CREDIT SUISSE

Investment Outlook 2019

Un ciclo prolungato

Un ciclo prolungato

> La House View costituisce una parte essenziale della fiducia che ci conquistiamo e dei risultati che conseguiamo.

La mia prospettiva

Tidjane Thiam
CEO Credit Suisse Group AG

Nel momento in cui vi presento il nostro Investment Outlook 2019, sta per concludersi un anno che si è rivelato molto più movimentato di quanto tutti noