguiti

allo shock iniziale del COVID-19 e, in particolare, la necessità di annullare alcune delle misure di stimolo monetarie e fiscali impiegate in risposta alla crisi. D'altro canto, il potenziale aumento delle entrate cicliche dopo la ripresa dell'attività economica di quest'anno, insieme con un parziale inasprimento fiscale e saldi con l'estero più elevati, indicano che in futuro l'offerta di debito potrebbe subire un rallentamento.

L'IG continua a essere richiesto
La maggior parte dei segmenti delle obbligazioni societarie investment grade (IG) ha registrato un rendimento positivo nel 2020, per effetto del calo dei rendimenti dei titoli di Stato e del sostegno delle politiche monetarie e fiscali. Nonostante ciò, i credit spread si sono allargati dall'inizio dell'anno. Nel contesto di una graduale ripresa dell'economia globale, prevediamo che le banche centrali e i governi continueranno a garantire il forte sostegno delle politiche monetarie e fiscali, soprattutto attraverso strumenti di credito per l'acquisto diretto di obbligazioni societarie, determinando un'ulteriore riduzione degli spread nel corso del prossimo anno. Poiché prevediamo che la normalizzazione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine avverrà in modo graduale, il credito investment grade dovrebbe continuare ad assicurare performance adeguate. Dal momento che gli spread del

Gli spread presentano un ulteriore potenziale di riduzione
Punti base (pb)



■ Obbligazioni societarie investment grade
■ Obbligazioni societarie ad alto rendimento
■ Obbligazioni in moneta pregiata dei mercati emergenti

Ultimo aggiornamento 5.11.2020
Fonte Datastream, Bloomberg, Credit Suisse

segmento high-grade hanno ulteriore margine di contrazione, prevediamo che nei prossimi 12 mesi l'IG globale registrerà un rendimento nella fascia media dei valori a una cifra. A nostro giudizio, considerato il sostegno forte e costante delle banche centrali, gli investitori dovrebbero prediligere le obbligazioni societarie di buona qualità ai titoli di Stato nominali, non solo in Europa ma anche negli USA. Riteniamo che le obbligazioni societarie IG in USD dei mercati emergenti offrano un interessante rendimento supplementare per gli investitori alla ricerca di diversificazione.

Riteniamo che, in assenza di ulteriori shock e con il persistere di tassi d'interesse globali bassi, il debito delle obbligazioni EM HC rimanga un'importante strumento per aumentare i rendimenti nell'ambito del reddito fisso. Per l'indice EM HC complessivo da noi monitorato prevediamo un rendimento del 4,4% nei prossimi 12 mesi. Gli investitori più difensivi potrebbero scegliere di investire esclusivamente in titoli di Stato investment grade, anche se ciò comporta una riduzione delle prospettive di rendimento. Dopo numerosi declassamenti del credito sovrano nel 2020, prevediamo nel 2021 un contesto più stabile con il progressivo superamento dello shock iniziale prodotto dal COVID-19 e dopo diverse ristrutturazioni del debito nell'universo ad alto rendimento. In importanti Paesi emergenti, l'agenda politica del 2021 non è particolarmente intensa e ciò potrebbe contribuire a limitare rischi specifici. Sono previste elezioni legislative in Russia e in Messico ed elezioni amministrative in Sudafrica.

Spread ad alto rendimento: margine di riduzione

Attualmente, l'agenzia di rating Moody's prevede per il T1 del 2021 un picco dei tassi di inadempienza del credito ad alto rendimento a livello globale. Con l'aumento della propensione al rischio, associato alle previsioni di ripresa economica nel 2021, riteniamo probabile un'ulteriore modesta riduzione degli spread delle obbligazioni societarie ad alto rendimento.

Nel settore ad alto rendimento, le obbligazioni con rating singolo B continuano a offrire interessanti protezioni dagli spread rispetto ai segmenti più difensivi. I prezzi delle obbligazioni ESG rimarranno relativamente ben supportati. Prevediamo che le obbligazioni ad alto rendimento globali produrranno rendimenti pari al 4,4% nei prossimi 12 mesi. Alla luce delle prospettive promettenti per lo sviluppo di un vaccino contro il COVID-19, specifici settori dei beni di consumo ciclici, come il settore aereo e dei videogiochi, potrebbero registrare una ripresa. Anche se il tasso di leva delle imprese nei settori dell'energia e dei metalli è aumentato nel corso del 2020, sembra che gli attuali rendimenti siano sufficienti a compensare i rischi di inadempienza con l'approssimarsi del 2021, in particolare alla luce del sostegno garantito dalle banche centrali. Analogamente, mentre i titoli sub-finanziari europei potrebbero correre rischi più elevati in termini di aumento dei flussi di crediti in sofferenza, il rafforzamento dei bilanci bancari e il supporto fiscale hanno ampiamente ridotto le difficoltà di finanziamento delle banche europee. Prevediamo che nel 2021 la performance delle obbligazioni sub-finanziarie europee sarà in linea con quella delle obbligazioni ad alto rendimento.

Vantaggi della focalizzazione ESG

Riteniamo che l'anno prossimo gli investitori potranno beneficiare di due aspetti per quanto concerne le obbligazioni societarie ESG (ambientali, sociali e di governance). In primo luogo, in un orizzonte temporale di lungo termine un portafoglio di obbligazioni societarie che incorpori i criteri ESG potrebbe essere meno esposto a default societari e a declassamenti dei rating. In secondo luogo, con i vantaggi connessi al crescente riconoscimento da parte degli investitori delle analisi ESG, che si traduce in allocazioni e afflussi ESG più elevati, prevediamo che i prezzi delle obbligazioni ESG rimarranno relativamente ben supportati.

Le azioni continuano a trainare i rendimenti

Con l'approssimarsi del 2021, le azioni offrono interessanti opportunità di rendimento. Il contesto politico generale dovrebbe rimanere favorevole, considerate le politiche monetarie estremamente espansive e il perdurare del sostegno fiscale. La contrazione degli utili dovuta alla pandemia nel 2020 dovrebbe rivelarsi transitoria. Secondo le previsioni di consenso per le azioni globali nel 2021 gli utili supereranno il livello del 2019, contribuendo a sostenere le azioni nel corso dell'anno.



pandemia e la maggiore tolleranza all'inflazione da parte dei decisori politici abbiano allontanato i timori di un surriscaldamento nella fase finale del ciclo. Dal momento che le banche centrali continuano a limitare questi tail risk, i premi di rischio potrebbero persino subire un ulteriore calo con la progressiva stabilizzazione del quadro economico nel corso del 2021, favorendo così valuation ratio più elevati rispetto ai dati storici.

Se si confronta l'attrattiva relativa delle diverse classi di investimenti, ovvero l'aspetto che, in ultima analisi, indirizza gran parte dei flussi degli investimenti, i mercati azionari continuano a offrire interessanti prospettive. Dall'inizio del 2020, i rendimenti delle obbligazioni reali negli Stati Uniti sono calati di oltre 100 pb, superando il calo dei rendimenti degli utili (l'inverso del rapporto corso/utile) e supportando così i multipli di valutazione più elevati.

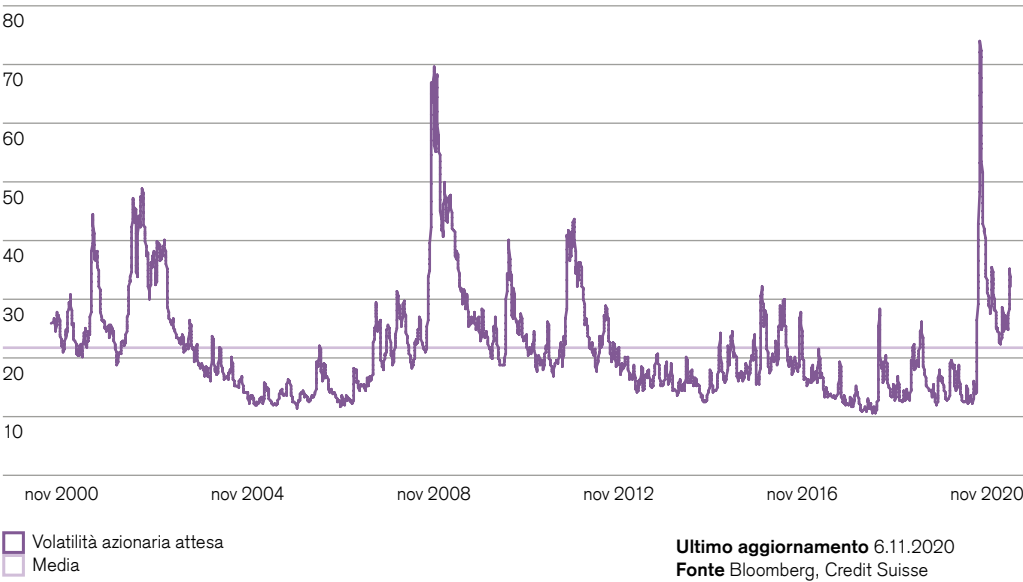
Attualmente la differenza tra rendimento degli utili e rendimento reale delle obbligazioni, parametro che misura il premio per il rischio azionario (ERP), risulta leggermente più elevata rispetto alla media di lungo termine e indica che le azioni offrono un extra-rendimento interessante rispetto alle obbligazioni. Riconosciamo che in una situazione di incertezza l'ERP dovrebbe essere elevato, dal momento che gli investitori richiedono un premio più elevato per la detenzione di attività rischiose. Tuttavia, con la progressiva ripresa dell'economia e della crescita questi timori dovrebbero attenuarsi nel tempo.

Non bisogna temere le valutazioni elevate

In base ai parametri di valutazione tradizionali, come il rapporto corso/utile, la valutazione del mercato azionario appare elevata rispetto alle medie storiche di lungo termine. Da un lato, riteniamo che ciò sia imputabile al contesto di rendimenti estremamente bassi o negativi, soprattutto in termini reali, corretti per l'inflazione. D'altro canto, gli interventi rapidi e incisivi dei decisori politici, in particolare della Federal Reserve (Fed) americana, in risposta alla pandemia di COVID-19 hanno contribuito a contenere l'avversione al rischio degli investitori e hanno consentito la netta ripresa dei mercati a fine primavera 2020. Nel 2021 il sostegno della politica dovrebbe continuare a ridurre l'avversione al rischio. Riteniamo che, al di là del rischio di una crisi del credito, la recessione provocata dalla

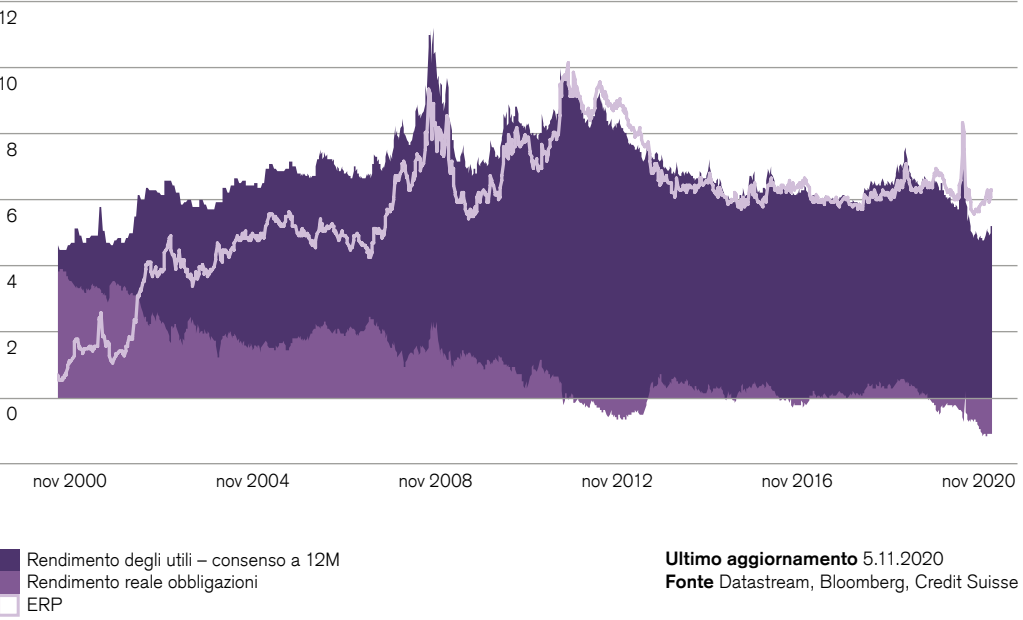
Margine per movimenti al ribasso

Indice della volatilità CBOE S&P 500, volatilità di mercato prevista in base alle opzioni negoziate



Il rischio viene ricompensato

MSCI World – Rendimento degli utili vs. rendimento reale delle obbligazioni (in %)



Pronti a cogliere la ripresa ciclica

Riteniamo che a livello regionale le differenze in termini di composizione settoriale saranno più rilevanti. In particolare, la quota dei settori a crescita secolare (p. es. società del settore tecnologico) rispetto ai settori ciclici (p. es. settore finanziario), determinerà gran parte del differenziale di rendimento regionale.

La pandemia di COVID-19 ha accelerato la tendenza al cambiamento, che continuerà a essere forte e dirompente. L'e-commerce e gli acquisti online si sostituiranno progressivamente ai negozi al dettaglio tradizionali, una tendenza che favorirà i magazzini ai centri commerciali. Le postazioni di telelavoro che utilizzano cloud computing, sicurezza dei dati, reti wireless e strumenti di comunicazione video continueranno a ridurre l'interesse per le superfici ad uso ufficio e a incrementare l'attrattiva degli alloggi suburbani. Inoltre, la didattica online sta prendendo il posto di quella tradizionale in presenza, mentre la telemedicina offre un'alternativa rapida e conveniente alle visite mediche.

Continuiamo a ritenere particolarmente interessanti i segmenti di mercato che presentano un potenziale dirompente e che quindi possono incrementare la quota di mercato e i margini di profitto, incluse le industrie del settore tecnologico e dell'assistenza sanitaria. Anche nel settore dei materiali, inclusi i materiali da costruzione, rileviamo un potenziale che si basa sulla solida domanda di materie prime, su un forte mercato degli alloggi e un potenziale incremento delle attività di costruzione, soprattutto nel settore dell'edilizia residenziale.

È probabile, tuttavia, che i settori dell'economia che subiscono l'impatto della trasformazione perderanno quota di mercato e vedranno ridotti i loro margini. Alcuni esempi tipici sono i rivenditori tradizionali e i media stampati. Prevediamo, inoltre, il perdurare di difficoltà strutturali nei settori tradizionali dell'energia e finanziario.

Dopo una fase temporanea di rallentamento, nel 2021 prevediamo una nuova accelerazione del momentum economico che consentirà agli investitori di posizionarsi nei settori ciclici, come il settore dei viaggi, alberghiero o l'industria automobilistica.

Le tendenze per il 2021

Nel 2020 abbiamo registrato notevoli differenze in termini di rendimenti tra i titoli growth e value. Riteniamo che nel 2021 i titoli value presenteranno potenziale di recupero, sebbene non sono del tutto chiari i tempi di tale ripresa. In una tipica fase di espansione economica, caratterizzata da una crescita del prodotto interno lordo (PIL) oltre il potenziale e da una politica monetaria espansionistica, una propensione degli investimenti verso titoli value e small cap dovrebbe prevalere sui titoli growth e large cap.

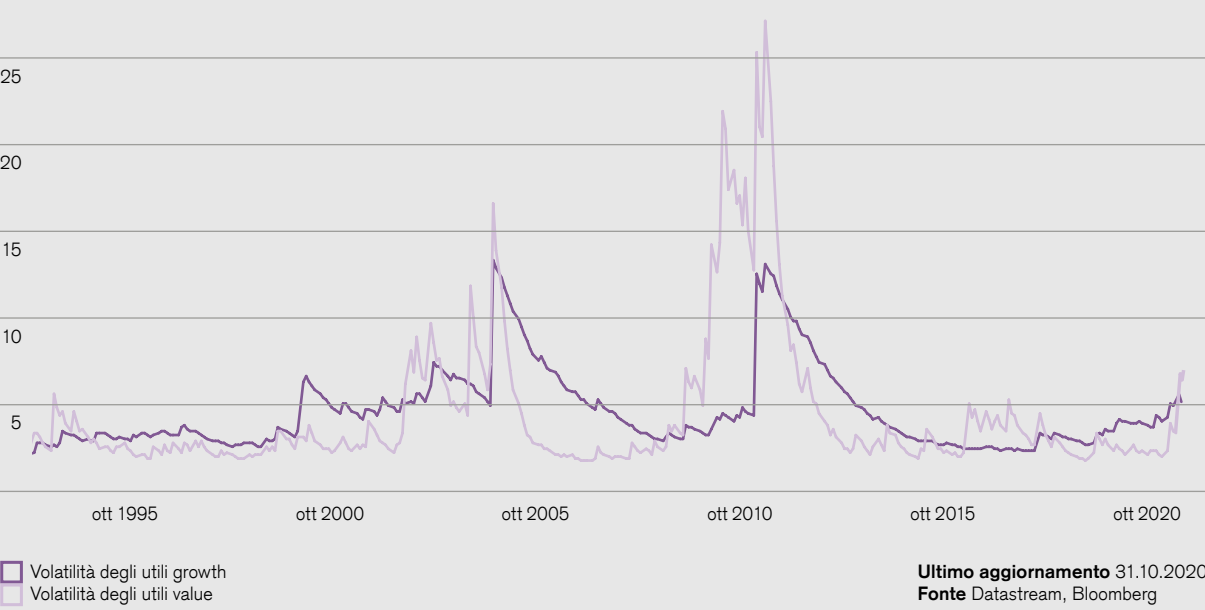
Tuttavia l'impatto negativo prodotto dalla pandemia di COVID-19 ha prodotto un'accelerazione dei fattori che garantiscono un migliore posizionamento al settore growth, ovvero la capacità di far fronte allo spostamento della domanda prodotto dalla mobilità ridotta, dall'allontanamento sociale e da lavoro e formazione a distanza. Allo stesso tempo, consistenti settori value affrontano sfide strutturali, come le difficoltà delle aziende automobilistiche nella lotta contro le emissioni di CO₂.

Lo stesso vale per il settore finanziario, con il contesto lower-for-longer dei rendimenti che produce un'erosione dei margini, e per il settore energetico, nel quale la minore propensione verso i combustibili fossili e i temi ambientali penalizzano i corsi azionari. In vista del 2021 preferiamo mantenere una minore propensione per il segmento growth, nonostante si prevedano fasi di potenziale outperformance dei titoli value.

Nota: i titoli value sono caratterizzati da una bassa valutazione in termini di dati fondamentali (p. es. utili, dividendi o vendite). Spesso forniscono rendimenti da dividendi elevati e tendono a essere particolarmente sensibili al ciclo economico. I titoli growth sono titoli di società con elevato potenziale di crescita che trattengono gran parte degli utili accumulati per finanziare la crescita.

Due strategie a confronto

Volatilità degli utili dei segmenti growth e value (in %)



Centralità dei criteri ESG

La sostenibilità assume un rilievo sempre maggiore per gli investitori, al punto da divenire mainstream. Per la prima volta in 15 anni di storia, nel Global Risks Report 2020 del Forum economico mondiale le questioni ambientali occupano le prime posizioni dei rischi globali in termini di probabilità e figurano tra i principali rischi in termini di impatto. Cresce la consapevolezza dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG), come dimostrato dall'aumento delle ricerche correlate sui motori di ricerca online. Il patrimonio gestito in conformità agli standard ESG è in rapido aumento e aumenta la pressione sulle società quotate affinché adeguino modelli e pratiche di business agli standard ESG. Inoltre, dal momento che le autorità di regolamentazione impongono sempre più l'integrazione dei criteri ESG, gli obblighi fiduciari si adeguano gradualmente per includere i principi d'investimento sostenibile.

dovrebbero beneficiare in misura sproporzionata della ripresa economica. Durante la crisi da COVID-19, la protezione degli utili garantita in Europa dai settori più solidi e stabili legati alla crescita (p. es. tecnologia) è stata meno marcata.

Inoltre, è probabile che i diversi provvedimenti normativi in materia di corresponsione dei dividendi introdotti durante la crisi, al fine di assicurare buffer patrimoniali sufficienti nei settori assicurativo e finanziario, in Europa verranno progressivamente eliminati con il ripristino della stabilità economica. In tal caso potrebbe aumentare l'attrattiva delle strategie a dividendi elevati, sempre più rilevanti per i mercati azionari europei. Attualmente per l'eurozona prevediamo un vantaggio delle valutazioni pari a circa il 10%.

Qualità svizzera

Le azioni svizzere hanno natura difensiva e pertanto una buona tenuta sotto il profilo degli utili dovuta alla forte concentrazione nel settore sanitario e dei beni di consumo non ciclici, che rappresentano oltre la metà dell'indice MSCI Switzerland. Durante la contrazione prodotta dalla pandemia il mercato svizzero ha beneficiato del suo carattere difensivo. Tuttavia, proprio a causa della loro natura difensiva, le azioni svizzere hanno continuato a registrare un ritardo rispetto alla ripresa e una quota relativamente bassa di attività nel settore tecnologico. Dopo il rally, riteniamo che la quota rilevante di leader di mercato globali con prodotti di alta qualità offra interessanti prospettive di rendimento al mercato svizzero. Un altro argomento a favore delle azioni svizzere sono i dividendi solidi e stabili, soprattutto perché, nel contesto attuale di bassi rendimenti obbligazionari, gli investitori sono alla ricerca di attività in grado di generare reddito. In un'economia orientata all'esportazione la forza del CHF, legata al suo status di moneta rifugio, in passato ha agito da freno alla performance. Prevediamo, tuttavia, che nel 2021 tale freno sia allentato, poiché il perdurare della ripresa economica globale dovrebbe ridurre l'attrattiva del CHF come moneta rifugio.

“ La sostenibilità assume un rilievo sempre maggiore per gli investitori.

I vantaggi per gli investitori includono una maggiore protezione dai principali eventi di governance, solida performance ESG e fattori soft legati all'impegno per il bene comune. Riteniamo che questa tendenza sia destinata a durare e a incrementare la domanda e il sostegno per gli investimenti sostenibili.

L'eurozona in vantaggio

Nel corso del 2021 l'eurozona potrebbe sovraperformare gli Stati Uniti, dal momento che gli utili offrono potenziale di recupero e, data la loro particolare sensibilità ciclica,

202

i potenziali vaccini in fase di sviluppo

Vaccini: il fattore X

Secondo la bozza del documento di sintesi sui vaccini sperimentali contro il COVID-19 dell'Organizzazione mondiale della sanità, sono circa 202 i potenziali vaccini in fase di sviluppo nel mondo, 47 dei quali sono in corso di sperimentazione sull'uomo. Nel novembre 2020 un vaccino giunto in fase 3 fa registrare risultati incoraggianti, che potrebbero tradursi in vaccinazioni su larga scala entro la metà del 2021. Si tratta di un risultato notevole se si considera che, di norma, lo sviluppo dei vaccini non richiede mesi, ma anni.

Per un vaccino occorre considerare diverse implicazioni, tra cui la durata della protezione offerta, ma anche la sicurezza e l'accettazione pubblica. Inoltre, la disponibilità di un vaccino e la velocità di produzione, oltre agli aspetti logistici legati alla distribuzione globale, sono aspetti fondamentali per valutare la rapidità con cui il mondo potrà tornare alla "normalità". Non va trascurata, inoltre, la questione della capacità a breve termine, fondamentale per le regioni più povere.

Tuttavia, per le azioni e per propensione al rischio in generale, qualsiasi notizia attendibile in merito alla disponibilità per un'ampia distribuzione di un vaccino efficace sarebbe positiva, indipendentemente dagli aspetti menzionati. In realtà, i mercati azionari sembrano già anticipare queste notizie positive, a partire dai risultati delle sperimentazioni in corso sui vaccini e delle procedure di autorizzazione. In tal caso, prevediamo che i settori

maggiormente colpiti dal COVID-19, tra cui i settori dei viaggi, dell'intrattenimento e alberghiero potrebbero registrare una ripresa. Inoltre, nel mercato azionario, prevediamo una rapida rotazione dalle azioni "stay at home" e dai titoli growth a favore di titoli value e ciclici, per effetto di revisioni positive degli utili e di un potenziale re-rating delle valutazioni. A livello regionale, riteniamo che tale scenario determinerà la ripresa dei mercati legati al turismo e dei

mercati azionari ciclici, dopo le prolungate fasi di underperformance del 2020 (p. es. eurozona).

Regno Unito – Gli effetti dell'incertezza della Brexit

Dal voto sulla Brexit nel 2016, le azioni UK hanno sottoperformato in modo significativo le azioni globali, evidenziando un notevole declassamento e un multiplo di valutazione storicamente basso rispetto alle azioni globali. Più di recente, le azioni britanniche hanno registrato utili inferiori e riduzioni dei dividendi più marcate rispetto alle azioni globali, a causa dell'elevata esposizione del mercato UK al settore finanziario ed energetico, pesantemente colpiti dal lockdown per il COVID-19. Nonostante i buoni livelli di attrattività indicati dai valuation ratio e dagli elevati rendimenti da dividendi, le prospettive economiche rimangono fosche a causa dell'incertezza legata all'imminente uscita del Regno Unito dal mercato unico europeo sancita dalla Brexit. Le evoluzioni sul fronte valutario, tuttavia, potrebbero attutire il colpo.

Le azioni UK presentano una correlazione inversa con l'andamento della GBP, a causa dell'elevata quota di utili generati all'estero. Riteniamo che una GBP debole, associata alla valutazione azionaria positiva, potrebbe contribuire a compensare il rallentamento della crescita, se dovesse perdurare l'incertezza della Brexit e se si verificassero ulteriori focolai di COVID-19 nel Regno Unito. Inoltre, nel breve termine, ulteriori stimoli fiscali e monetari potrebbero sostenere l'economia e i titoli nazionali.

Mercati emergenti: posizione di spicco dell'Asia

Le azioni dei mercati emergenti (ME) sono dominate dall'Asia, che rappresenta circa l'80% della capitalizzazione di borsa globale dei ME. L'Asia presenta una notevole esposizione alle cosiddette industrie della "new economy", pertanto le azioni asiatiche

beneficiano di numerose tendenze strutturali, come la digitalizzazione, il cloud e l'intelligenza artificiale. Prevediamo che nel 2021 le azioni asiatiche produrranno rendimenti interessanti, grazie all'attuale capacità di contenimento del COVID-19 in gran parte della regione e al perdurare di una solida ripresa economica in Cina. Poiché le valutazioni sembrano essersi già tradotte in prospettive economiche positive, una progressiva crescita degli utili sarà fondamentale per spingere il mercato al rialzo. Una ripresa economica più ampia e una solida crescita del segmento tecnologico dovrebbero contribuire a sostenere gli utili.

È probabile che gli investitori esteri alla ricerca di valide opportunità di crescita si focalizzeranno sui ME dell'Asia. Le altre due regioni dei ME, Europa orientale, Medio

Oriente e Africa (EEMEA) e l'America latina, hanno risentito maggiormente della pandemia di COVID-19. Pertanto, rispetto ai ME asiatici, il contesto generale di queste due regioni è caratterizzato da maggiore debolezza. Tuttavia, i corsi azionari hanno registrato una correzione dovuta alla pandemia, che presenta un potenziale di outperformance, soprattutto se si attenuano i timori legati al COVID-19, ad esempio grazie alla distribuzione globale di un vaccino. La politica monetaria espansiva e l'indebolimento dell'USD dovrebbero favorire le azioni dei ME. Nel 2021 un fattore rischio fondamentale per le azioni dei ME rimane la disputa commerciale tra Stati Uniti e Cina e il suo possibile inasprimento.

Il dollaro statunitense è destinato a perdere ulteriore terreno

Nel contesto del miglioramento della crescita globale, prevediamo un ulteriore calo dell’USD nel 2021, che comprometterà il vantaggio USA in termini di rendimenti reali e produrrà l’aumento del deficit fiscale ed estero. A beneficiarne dovrebbero essere l’EUR e il JPY. Riteniamo che anche il CNY registrerà un incremento, sostenuto dai flussi di portafoglio.

Quest’anno l’USD ha perso terreno rispetto ad altre valute dei principali mercati sviluppati. Alla luce della previsione di una costante ripresa globale per il 2021, riteniamo che l’USD dovrebbe continuare ad arretrare. L’approccio davvero accomodante della Federal Reserve (Fed) ha cancellato il vantaggio di tasso d’interesse (o di carry trade) dell’USD e la prospettiva di ridotti saldi di bilancio fiscali e con l’estero degli USA dovrebbe pesare ulteriormente sull’USD. L’adozione da parte della Fed di un nuovo approccio strategico, incluso l’obiettivo di inflazione media, accresce il rischio di aumento delle aspettative di inflazione a lungo termine. Poiché è improbabile che nei prossimi 2-3 anni la Fed alzi i tassi di riferimento, in modo da prevenire balzi dei rendimenti nominali, i rendimenti reali USA rischiano di registrare ulteriori cali, un ulteriore fattore frenante per l’USD. Tuttavia, una seconda vasta ondata di contagi da COVID-19 nei mesi invernali potrebbe produrre una parziale volatilità di mercato e consentire all’USD di recuperare temporaneamente terreno grazie al suo status di moneta rifugio.

Prospettive favorevoli per l’EUR
Il recovery fund dell’Unione europea (UE) ha attenuato i rischi politici per l’EUR. Nonostante un moderato ampliamento del deficit fiscale, i saldi strutturali con l’estero dell’UE (3% di surplus medio negli ultimi cinque anni) sono solidi e superiori a quelli degli USA. Inoltre, in un contesto di peggioramento delle finanze pubbliche, riteniamo che le nuove obbligazioni europee rappresentino uno strumento per promuovere la convergenza dell’UE e migliorare la disponibilità di liquidità sicura e interessante. Ciò potrebbe rappresentare un vantaggio per l’EUR. Considerate le valutazioni interessanti dell’EUR, prevediamo che il rapporto EUR/USD raggiunga quota 1,25 a fine 2021.

JPY e GBP sottovalutati rispetto all’USD
Si registra un miglioramento delle prospettive per il JPY, siccome i tassi d’interesse USA si sono allineati a quelli del Giappone e, di fatto, sono persino calati in termini reali. Il JPY resta sottovalutato rispetto all’USD, mentre il surplus strutturale delle partite correnti del Giappone e le solide posizioni di investimento internazionali sostengono la valuta.

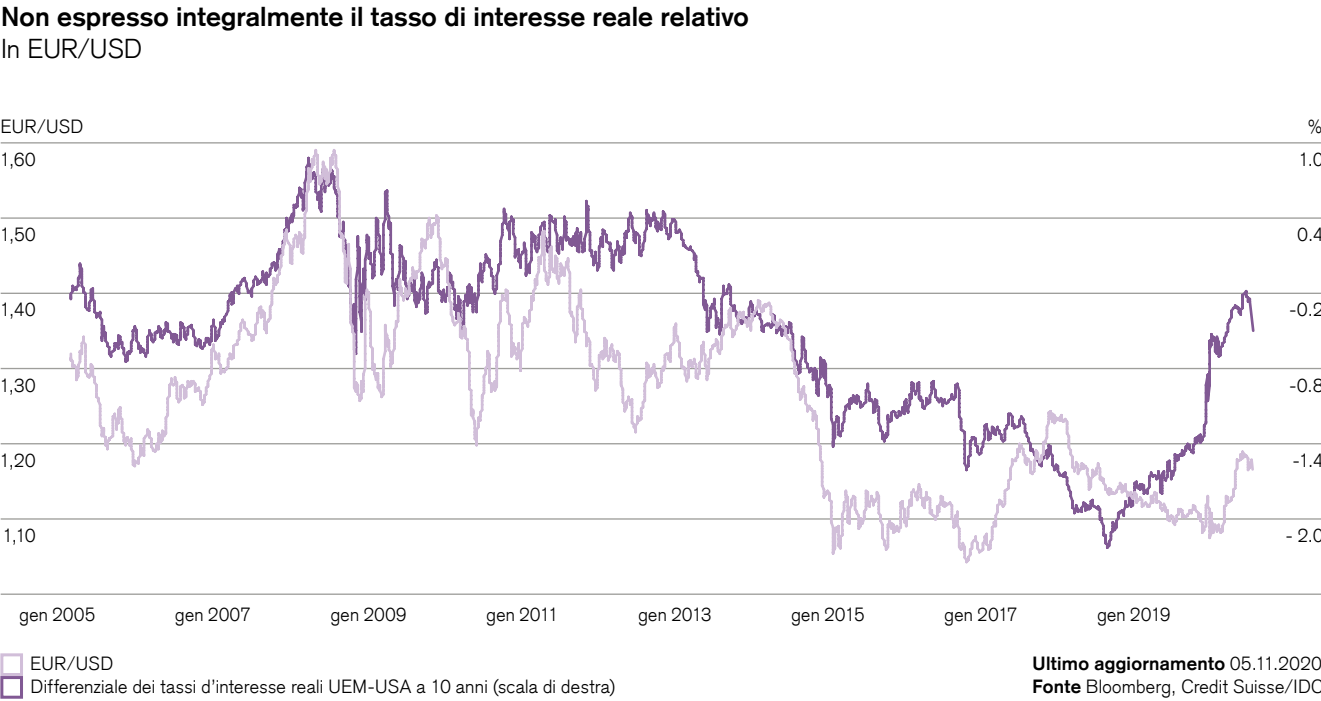
Prevediamo un modesto apprezzamento della GBP per il prossimo anno, poiché una minore incertezza sul piano politico e monetario dovrebbe consentire al mercato di concentrarsi nuovamente sulla bassa quotazione della GBP, in particolare nei confronti dell’USD.

Probabile indebolimento del CHF
Le incertezze nel breve termine sulla situazione geopolitica e sul COVID-19 potrebbero sostenere il CHF fino alla fine del 2020. Tuttavia è probabile che, se necessario, la Banca nazionale svizzera non rivaluterà il CHF intervenendo sul mercato dei cambi. Per il 2021 prevediamo un deprezzamento lieve del CHF rispetto all’EUR, grazie alle migliori prospettive per l’economia globale e alla sopravvalutazione del CHF.

Valute ME in recupero
Data la probabilità di un ulteriore indebolimento dell’USD, nel 2021 dovrebbero migliorare le prospettive generali delle valute dei mercati emergenti (ME). Riteniamo che l’attività economica nei ME rimarrà poco dinamica nel breve termine, considerando gli effetti residui dello shock da COVID-19 e le incertezze circa la necessità di ulteriori misure per affrontare il virus. Ci attendiamo inoltre che nel 2021 la ripresa dei ME sarà leggermente superiore a quella degli USA. Prevediamo un minor grado di sostegno politico,

dal momento che le misure fiscali sono state parzialmente annullate e le banche centrali dei ME sono meno accomodanti dopo che l’inflazione ha toccato il fondo nel T3. Poiché i tassi d’interesse permangono bassi a livello globale, potenziali aumenti dei tassi nei ME potrebbero sostenere le valute di tali mercati, purché non si reputi che danneggino l’attività reale. A fronte di questo scenario, prevediamo un certo grado di differenziazione tra le valute.

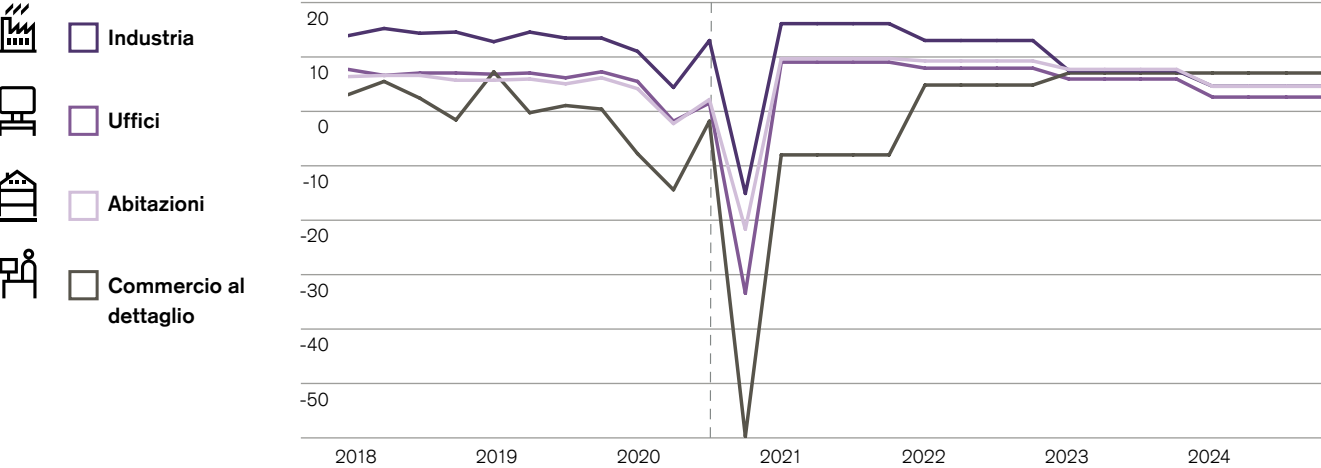
In Asia, l’attuale surplus delle partite correnti della Cina dovrebbe diminuire e trasformarsi in deficit, poiché nel lungo termine il riequilibrio economico favorisce strutturalmente i consumi e riduce il risparmio. Tuttavia, nel 2021 i flussi di portafoglio netti dovrebbero restare solidi. La Cina offre tassi d’interesse più interessanti rispetto ai rendimenti globali delle obbligazioni core mentre, data la ripresa dell’economia cinese e la conseguente crescita degli utili, i flussi di capitale azionario potrebbero essere positivi. Nel complesso, prevediamo una certa rivalutazione del CNY per il prossimo anno e un rapporto USD/CNY pari a 6,32 tra 12 mesi. Ciò dovrebbe sostenere la maggior parte delle altre valute asiatiche rispetto all’USD. In particolare, le prospettive sono positive per il KRW, dal momento che la Corea del Sud dispone di un solido surplus delle partite correnti e ha contenuto il COVID-19.



Il mondo dopo la pandemia

Nel 2021 la ripresa economica e il contesto di bassi tassi d’interesse dovrebbero favorire gli investimenti immobiliari, anche se il COVID-19 rappresenta una sfida costante per determinati segmenti di mercato. Preferiamo i settori sostenuti dalla crescita strutturale, come immobili per l’industria e la logistica.

È destinata a perdurare l'outperformance per industria/logistica
Previsioni dei rendimenti totali per i settori immobiliari commerciali negli USA



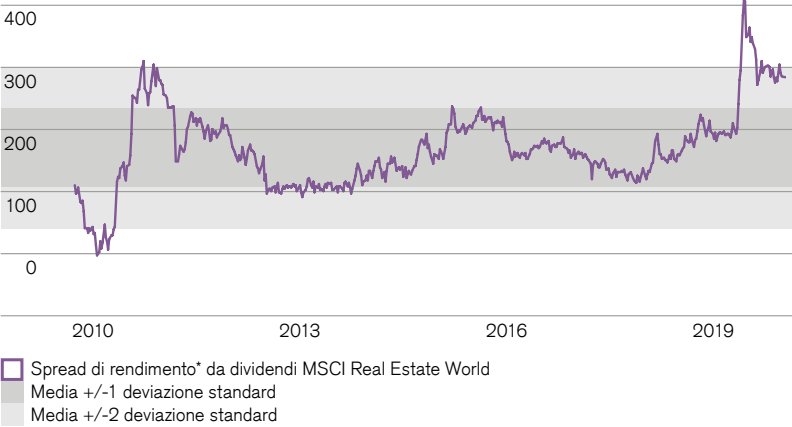
Ultimo aggiornamento 30.9.2020; previsione: fino al 31.12.2024
Fonte Datastream, NCREIF, PMA, Credit Suisse

Lo scenario previsto per il 2021 – una costante ripresa economica associata a tassi d’interesse storicamente bassi – appare favorevole per il settore immobiliare in generale. Con le valutazioni nei mercati quotati ancora inferiori ai livelli pre-COVID-19, prevediamo che nel 2021 la classe di investimento produca rendimenti positivi, nella media di valori a una cifra. L’epidemia di COVID-19 e i successivi lockdown hanno influito in misura molto diversa sui diversi segmenti del mercato immobiliare. Mentre l’accelerazione della crescita nell’e-commerce e la tendenza al telelavoro sono destinati a influire negativamente sulla domanda di superfici commerciali e a uso ufficio anche nel 2021, gli immobili per l’industria e la logistica continuano a essere tra i maggiori beneficiari della crisi, per effetto dell’aumento della domanda da parte dei rivenditori online. Inoltre, centri di calcolo e torri di telecomunicazione traggono vantaggio dal crescente utilizzo di dati, siccome i datori di lavoro consentono ai loro collaboratori di lavorare da casa. Per investire in immobili quindi è più importante che mai applicare una valutazione settoriale.

Preferenza per gli immobili quotati USA
Attualmente preferiamo gli investimenti immobiliari quotati a quelli diretti, dal momento che hanno valutazioni più interessanti. Nell’ambito degli immobili quotati, preferiamo il mercato USA, che ha una maggiore esposizione al settore logistico e ai centri di calcolo, nonché a settori difensivi come il self-storage. Nel Regno Unito, le società immobiliari quotate sono negoziate con un forte ribasso rispetto al valore netto d’inventario (NAV), ma le prospettive dipenderanno in sostanza dall’evoluzione della Brexit. Il mercato immobiliare dell’eurozona è difensivo a causa della sua esposizione del 70% al mercato residenziale tedesco, ancora sostenuto da un’offerta strutturalmente ridotta e che potrebbe beneficiare della prevista abolizione del congelamento degli affitti a Berlino nel 2021. I fondi immobiliari svizzeri dovrebbero continuare a essere sostenuti dal contesto di tassi bassi e da un’elevata esposizione al mercato residenziale. Tuttavia, le valutazioni già elevate potrebbero limitare un ulteriore rialzo dei prezzi nel 2021. Gli investitori dovrebbero attendersi un rendimento delle distribuzioni pari a circa il 2,5%.

Investimenti immobiliari diretti: non del tutto fuori pericolo
Mentre i corsi azionari delle società immobiliari quotate reagiscono rapidamente alle notizie di mercato, le valutazioni nei mercati diretti presentano ritardi, poiché per loro natura si basano su stime. Pertanto i valori degli immobili nei mercati diretti dovrebbero subire ulteriori correzioni con l’avvento del 2021, soprattutto nei settori strutturalmente in difficoltà, come quello degli uffici e del commercio al dettaglio. Preferiamo strategie core che investono in un portafoglio diversificato di buona qualità e in immobili in posizione centrale, nonché strategie con una maggiore esposizione ai settori industriale e residenziale, dato il loro carattere più difensivo. Riteniamo inoltre che le strategie incentrate sulla sostenibilità (p. es. pratiche di edilizia ecologica) e su tendenze sociali (p. es. riprogettazione di edifici a uso ufficio che offrono maggiore spazio personale, aree ricreative, ecc.) a lungo termine si riveleranno vantaggiose.

La ripresa e i tassi d'interesse sostengono il settore immobiliare
Spread tra il rendimento da dividendi del settore immobiliare e i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni, (in pb)

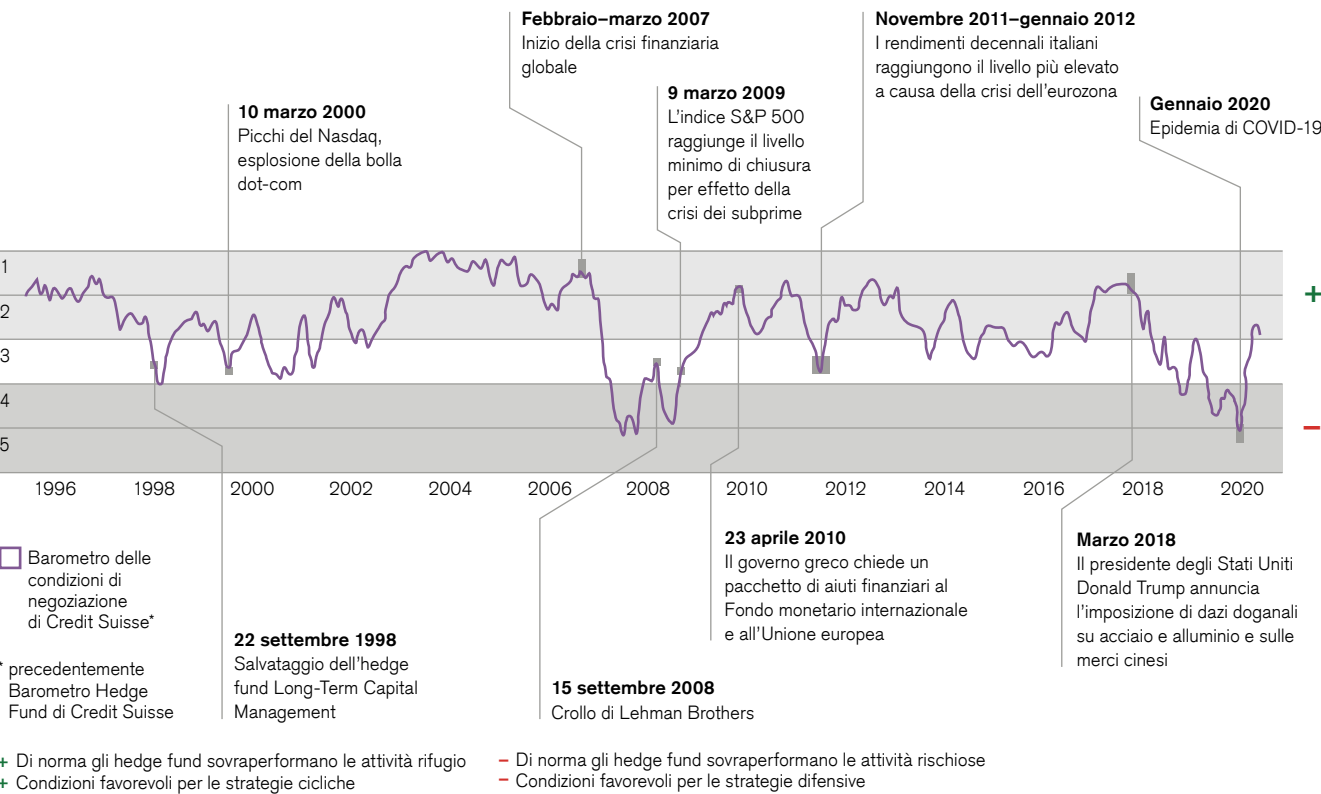


Ultimo aggiornamento 2.11.2020
Fonte Datastream, Bloomberg, Credit Suisse
* Spread tra il rendimento da dividendi forward a 12 mesi su MSCI World Real Estate e i rendimenti ponderati dei titoli di Stato a 10 anni (in base alle ponderazioni nazionali degli indici)

Hedge fund: migliore contesto di negoziazione

Prevediamo che gli hedge fund (HF) genereranno rendimenti bassi a una cifra, con una volatilità analoga a quella delle obbligazioni investment grade (IG) degli USA e del Regno Unito. Pertanto, riteniamo che rappresentino una valida alternativa per stabilizzare i portafogli. Nonostante le condizioni di negoziazione per gli HF siano destinate a migliorare nel 2021, la due diligence rimane un fattore critico.

Il barometro delle condizioni di negoziazione di Credit Suisse* indica condizioni di mercato migliori rispetto al 2020
Punteggio in base all'indice dei direttori agli acquisti, condizioni di liquidità, volatilità e rischi sistemici



Ultimo aggiornamento 25.9.2020 Fonte Bloomberg, Credit Suisse

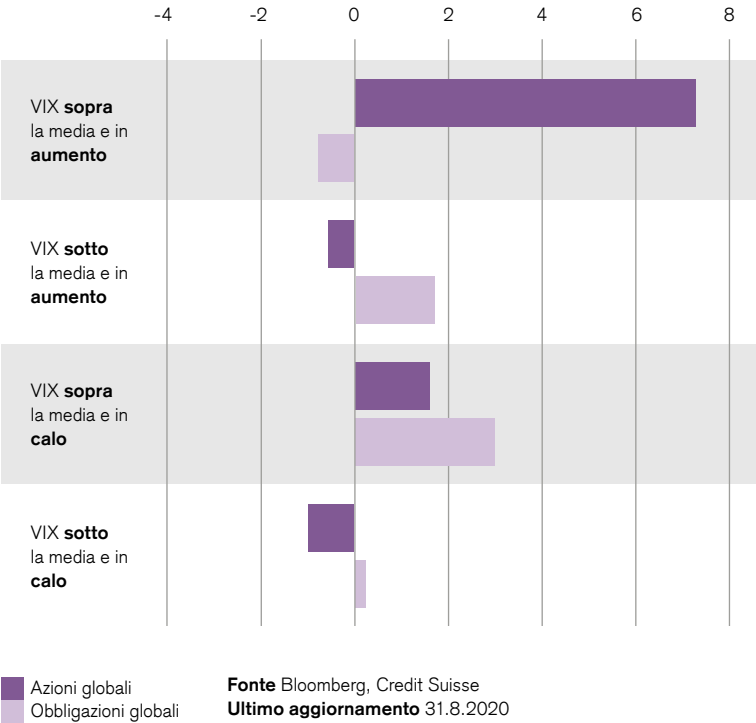
Gran parte degli indici di HF hanno registrato un declino pari a meno di un terzo di quello subito dai mercati azionari durante la vendita a seguito del COVID-19 nel T1 del 2020, con un notevole aumento, nel corso della crisi, della dispersione in termini di performance tra i gestori. Mentre le strategie sensibili alla crescita e alla liquidità hanno subito perturbazioni del funzionamento dei mercati dovute a un netto peggioramento della liquidità di mercato, le strategie difensive sono riuscite a contenere le flessioni nella fascia bassa dei valori a una cifra. La partecipazione alla successiva ripresa è stata in linea con le tendenze storiche e, nel complesso, gli HF hanno svolto la loro funzione di stabilizzare i portafogli, registrando una lieve performance positiva nei primi nove mesi del 2020. Sebbene negli ultimi anni i rendimenti degli HF abbiano mostrato una tendenza al ribasso prevediamo che, con il perdurare della ripresa economica e il miglioramento delle condizioni di negoziazione, si stabilizzeranno nella fascia bassa dei valori a una cifra. In particolare, prevediamo per gli hedge fund una volatilità analoga a quella delle obbligazioni IG negli USA o nel Regno Unito, pertanto rappresenteranno un valido strumento alternativo per bilanciare

rischio e rendimento nei portafogli multi-asset. Al contrario, le prospettive per il total return delle obbligazioni di Stato appaiono negative, mentre altre soluzioni per migliorare la stabilità dei portafogli sono più illiquide (p. es. infrastrutture) o troppo complesse per essere implementate da investitori privati (p. es. strategie di sovrapposizione delle opzioni). Studi recenti, come quello condotto da Prequin nel 2° semestre del 2020, mostrano un crescente interesse degli investitori per gli hedge fund.

Ambiente favorevole nel 2021
Nel 2021 per gli hedge fund si prevedono condizioni più favorevoli che nel 2020. In primo luogo, la crisi da COVID-19 ha determinato un mutamento fondamentale delle prospettive di diversi settori. Ha prodotto, per esempio, un incremento della spesa sanitaria e ha agito da catalizzatore per sviluppi tecnologici positivi che sono destinati a perdurare, mentre altri settori, come quello dei beni di consumo ciclici, si limiteranno a registrare una ripresa graduale. Tali differenze hanno creato un contesto favorevole per lo stock picking e per le operazioni Relative Value. In secondo luogo, prevediamo il perdurare di una elevata volatilità dei mercati con elevati scarti, fattori che dovrebbero sostenere l'incremento dei rendimenti degli HF con orientamento tattico e gestori di qualità. Infine, le strategie Relative Value potranno beneficiare di un carry trade più elevato su mercati non tradizionali ma sostanzialmente stabili, come i titoli assistiti da garanzia ipotecaria e i crediti al consumo. Gli acquisti di attività da parte delle banche centrali dovrebbero garantire il regolare funzionamento dei mercati riducendo i rischi di liquidità. Riteniamo che un'accurata selezione del paniere con HF diversificati per stile d'investimento assicuri un buon equilibrio tra rischio e rendimento e benefici della ripresa economica e del miglioramento delle opportunità dopo il COVID-19. Data l'ampia dispersione tra diversi gestori e strategie, la due diligence specializzata rimane un fattore critico.

La crescente rilevanza dei criteri ESG per la selezione e la performance dei titoli potrebbe favorire i gestori con un adeguato sistema di analisi ESG. Un approccio di investimento in fondi di fondi dovrebbe assicurare diversificazione del portafoglio e stabilità agli investitori avversi al rischio, mentre un approccio più mirato, con allocazioni in gestori dalle ottime performance, potrebbe migliorare le prospettive di rendimento degli investitori più propensi al rischio.

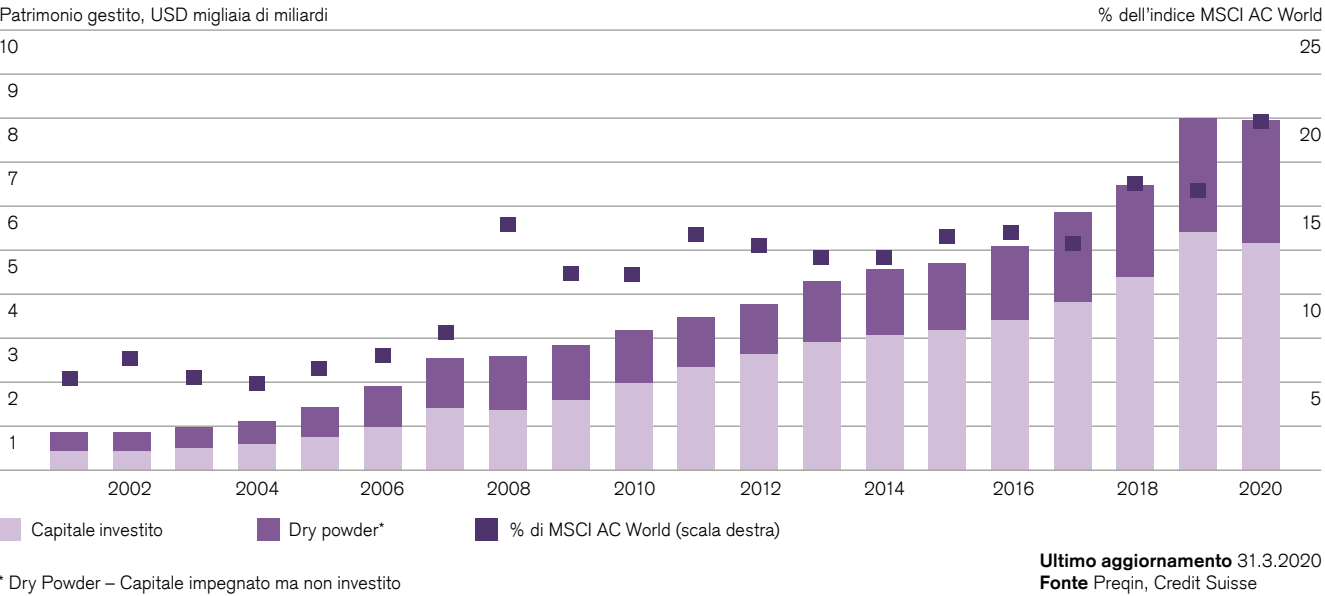
Gli hedge fund tendono a essere favoriti in fasi di incertezza
Extra-rendimenti degli hedge fund rispetto alle azioni e alle obbligazioni (in %)



Ricompense a lungo termine

Gli investitori private equity (PE) capaci di attendere e con accesso ai migliori gestori dovrebbero poter realizzare un extra-rendimento interessante rispetto ai mercati pubblici. Dal momento che il PE richiede un impegno a lungo termine, sottolineiamo l'importanza di un approccio misurato con investimenti ben diversificati sull'intero ciclo. Un'accurata due diligence e l'accesso ai migliori gestori con track record consolidati sono i principali fattori di successo.

Forte richiesta: la popolarità del PE intensifica la concorrenza per le transazioni
Patrimoni gestiti private equity



* Dry Powder – Capitale impegnato ma non investito

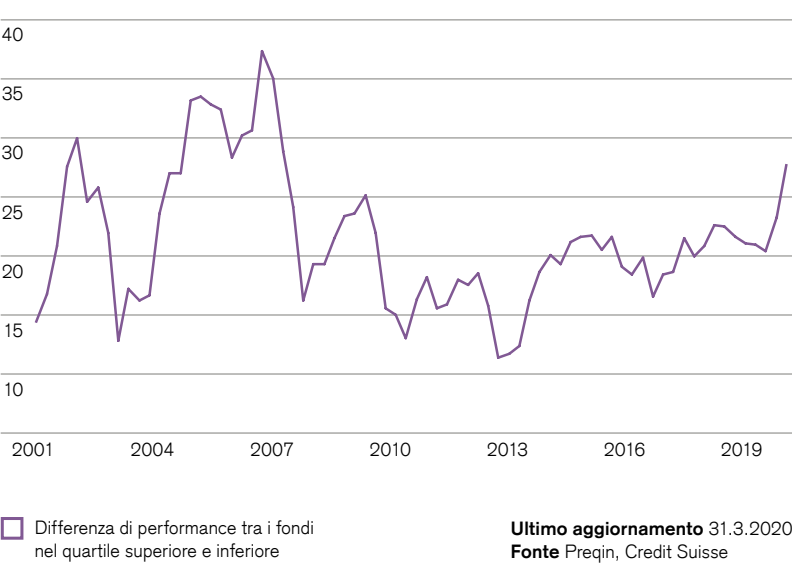
Lo shock prodotto dal COVID-19, sebbene abbia provocato un iniziale crollo dell'attività d'investimento PE, ha aumentato il potenziale upside per gli investimenti in capitale di rischio e crescita innescando trasformazioni e incentivando l'innovazione in settori tradizionali. Inoltre ha aperto ai veicoli PE distressed numerosi settori, dal momento che società precedentemente solide dei settori dei viaggi, della ristorazione e dell'intrattenimento hanno registrato un calo dei cash flow. Peraltro, il ribilanciamento del portafoglio in seguito allo shock da COVID-19 dovrebbe offrire ai fondi del mercato secondario PE (i cosiddetti fondi secondari) opportunità prima inaccessibili. I parametri di valutazione PE tradizionali registrano un parziale miglioramento del pricing delle operazioni PE rispetto ai mercati pubblici. Nel complesso, ciò dovrebbe sostenere l'extra-rendimento a lungo termine previsto dei PE rispetto ai mercati pubblici, premiando un impegno a lungo termine dei fondi.

Incremento della leva finanziaria
Nel contesto della pandemia di COVID-19, le società PE hanno utilizzato sempre più il credito a basso costo per fini di liquidità e di investimento. Secondo Preqin, fornitore di dati per gli investimenti alternativi, il ricorso alla leva finanziaria per le nuove operazioni di buyout ha registrato un netto incremento. Sebbene degno di nota, riteniamo che questo non costituisca ancora motivo di preoccupazione per il settore, per tre ragioni. In primis, rispetto agli sviluppi che hanno preceduto la crisi finanziaria globale del 2008, gran parte del debito utilizzato è debito senior. In secondo luogo, il settore dispone di maggiore capacità di gestione del rischio e della liquidità, come evidenziato dalla minore volatilità dei rendimenti, poiché i gestori tradizionali detengono una crescente quota di capitale. In terzo luogo, il buyout, attualmente la strategia PE con maggiore ricorso alla leva finanziaria, costituisce il 27% ca. del patrimonio gestito nei mercati privati (40% nel 2008/09). Infine, il Middle Market Lender Outlook di Refinitiv LPC mostra un approccio più conservatore da parte degli istituti di credito. Pertanto, riteniamo che il rischio di un uso eccessivo della leva finanziaria dovrebbe essere contenuto.

Il track record è importante

La crisi generata dal COVID-19 ha prodotto una temporanea crescita dei timori degli investitori rispetto al PE, ma non una riduzione della domanda per la classe di investimento. Dopo lo shock, le autorità di regolamentazione USA hanno consentito ai piani previdenziali di investire in imprese di buyout e alle banche di acquisire partecipazioni in fondi di venture capital. La crescente popolarità del PE assicura più trasparenza e intensifica la concorrenza per le transazioni. Riteniamo che i gestori PE con track record, capacità di sourcing e base clienti solidi dovrebbero continuare a sovraperformare il mercato globale. Sul lungo periodo, riteniamo che per realizzare un extra-rendimento rispetto al settore public equity gli investitori dovrebbero privilegiare un'esposizione PE ben diversificata in termini di gestori, strategie, vintage year e aree geografiche. Evidenziamo inoltre l'impact investing, poiché il settore PE è ben posizionato in termini di approccio di lungo termine su temi come il cambiamento climatico e l'istruzione ed è in grado, al contempo, di assicurare diversificazione attraverso strategie attive di incremento del valore.

Non tutti i fondi PE sono uguali
Differenza di performance tra i fondi nel quartile superiore e inferiore (% YoY)



Continua la fase di riequilibrio dei mercati

Il 2020 è stato un anno turbolento per le materie prime. L'oro ha raggiunto nuovi massimi storici, mentre i mercati ciclici hanno toccato i livelli minimi dai quali, alla data di redazione, si stanno riprendendo. Con l'approssimarsi del 2021, riteniamo che il contesto dovrebbe rimanere favorevole per i valori reali e per le materie prime in particolare.

Nel 2021, con il perdurare della ripresa economica dovrebbe aumentare la domanda fisica di materie prime. Politiche monetarie e fiscali estreme possono stimolare l'aumento delle aspettative di inflazione e pesare sull'USD, uno scenario che potrebbe essere particolarmente favorevole per le materie prime. Preferiamo un'esposizione diversificata che includa sia i segmenti ciclici, ovvero energia e metalli di base, sia i metalli preziosi, poiché potremmo assistere nel tempo a una considerevole oscillazione della propensione al rischio.

“Non saremmo sorpresi se si registrassero nuovi massimi storici per l'oro.

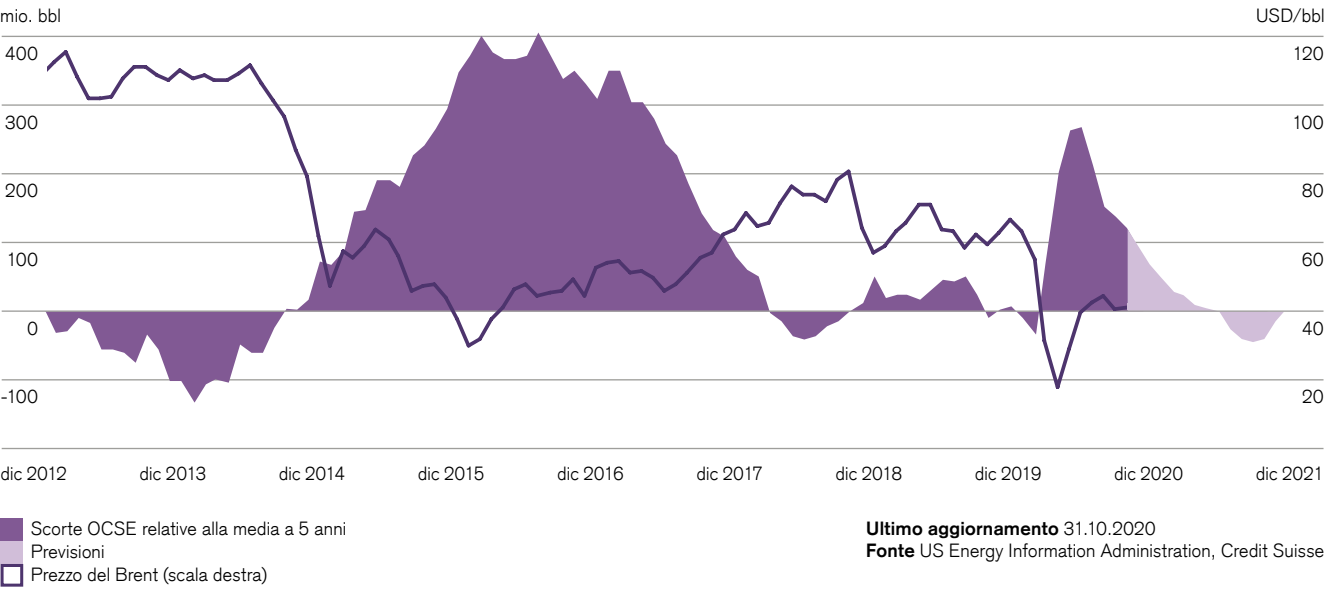
La domanda di petrolio supera l'offerta
Se si analizzano le dinamiche specifiche per le materie prime, la domanda di gran parte di queste, tra cui il petrolio, non è ancora tornata ai livelli pre-COVID-19 ed è improbabile che ciò accada nel 2021. Tuttavia, la crisi ha lasciato notevoli lacune nelle spese d'investimento e ha causato il rinvio, se non addirittura la revoca, di nuovi progetti con conseguente riduzione dell'offerta rispetto alla domanda. Pertanto si prevede una normalizzazione delle scorte accumulate durante la fase più acuta dello shock, che produrrà un aumento dei corsi a contanti e un appiattimento delle curve dei corsi a termine.

Riteniamo che il petrolio, in particolare, presenti più margine di recupero a livelli prossimi o potenzialmente superiori ai livelli di equilibrio (pari a circa USD 50 a barile), poiché il processo di normalizzazione delle scorte è in corso ma richiede tempo. Tuttavia, occorre sottolineare che la valutazione positiva sul comparto energetico dipende dal rispetto dei tagli previsti alle forniture da parte dei membri dell'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio e dei suoi alleati, anche nota come OPEC+. Al tempo stesso, non saremmo sorpresi se si registrassero nuovi massimi storici per l'oro, soprattutto se i rendimenti reali USA continueranno a spingersi in territorio negativo.

Attenzione all'inflazione
Mentre le spinte inflazionistiche sono rimaste contenute e non costituiscono fonte di preoccupazione nel breve termine, il dibattito sull'inflazione merita una certa attenzione alla luce delle attuali misure di politica economica e dell'aumento dell'indebitamento. In questo contesto, osserviamo che in passato un ampio paniere di materie prime, compreso l'oro, forniva una buona copertura dall'inflazione. Per disporre di un efficace rifugio, gli investitori dovrebbero essere esposti a fattori che stimolano l'inflazione, tra gli altri i prezzi dell'energia e dell'agricoltura, mentre l'oro reagisce positivamente a prezzi più elevati se si ritiene che gli interventi delle banche centrali producano un'impennata dell'inflazione.

Quali sono i rischi
Il giudizio positivo sulle materie prime potrebbe essere pregiudicato, in primo luogo, da un contesto di crescita molto più debole del previsto, conseguenza di nuovi lockdown causati da un andamento negativo della pandemia di COVID-19. Al contrario, un rapido successo del vaccino potrebbe accelerare i processi di riequilibrio. Anche le controversie commerciali e i dazi possono incidere sull'attività economica e sulla domanda di materie prime, come osservato nel 2019.

Dopo la tempesta: attesa la normalizzazione delle scorte di petrolio



La spinta verso il cambiamento

La pandemia globale ha confermato l'importanza dei nostri Supertrend

La pandemia di COVID-19 ha imposto una battuta di arresto alle vite di molti di noi e ha modificato il nostro modo di vivere, lavorare e apprendere. La gestione dell'evoluzione di queste tendenze economiche e sociali pone i governi di fronte a una sfida significativa. A nostro avviso, il quadro tematico dei Supertrend a lungo termine è in una posizione favorevole per cogliere gran parte di questi cambiamenti imminenti. Riteniamo, infatti, che gli sviluppi del 2020 non rappresentino un fenomeno transitorio, ma contribuiranno ad accelerare molti dei nostri temi e tutti i nostri Supertrend hanno dimostrato di beneficiare di un solido posizionamento in questo complesso scenario.

Le nuove tendenze

Se esaminiamo il nostro Supertrend "Inquietudini sociali – Capitalismo inclusivo", per esempio, osserviamo che la frustrazione popolare è incentrata maggiormente sulle questioni nazionali, in particolare sulle disuguaglianze, piuttosto che sulla percezione di minacce esterne e sulla spinta verso il protezionismo. La pandemia da coronavirus ha dimostrato, invece, che le reali minacce incombenti sono di natura globale e richiedono una cooperazione multilaterale, oltre che una tutela a livello individuale. I sottotemi "Accessibilità economica", "Sicurezza occupazionale" e "Sicurezza personale" colgono perfettamente le attuali sfide dei governi e le opportunità per il settore privato.

Nel 2017, in vista dell'incombente gap infrastrutturale globale che, secondo le previsioni, ammonterà a circa USD 15 000 miliardi entro il 2040, abbiamo lanciato il nostro Supertrend "Infrastrutture – Colmare il gap". Diversi pacchetti di stimolo fiscale annunciati nel corso del lockdown dell'economia mondiale sono stati indirizzati agli investimenti infrastrutturali, come nel caso del piano di risanamento da EUR 750 miliardi dell'Unione europea, che comprende la spesa per accelerare le trasformazioni digitale ed ecologica della regione. Pertanto, riteniamo che la pandemia potrebbe stimolare, piuttosto che rallentare, un incremento degli investimenti.

Il nostro Supertrend "Tecnologia al servizio dell'uomo" gode di un posizionamento particolarmente favorevole, dal momento che fa riferimento al tipo di flessibilità richiesta dalle modalità di vita e lavoro nell'era del COVID-19.

Le quarantene per il coronavirus hanno accelerato la rilevanza di ciascuno dei sottotemi esistenti e hanno prodotto un incremento permanente piuttosto che transitorio dell'e-commerce, della domanda di infrastruttura cloud, dell'utilizzo di mezzi di comunicazione online e di servizi di intelligenza artificiale, tra gli altri. La digitalizzazione, l'automazione e la connettività rimarranno fondamentali negli anni a venire, poiché tendenze come l'home office, l'assistenza medica da remoto, gli acquisti online, i pagamenti senza contanti, l'istruzione da remoto e l'intrattenimento domestico quest'anno hanno raggiunto nuovi livelli di crescita in termini di utilizzo e vendite.

Inoltre, la pandemia da coronavirus ha puntato i riflettori sulle persone più anziane, la fascia di popolazione più vulnerabile al COVID-19. La corsa alla ricerca di un vaccino efficace ha concentrato l'attenzione sul settore farmaceutico, accelerando ulteriormente la rilevanza del Supertrend "Silver economy – Investire sull'invecchiamento della popolazione". Durante la pandemia è cresciuta la rilevanza sia dei sottotemi connessi al settore terapeutico e dei dispositivi medici, sia di quelli connessi all'assistenza e alle strutture sanitarie, poiché la crisi causata dal COVID-19 ha evidenziato la necessità di incrementare, nei prossimi anni, il numero di ospedali e di strutture per le persone anziane.

Sostenibilità: l'essenza stessa delle tendenze sociali

Sul lato opposto della piramide demografica, i Millennials pongono attenzione alla tecnologia e alla sostenibilità. Le nuove modalità di apprendimento attraverso l'istruzione da remoto e l'ulteriore accelerazione del consumo di servizi in abbonamento come Netflix, Spotify e altri sono state le tendenze fondamentali della pandemia. Inoltre, sin dal suo lancio questo Supertrend è incentrato sulla sostenibilità e abbiamo applicato una rigorosa valutazione ambientale, sociale e di governance (ESG) ai singoli titoli, poiché questa generazione ha una profonda consapevolezza dei temi ESG.

I Millennials e la Generazione Z hanno sostenuto e promosso un modo di fare impresa più sostenibile, tanto che abbiamo ritenuto si fosse giunti a un punto di svolta in relazione alle risposte fornite al cambiamento climatico dalla società nel suo complesso, inclusi governi, consumatori e imprese.

Pertanto nel 2020 abbiamo introdotto un sesto Supertrend: “Cambiamento climatico – Decarbonizzazione dell’economia”. Le emissioni di gas a effetto serra sono le principali responsabili del riscaldamento globale e gli esperti prevedono un sostanziale aumento di episodi di gravi alluvioni, siccità, incendi e tempeste per effetto del riscaldamento. I Paesi che hanno sottoscritto l’Accordo di Parigi del 2015 hanno concordato che le emissioni dovranno “raggiungere il picco prima possibile” e poi decrescere fino alla neutralità carbonica (equilibrio tra emissioni e assorbimenti) tra il 2050 e il 2100.

Riteniamo che le aziende che contribuiscono maggiormente alla transizione a un’economia mondiale a minore intensità di carbonio possano diventare un caso d’investimento. Il recente shutdown economico causato dal COVID-19 ha ridotto in misura sostanziale le emissioni di gas a effetto serra in alcune regioni e ha indicato chiaramente i possibili obiettivi futuri. I principali settori sui quali si concentra il nostro Supertrend “Cambiamento climatico” sono la produzione di energia e le fonti di energia fossile, i trasporti e la produzione agricola/alimentare, in quanto principali responsabili delle emissioni di carbonio prodotte dall’uomo.

Generazione di alfa

I Supertrend di Credit Suisse si concentrano su tendenze sociali di lungo termine per gli investitori con un orizzonte di investimento pluriennale. I nostri analisti del settore azionario hanno individuato le principali tendenze, pertanto la stock selection beneficia della loro vasta esperienza e competenza settoriale in relazione alle specifiche aziende. La selezione attiva, basata su un sistema modulare personalizzato, costituisce un elemento chiave del nostro quadro tematico.

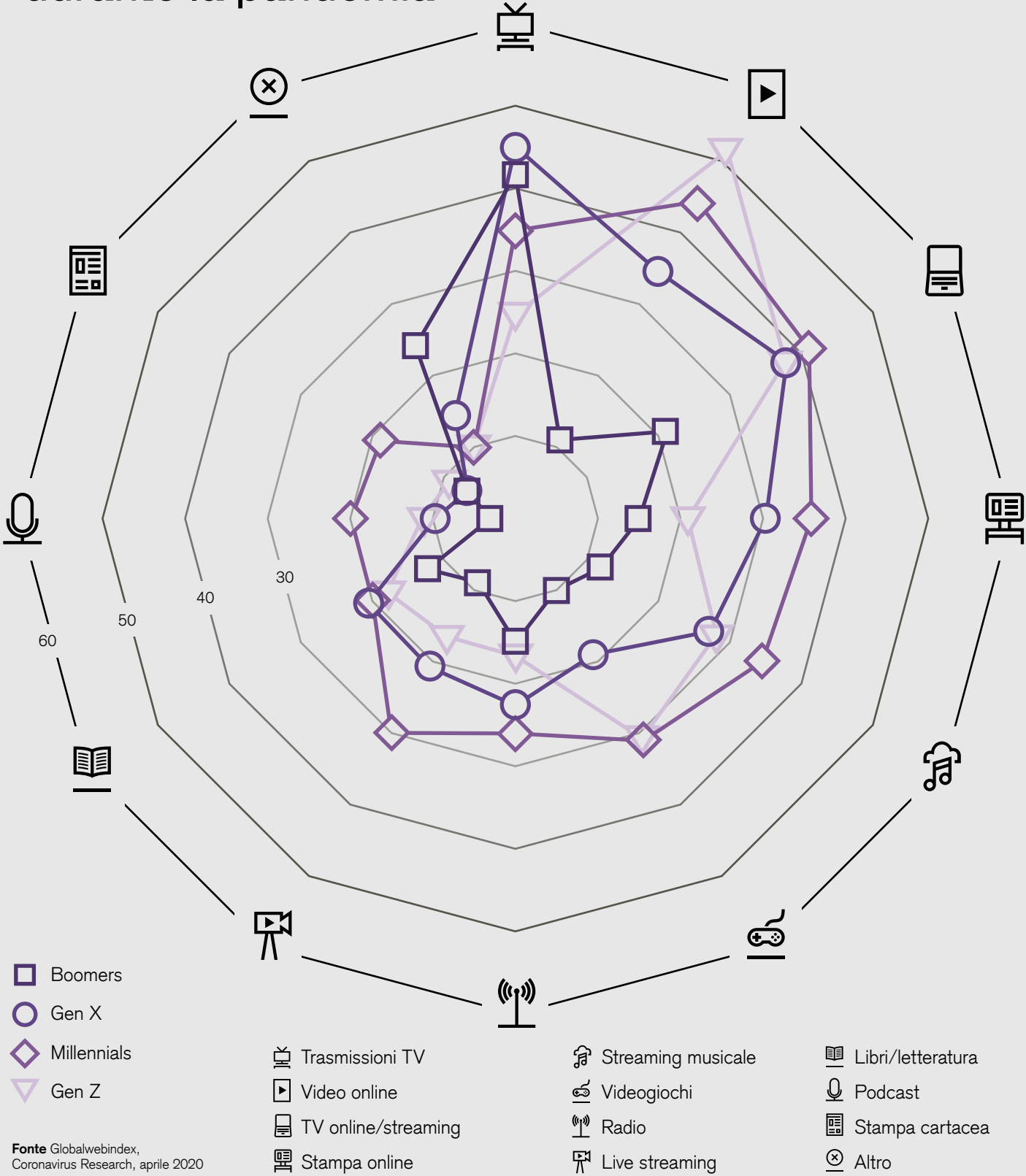
Con circa 25–40 titoli per ciascun Supertrend, il nostro approccio offre un buon livello di diversificazione, con l’obiettivo di generare un alfa consistente nel lungo periodo, grazie a un’approfondita analisi di tipo bottom-up dei singoli titoli. Inoltre, il focus tematico specifico dei singoli Supertrend si differenzia in misura notevole rispetto ai più ampi indici del mercato azionario. Abbiamo anche fatto in modo di includere in ogni Supertrend una giusta combinazione di aziende cicliche e difensive, applicando una sorta di strategia Barbell con indici di primaria importanza e selezionate società pure play small cap. Di conseguenza, nella definizione dei nostri Supertrend, la diversificazione e la gestione del rischio hanno assoluta priorità. L’obiettivo è proteggere gli investitori da singoli eventi aziendali idiosincratici o da temporanee flessioni di un settore, una regione o una valuta.



Per approfondire:
credit-suisse.com/supertrends

Variazione dell’utilizzo dei mezzi di comunicazione durante la pandemia

Percentuale di persone che afferma di utilizzare in misura maggiore i seguenti canali di comunicazione dallo scoppio della pandemia di COVID-19.



Fonte Globalwebindex, Coronavirus Research, aprile 2020

Strategia di investimento 2021



Le strategie che promettono maggiori rendimenti

L'inversione di rotta della Federal Reserve (Fed) statunitense, dagli interventi volti a normalizzare i tassi d'interesse a una politica di tassi prossimi allo zero per i prossimi anni, illustra perfettamente il nuovo approccio da adottare nella definizione delle strategie d'investimento. Quali aspetti devono considerare gli investitori? Esaminiamoli insieme.



I decisi interventi di politica monetaria in risposta alla pandemia di COVID-19 hanno evidenziato che, purché l'inflazione rimanga nella zona di comfort delle banche centrali, i decisori politici faranno di tutto per evitare una crisi, “costi quel che costi”, utilizzando la celebre espressione dell'ex presidente della Banca centrale europea Mario Draghi. Riteniamo, pertanto, che sia nettamente diminuita la probabilità di una crisi imminente prodotta da una minaccia di deflazione o da un surriscaldamento nel breve termine. Per quanto riguarda i rischi di surriscaldamento, è improbabile che nel prossimo futuro l'inflazione desti la preoccupazione dei mercati, anche perché il nuovo approccio strategico della Fed prevede una maggiore tolleranza a livelli eccessivi di inflazione. È probabile che i politici dei Paesi occidentali prediligano un'impennata dell'inflazione che, tra le altre cose, consentirebbe loro di gestire meglio le conseguenze del crescente indebitamento.

Tutte le strade portano alle azioni

Questo approccio evidenzia che per gli investitori è importante assicurare ai portafogli una sufficiente esposizione ai valori reali. D'altra parte, le attività nominali di elevata qualità promettono rendimenti reali molto scarsi, spesso negativi, poiché le banche centrali hanno portato i rendimenti a livelli bassi. Mentre le banche centrali continuano a cercare soluzioni per limitare i rischi, l'avversione al rischio e i premi di rischio azionari presentano ancora un margine di ribasso, con un probabile effetto positivo sulla performance nel medio termine. Con la progressiva stabilizzazione economica seguita allo shock causato dalla pandemia, gli investitori che intendono preservare il patrimonio reale e rispettare gli obblighi a lungo termine saranno incentivati a investire una quota consistente dei loro portafogli in azioni.

Strumenti di protezione dei portafogli

I bassi rendimenti obbligazionari e il calo della volatilità dei rendimenti hanno fatto emergere dubbi sul fatto che i titoli di Stato possano rappresentare uno strumento adeguato di diversificazione dei rischi ciclici, ovvero dei rischi correlati alle azioni in portafoglio. Alla luce delle loro prospettive di rendimento, le obbligazioni dovrebbero continuare a far parte dei portafogli multi-asset? The Fed USA ha smentito le aspettative in merito alla possibilità di un tasso di riferimento negativo. Nonostante ciò riteniamo che, in caso di minaccia di deflazione, verranno prese in esame tutte le opzioni, inclusa la possibilità di portare i rendimenti in territorio negativo, con conseguente spinta al rialzo dei prezzi. A nostro avviso è quindi ancora opportuno investire una quota dei portafogli multi-asset in titoli di Stato. Gli investitori che temono livelli elevati di inflazione dovrebbero valutare la possibilità di aumentare l'allocazione in titoli di Stato reali o in obbligazioni indicizzate all'inflazione.

Siamo del parere, tuttavia, che gli investitori dovrebbero considerare anche soluzioni alternative per adeguare i rischi nei portafogli multi-asset, soprattutto se viene incrementata l'esposizione azionaria per aumentare le prospettive di rendimento.

Un modo per incrementare la protezione è il ricorso a strategie di copertura attraverso i mercati dei derivati, con una gestione attiva nel tempo che consideri le variazioni dei costi e delle esigenze di copertura. Ulteriore protezione può essere garantita dall'assunzione di posizioni di mercato che generino solide performance positive nelle fasi di flessione dei mercati azionari e di rendimenti bassi o prossimi allo zero. Anche in questo caso, la nostra esperienza dimostra che una gestione attiva può contribuire a compensare brusche flessioni dei mercati azionari.

Maggiore diversificazione dei portafogli

Detenere diverse classi di attività rimane un modo per migliorare il trade-off tra rischio e rendimento. In un contesto di bassi tassi d'interesse e di ripresa economica, gli immobili dovrebbero continuare a offrire rendimenti interessanti e garantire, al contempo, un maggiore orientamento al reddito. Investire una parte delle azioni nei mercati privati costituisce un'ulteriore soluzione per aumentare le prospettive di rendimento a lungo termine. L'investimento in temi a lungo termine, come quelli identificati dal nostro quadro di riferimento dei Supertrend, può contribuire a migliorare il profilo di rendimento a lungo termine dei portafogli.

Migliorare ulteriormente le prospettive di rendimento

In questo contesto, investire in base a criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) è una tendenza importante che, a nostro giudizio, consente agli investitori di indirizzare i portafogli verso progetti che privilegiano la sostenibilità e la buona governance, con effetti positivi anche sulla sostenibilità della performance. Nei portafogli a reddito fisso, l'esposizione creditizia può migliorare le prospettive di rendimento in modo da preservare il patrimonio. I credit spread sono ancora leggermente superiori rispetto al periodo precedente la crisi e indicano interessanti prospettive di rendimento globale. Una propensione verso segmenti di qualità più elevata appare ancora opportuna, dal momento che nella prima metà del 2021 le conseguenze della pandemia dovrebbero produrre un aumento dei tassi di inadempienza nei segmenti del credito di qualità più bassa.

Previsioni

Prevediamo che nel 2021 l’economia globale registrerà una crescita del 4,1% e che, dopo la recessione del 2020, la ripresa della domanda proseguirà. Con i tassi d’interesse destinati a rimanere a livelli prossimi o inferiori allo zero in tutte le principali economie sviluppate, i mercati azionari dovrebbero continuare a garantire rendimenti interessanti. Nel settore del reddito fisso, i rendimenti sui titoli di Stato core saranno piuttosto modesti, mentre il credito investment grade continuerà a offrire un buon rapporto tra rischio e rendimento.

Previsioni di crescita e inflazione

PIL reale (% a/a)				Inflazione (media annua % a/a)			
	2019	2020S*	2021S*		2019	2020S*	2021S*
Mondo	2.6	-3.7	4.1	Mondo	2.5	1.8	2.3
USA	2.2	-3.6	4.2	USA	1.8	1.2	2.0
Canada	1.5	-5.2	6.0	Canada	2.0	0.6	1.3
Eurozona	1.3	-7.6	4.6	Eurozona	1.2	0.3	1.0
Germania	0.6	-6.0	4.0	Germania	1.4	0.4	1.4
Italia	0.3	-9.1	5.1	Italia	0.6	-0.2	0.5
Francia	1.5	-9.4	6.5	Francia	1.3	0.5	0.7
Spagna	2.0	-11.7	5.7	Spagna	0.8	-0.2	0.8
Regno Unito	1.3	-11.8	4.5	Regno Unito	1.8	0.9	1.4
Svizzera	1.1	-4.0	3.5	Svizzera	0.4	-0.7	0.3
Giappone	0.7	-5.0	1.5	Giappone	0.6	-0.2	0.1
Australia	2.0	-6.0	5.0	Australia	1.7	0.4	1.5
Cina	6.1	2.2	7.1	Cina	2.9	2.7	2.5
India (esercizio fiscale)	6.8	4.2	-9.0	India (esercizio fiscale)	3.4	4.7	5.7
Brasile	1.2	-4.8	4.1	Brasile	3.7	3.0	3.7
Russia	1.3	-4.0	2.7	Russia	4.4	3.3	3.6

* S: stima

Ultimo aggiornamento 13.11.2020
Fonte Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

Nota: i dati storici sulla performance e gli scenari dei mercati finanziari non costituiscono un indicatore affidabile per i redditi attuali o futuri.

“ È improbabile che nel prossimo futuro l’inflazione desti la preoccupazione dei mercati.

Performance/previsioni mercati finanziari

Azioni*	Performance da inizio 2020 al 12 novembre 2020	Rendimenti totali previsti 2021	Credito	Performance da inizio 2020 al 12 novembre 2020	Rendimenti totali previsti 2021
Azioni USA	13.07%	7.40%	Obbligazioni investment grade globali**		
Azioni UEM	-4.85%	9.10%		6.06%	3.50%
Azioni svizzere	1.04%	7.10%	Obbligazioni high yield globali**	3.70%	4.40%
Azioni UK	-14.80%	8.40%			
Azioni giapponesi	3.54%	6.80%	Obbligazioni Mercati emergenti in moneta pregiata***	2.20%	4.40%
Azioni Mercati emergenti	10.79%	8.90%			

Rendimenti obbligazionari	Più recenti 12 novembre 2020	Previsione fine 2021	Monete e materie prime	Più recenti 12 novembre 2020	Previsione fine 2021
Rendimento Treasury USA 10 anni	0.93%	1.30%	EUR/USD	1.18	1.25
Rendimento Bund tedesco 10 anni	-0.51%	-0.30%	USD/CHF	0.92	0.88
Rendimento Eidgenossen svizzero 10 anni	-0.43%	-0.30%	EUR/CHF	1.08	1.10
			USD/JPY	105	100
			GBP/USD	1.32	1.35
			USD/CNY	6.62	6.32
			Oro (USD/oz)	1870	2200
			WTI (USD/bbl)	42	52

* La performance e i rendimenti attesi costituiscono il total return comprensivo di dividendi. I mercati si riferiscono a indici di regioni / paesi MSCI in moneta locale. Qui di seguito le performance dei periodi 12.11.2015–12.11.2020 per tali indici in ordine cronologico MSCI USA: 7.8%, 21.8%, 7.4%, 15.9%, 18.5%. MSCI EMU: -4.8%, 24.2%, -6.9%, 17.1%, -4%. MSCI Switzerland: -6.1%, 20.5%, 1.9%, 19.1%, 4%. MSCI UK: 13.3%, 14.5%, -1%, 8.6%, -12.5%. MSCI Japan: -12.6%, 31.6%, -4.6%, 6.1%, 4.3%. MSCI EM: 4.9%, 32.3%, -8.6%, 12.8%, 16%
** Barclays Global Investment Grade Corporate and Global High Yield index
*** JP Morgan EMBIG Div. (sovereign index)

Ultimo aggiornamento 13.11.2020
Fonte Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Nota: i dati storici sulla performance e gli scenari dei mercati finanziari non costituiscono un indicatore affidabile per i redditi attuali o futuri.

Informazioni importanti

Il presente rapporto esprime le opinioni della sezione Investment Strategy di Credit Suisse e non è stato redatto in conformità agli obblighi di legge intesi a promuovere l'indipendenza della ricerca sugli investimenti. Non è un prodotto della sezione Research del Credit Suisse anche se fa riferimento a raccomandazioni relative a ricerche pubblicate. Credit Suisse ha adottato politiche miranti a gestire i conflitti di interessi, tra le quali quelle relative alla negoziazione prima della distribuzione delle ricerche sugli investimenti. Queste politiche non si applicano alle opinioni dei responsabili delle strategie d'investimento illustrate nel presente rapporto.

Avvertenze sui rischi

Ogni investimento comporta rischi, soprattutto in termini di fluttuazioni di valore e rendimento. 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. Per una discussione dei rischi correlati agli investimenti nei titoli citati nel presente rapporto, fai riferimento al seguente link Internet: <https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/>

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, ti raccomandiamo di rivolgerti a un consulente finanziario indipendente. Maggiori informazioni sono inoltre reperibili nell'opuscolo informativo "Rischi nel commercio di strumenti finanziari" che può essere richiesto alla Associazione Svizzera dei Banchieri.

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.

Rischi dei mercati finanziari

I rendimenti storici e gli scenari relativi ai mercati finanziari non costituiscono un'indicazione attendibile o 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. È opportuno che ti rivolga a consulenti in materia qualora riscontri 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, devi 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 tua 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, devi rivolgerti ai tuoi 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, inclusa la perdita dell'intero investimento, e potrebbero non essere adatte a molti investitori privati. La performance di tali investimenti dipende da fattori imprevedibili, come ad esempio catastrofi naturali, impatti climatici, capacità dei trasporti, disordini politici, fluttuazioni stagionali e forti influenze dei roll forward, in particolare su futures e indici. 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.

Private equity

Per private equity (di seguito "PE") si intende l'investimento nel capitale proprio di società non negoziate sul mercato (ossia non quotate su una borsa valori); si tratta di investimenti complessi, generalmente illiquidi e di lunga durata. Gli investimenti in un fondo di PE implicano generalmente un livello significativo di rischio finanziario e/o commerciale. Gli investimenti in fondi di PE non prevedono la protezione del capitale e non sono garantiti. Gli investitori saranno tenuti a soddisfare richiami del capitale investito nell'arco di un lungo periodo di tempo. Ove ciò non avvenga, potrebbe verificarsi la confisca di una parte o della totalità del conto capitale, la rinuncia a eventuali redditi o utili futuri sugli investimenti realizzati prima di tale inadempimento e, tra le altre cose, la perdita del diritto di partecipare a futuri investimenti o l'obbligo di vendita dei propri investimenti a un prezzo molto basso, di gran lunga inferiore alle valutazioni del mercato secondario. Le società o i fondi potrebbero essere soggetti a un elevato grado di leva finanziaria e pertanto potrebbero essere più sensibili a sviluppi commerciali e/o finanziari o a fattori economici. Tali investimenti potrebbero risentire di un'intensa concorrenza, della variazione di condizioni commerciali o economiche o di altri sviluppi che potrebbero ripercuotersi negativamente sulla loro performance.

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 tu non recuperi l'importo originariamente investito o addirittura riceva un importo inferiore.

Sezione Investment Strategy

I responsabili delle strategie d'investimento si occupano dell'elaborazione delle strategie delle classi multi-asset e della loro successiva attuazione nelle attività di consulenza e discrezionali di Credit Suisse. Se indicato, sono forniti portafogli modello a titolo puramente illustrativo. L'asset allocation, le ponderazioni di portafoglio e la performance possono nel tuo caso differire in misura significativa in funzione della tua situazione specifica e della tua propensione al rischio. Le opinioni e i giudizi dei responsabili delle strategie d'investimento possono divergere da quelli espressi da altre sezioni di Credit Suisse. I giudizi dei responsabili delle strategie d'investimento possono 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 ti vengano comunicati.

I responsabili delle strategie d'investimento possono di volta in volta fare riferimento ad articoli della sezione Research pubblicati in precedenza, tra cui anche raccomandazioni e modifiche di rating organizzati in elenchi. Le raccomandazioni contenute nel presente documento rappresentano estratti e/o riferimenti a raccomandazioni precedentemente pubblicate da Credit Suisse Research. Per le azioni, esse sono reperibili nella rispettiva Nota o Panoramica aziendale dell'emittente. Nel caso delle obbligazioni, le raccomandazioni sono reperibili nella corrispondente pubblicazione Research Alert (obbligazioni) o Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland. Queste pubblicazioni sono disponibili su richiesta o presso <https://investment.credit-suisse.com>. Le divulgazioni sono disponibili su www.credit-suisse.com/disclosure.

Disclaimer globale/Informazioni importanti

Le informazioni ivi contenute rappresentano materiale di marketing e non sono una ricerca d'investimento.

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.

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: <https://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 o per eventuali spiegazioni necessarie in merito al suo contenuto, ti raccomandiamo di rivolgerti 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 tu riceva o acceda 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 ti vengano comunicati. **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 il 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:** 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 ti consigliamo di rivolgerti a un fiscalista indipendente. I livelli di tassazione e la base imponibile dipendono dalle circostanze individuali e sono soggetti a variazioni. **FONTI:** Le informazioni e le opinioni illustrate nel presente rapporto sono state ricavate o desunte da fonti che, a giudizio 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 tua 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 tuo rischio. **INFORMATIVA SULLA PROTEZIONE DEI DATI:** I vostri Dati personali saranno trattati in conformità all'informativa sulla privacy di Credit Suisse, consultabile presso il vostro domicilio accedendo al sito web ufficiale di Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Credit Suisse Group AG e sue controllate possono trattare i Dati personali di base (ossia dati di contatto come nome e cognome, indirizzo e-mail) dei clienti per offrire materiale di marketing concernente i nostri prodotti e servizi. I clienti potranno tuttavia richiedere di non ricevere più tale materiale in qualsiasi momento, informando il proprio Relationship Manager.

Entità distributrici

Salvo quanto diversamente qui specificato, il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, una banca svizzera autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari. **Arabia Saudita:** Il presente documento è stato distribuito da Credit Suisse Saudi Arabia (CR number 1010228645), debitamente autorizzata e regolamentata dalla Saudi Arabian Capital Market Authority in conformità al numero di licenza 08104-37 datata 23/03/1429H corrispondente a 21/03/2008AD. La sede principale di attività di Credit Suisse Saudi Arabia è King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Arabia Saudita. Sito web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. Ai sensi delle norme dell'Offer of Securities and Continuing Obligations, il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita, fatta eccezione per gli individui espressamente indicati in tali norme emanate dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non si fa carico dell'accuratezza o della completezza del presente documento ed esclude espressamente qualsivoglia responsabilità per eventuali perdite derivanti o insorte facendo affidamento su qualsiasi parte del medesimo. I potenziali acquirenti dei titoli ivi offerti devono applicare la dovuta diligenza in relazione all'accuratezza delle informazioni sui titoli.

Se non comprende i contenuti del presente documento, l'investitore dovrebbe consultare un consulente finanziario autorizzato. Ai sensi dei regolamenti sui fondi d'investimento, il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita, fatta eccezione per gli individui espressamente indicati nei regolamenti sui fondi d'investimento emessi dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non si fa carico dell'accuratezza o della completezza del presente documento ed esclude espressamente qualsivoglia responsabilità per eventuali perdite derivanti o insorte facendo affidamento su qualsiasi parte del medesimo. I potenziali acquirenti dei titoli ivi offerti devono applicare la propria dovuta diligenza in relazione all'accuratezza delle informazioni sui titoli. Se non comprende i contenuti del presente documento, l'investitore dovrebbe consultare un consulente finanziario autorizzato. **Austria:** Il presente rapporto è distribuito da CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (la "filiale austriaca") o da Credit Suisse (Deutschland) AG. La filiale austriaca è una filiale di CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. La filiale austriaca è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo, nonché dell'autorità di sorveglianza austriaca, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna, Austria. Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft è soggetta alla sorveglianza dell'autorità di vigilanza tedesca Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin") in collaborazione con l'autorità di vigilanza austriaca, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna, Austria. **Bahrain:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, Filiale del Bahrain, una filiale di Credit Suisse AG, Zurigo/Svizzera, debitamente autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Bahrain (CBB) come Investment Business Firm Category 2. I relativi servizi o prodotti finanziari sono resi disponibili soltanto a Professional Clients (clienti professionisti) o Accredited Investors (investitori accreditati), secondo la definizione della CBB, e non sono destinati ad alcun altro soggetto. La Central Bank of Bahrain non ha esaminato né ha approvato il presente documento o la commercializzazione di alcun veicolo d'investimento qui menzionato nel Regno del Bahrain e non è responsabile della performance dei suddetti veicoli d'investimento. Credit Suisse AG, filiale del Bahrain, una filale di Credit Suisse AG; Zurigo/Svizzera, ha sede al Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Regno del Bahrain. **Cile:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, una filiale di Credit Suisse AG (registrata nel Cantone di Zurigo), regolamentata dalla Commissione dei mercati finanziari cilena. Né l'emittente né i titoli sono stati registrati presso la Commissione dei mercati finanziari del Cile (Comisión para el Mercado Financiero) ai sensi della legge n. 18.045, la Ley de Mercado de Valores, e relativi regolamenti; di conseguenza, non possono essere né offerti né venduti pubblicamente in Cile. Il presente documento non costituisce un'offerta né un invito alla sottoscrizione o all'acquisto dei titoli nella Repubblica del Cile, fatta eccezione per gli investitori identificati individualmente ai sensi di un'offerta privata ai sensi dell'articolo 4 della Ley de Mercado de Valores (un'offerta che non "è indirizzata al pubblico in generale o a un determinato settore o specifico gruppo del pubblico"). **DIFC:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG (DIFC Branch). Credit Suisse AG (DIFC Branch) è 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 (la "filiale francese"), che è una filiale di Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. La filiale francese è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nonché delle autorità di sorveglianza francesi, la Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), e della Autorité des Marchés Financiers (AMF). **Germania:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, che è autorizzata e regolamentata dal Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"). **Guernsey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, Guernsey Branch, una succursale di Credit Suisse AG (registrata nel Cantone di Zurigo) con sede operativa in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. Credit Suisse AG, Guernsey Branch è interamente controllata da Credit Suisse AG e regolamentata dalla Guernsey Financial Services Commission. Copie dell'ultimo bilancio soggetto a revisione contabile di Credit Suisse AG sono disponibili su richiesta. **India:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse Securities (India) Private Limited (n. CIN U67120MH1996P-TC104392), 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 INZ000248233), e indirizzo registrato presso 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai – 400 018, India, T- +91-22 6777 3777. **Israele:** Se distribuito in Israele da Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd.: Il presente documento è distribuito da Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, compresi i servizi offerti in Israele, e non è soggetto alla sorveglianza delle banche presso la Bank of Israel, bensì dell'autorità di sorveglianza delle banche competente in Svizzera. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. è un marketer finanziario autorizzato in Israele e pertanto le sue attività di marketing finanziario sono soggette alla sorveglianza dell'Israel Securities Authority. **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. **Libano:** Questa relazione viene distribuita 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") e ha un numero di licenza per l'istituto finanziario 42. Credit Suisse

(Lebanon) Finance SAL è soggetta alle leggi e alle circolari della CBL, oltre che alle leggi e alle regolamentazioni 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, tra l'altro per 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. Resta espressamente inteso e riconosciuto che gli investimenti sui mercati finanziari potrebbero implicare un livello elevato di complessità e di rischio di perdita di valore 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 alla data di tale valutazione 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 espressamente e in modo irrevocabile e comprende perfettamente di non avere alcuna obiezione in merito all'utilizzo della lingua inglese. **Lussemburgo:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Messico:** Il presente documento rappresenta l'opinione della persona che fornisce i propri servizi a C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ("C. Suisse Asesoría") e/o Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) ("Banco CS"). Sia C. Suisse Asesoría sia Banco CS si riservano pertanto il diritto di modificare la propria opinione in qualsiasi momento e non si assumono alcuna responsabilità al riguardo. Il presente documento è distribuito a soli scopi informativi e non implica una raccomandazione personale, un suggerimento o un invito a effettuare alcuna operazione e non sostituisce la comunicazione con il proprio funzionario in relazione a C. Suisse Asesoría e/o Banco CS prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento. C. Suisse Asesoría e/o Banco CS non si assumono alcuna responsabilità per le decisioni d'investimento basate sulle informazioni contenute nel documento inviato, poiché tali informazioni potrebbero non tener conto dello scenario della strategia d'investimento e degli obiettivi di particolari clienti. Il prospetto informativo, gli opuscoli, i regimi d'investimento dei fondi d'investimento, le relazioni annuali o le informazioni finanziarie periodiche contengono ulteriori informazioni utili per gli investitori. Tali documenti sono disponibili gratuitamente direttamente presso gli emittenti e gli operatori dei fondi d'investimento sulla pagina Internet della borsa su cui sono quotati oppure tramite il funzionario competente presso C. Suisse Asesoría e/o Banco CS. La performance passata e i vari scenari dei mercati esistenti non sono una garanzia di rendimenti attuali e futuri. Se le informazioni ivi contenute sono incomplete, errate o poco chiare, l'investitore deve contattare il proprio funzionario di C. Suisse Asesoría e/o Banco CS il più presto possibile. Il presente documento può essere oggetto di modifiche senza alcuna responsabilità da parte di C. Suisse Asesoría e/o Banco CS. Il presente documento è distribuito ai soli scopi informativi e non sostituisce le relazioni operative e/o gli estratti conto che l'investitore riceve da C. Suisse Asesoría e/o Banco CS per quanto riguarda le disposizioni generali applicabili agli istituti finanziari e ad altre entità legali che forniscono servizi d'investimento emanate dalla Commissione nazionale per il settore bancario e dei valori mobiliari ("CNBV"). Alla luce della natura del presente documento, C. Suisse Asesoría e/o Banco CS non si assumono alcuna responsabilità derivante dalle informazioni ivi contenute. Fatto salvo che le informazioni sono state ottenute o sono basate su fonti ritenute affidabili da C. Suisse Asesoría e/o Banco CS, non vi è alcuna garanzia sull'accuratezza o sulla completezza delle informazioni. Banco CS e/o C. Suisse Asesoría non accettano alcuna responsabilità per qualsivoglia perdita derivante dall'utilizzo delle informazioni contenute nel documento inviato all'investitore. Si raccomanda all'investitore di assicurarsi che le informazioni fornite siano conformi alla sua situazione personale e al suo profilo d'investimento, relativamente a qualsiasi situazione legale, regolamentare o fiscale particolare, oppure di richiedere una consulenza professionale indipendente. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. è un consulente d'investimento costituito ai sensi della Legge messicana sul mercato dei valori mobiliari ("LMV") ed è iscritta innanzi alla Commissione nazionale per il settore bancario e dei valori mobiliari ("CNBV") al foglio numero 30070. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. non fa parte del Gruppo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. o di qualsiasi altro gruppo finanziario in Messico. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. non è un consulente d'investimento indipendente ai sensi della LMV e di altri regolamenti applicabili in conseguenza della sua relazione con Credit Suisse AG, un istituto finanziario estero, e della sua relazione indiretta con le entità che fanno capo a Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. **Paesi Bassi:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Netherlands Branch (la "filiale olandese"), che è una filiale di Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. La filiale olandese è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nonché dell'autorità di sorveglianza olandese, la De Nederlandsche Bank (DNB), e dell'autorità olandese per i mercati finanziari, la Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portogallo:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la "filiale portoghese"), che è una filiale di Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. La filiale portoghese è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nonché delle autorità di sorveglianza portoghesi, il Banco de Portugal (BdP) e la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Qatar:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse (Qatar) L.L.C., debitamente autorizzata e regolamentata dalla Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) ai sensi della licenza QFC n° 00005.

Tutti i relativi prodotti o servizi finanziari saranno disponibili soltanto per Eligible Counterparties (come definiti dalla QFCRA) o Business Customers (come definiti dalla QFCRA), inclusi i privati che hanno scelto di essere classificati come Business Customer, con attività nette di oltre QR 4 milioni, dotati di esperienza, conoscenze e competenze in materia finanziaria sufficienti per partecipare a operazioni aventi a oggetto tali prodotti e/o servizi. Pertanto queste informazioni non devono essere fornite a, o essere utilizzate da, qualsiasi altro tipo di privato. QFCRA non si assume alcuna responsabilità per la revisione o verifica di prospetti o altri documenti correlati al presente prodotto/servizio in quanto tale prodotto/servizio non è registrato nel QFC o regolamentato dalla QFCRA. In linea con ciò, la QFCRA non ha rivisto né approvato tale materiale di marketing o altri documenti associati né intrapreso alcuna misura per verificare le informazioni illustrate nel presente documento, e non si assume alcuna responsabilità al riguardo. Chi investe in questo prodotto/servizio potrebbe non avere accesso alle medesime informazioni riguardo al prodotto/servizio che riceverebbe se il prodotto/servizio fosse registrato nel QFC. Il prodotto/servizio al quale questo materiale di marketing fa riferimento potrebbe essere illiquido e/o soggetto a restrizioni per la rispettiva rivendita. Il ricorso nei confronti del prodotto/servizio, e di coloro coinvolti, potrebbe essere limitato o difficile da intraprendere e potrebbe dover essere svolto in una giurisdizione al di fuori del QFC. Si raccomanda ai potenziali acquirenti del prodotto/servizio offerto di svolgere la propria due diligence sul prodotto/servizio. Se non viene compreso il contenuto del presente opuscolo, si raccomanda di consultare il proprio consulente finanziario autorizzato. **Regno Unito:** Il presente materiale è distribuito da Credit Suisse (UK) Limited, autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. Se il presente materiale è distribuito nel Regno Unito da un'entità offshore non esentata ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, si applicherà la seguente disposizione: 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 in Five Cabot Square, Londra, E14 4QR. Si fa presente che le norme del Financial Services and Markets Act 2000 (legge del 2000 sui servizi e i mercati finanziari nel Regno Unito) concernenti la tutela dei clienti retail non trovano applicazione nel vostro caso e che non potete altresì disporre di alcuna potenziale compensazione accessibile agli "eligible claimants", ossia i "richiedenti idonei" ai sensi del 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. **Spagna:** Il presente documento rappresenta materiale di marketing ed è fornito da Credit Suisse AG, Sucursal en España, entità legale registrata presso la Comisión Nacional del Mercado de Valores ai soli fini informativi. È destinato esclusivamente al destinatario per il solo uso personale e, ai sensi dei regolamenti attualmente vigenti, non può essere considerato in alcun modo un'offerta di titoli, una consulenza d'investimento personale o una raccomandazione generale o specifica di prodotti o strategie d'investimento intese come un invito a effettuare qualsivoglia operazione. Il cliente è in ogni caso responsabile per le decisioni prese sugli investimenti o sui disinvestimenti; di conseguenza, il cliente si assume ogni responsabilità per i guadagni o per le perdite derivanti dalle operazioni che il cliente decide di effettuare sulla base delle informazioni e opinioni espresse nel presente documento. Il presente documento non è il risultato di un'analisi o una ricerca finanziarie e non è pertanto soggetto ai regolamenti attualmente vigenti per la produzione e distribuzione di ricerca finanziaria né i suoi contenuti sono conformi ai requisiti legali in termini di indipendenza della ricerca finanziaria. **Sudafrica:** Le presenti informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG, registrata come fornitore di servizi finanziari presso la Financial Sector Conduct Authority in Sudafrica, con numero FSP 9788 e/o da Credit Suisse (UK) Limited, registrata come fornitore di servizi finanziari presso la Financial Sector Conduct Authority in Sudafrica con numero FSP 48779. **Turchia:** le informazioni, i commenti e le raccomandazioni sugli investimenti contenuti nel presente documento non rientrano nell'attività di consulenza finanziaria. I servizi di consulenza finanziaria sono forniti dagli istituti autorizzati in modo personalizzato tenendo conto delle preferenze di rischio e di rendimento del singolo. I commenti e le raccomandazioni contenuti nel presente sono invece di natura generica. Le raccomandazioni potrebbero pertanto non essere adatte alla vostra situazione finanziaria o alle vostre preferenze di rischio e rendimento. Per questa ragione, qualsiasi decisione d'investimento presa esclusivamente sulla base delle informazioni fornite nel presente documento potrebbe non generare risultati in linea con le proprie aspettative. Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, regolamentata da Capital Markets Board of Turkey, con sede legale presso Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler n. 61 34340, Besiktas/ Istanbul-Turchia.

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 © 2020 di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.

20C014A_IS

Autori/Contributi

Walter Edelmann
Chief Global Strategist

Daniel Rupli
Head of Single Security Research,
Equity Credit

Tobias Merath
Head of Wealth Content Strategy

Oliver Adler
Chief Economist Switzerland

James Sweeney
Global Economics & RCIO Americas

Neville Hill
Head of European Economics

Philipp Lisibach
Head of Global Equity Strategy

Sara Carnazzi Weber
Head of Policy & Thematic Economics

Jessie Gisiger
Head of Global Credit Strategy
and Investment Themes

Luca Bindelli
Head of Global FI, FX
and Commodity Strategy

Stefan Graber
Head of Global Commodity Strategy

Jelena Kucenko
Head of Global Alternative
Investments Strategy

Sarah Leissner
Alternative Investments Strategist

Reto Hess
Senior Research Analyst
Single Security Research Equity

Peter Foley
US Economics Strategist

Marc Häfliger
Investment Strategist
Emerging Market Equities

Anand A. Datar
Alternative Investments Strategist

Editore

Amministratore
Nannette Hechler-Fayd’herbe
Global Head of Economics & Research and RCIO IWM

Supporto editoriale
Christa Jenni
Catherine McLean Trachsler
Christine Mumenthaler
Flurina Krähenbühl

Project management
Camilla Damm Leuzinger
Sebastian Zeuner
Claudia Biri
Serhat Günes
Zuzana Skvarkova

Scadenza editoriale
13 novembre 2020

Design
LINE Communications AG

Traduzioni
Credit Suisse Language & Translation Services

Maggiori informazioni
credit-suisse.com/investmentoutlook

Fonti delle immagini
Kirk Hewlett/Alamy Stock Photo (cover, p. 1, p. 2, p. 68);
Credit Suisse (p. 7, p. 9); Westend61/Getty Images (p. 12–13);
vinoverde/Alamy Stock Photo (p. 14–15);
hudiemm/Getty Images (p. 24–25);
Mariusz Niedzwiedzki/Shutterstock (p. 28–29, p. 4);
ViewStock/Getty Images (p. 33); PARETO/Getty Images (p. 50);
Dimitri Otis/Getty Images (p. 54–55, p. 5); Lucas Saugen/Stocksy (p. 56).





[credit-suisse.com](https://www.credit-suisse.com)

© 2020, CREDIT SUISSE

2532373 0720281 WOMG5 11.2020

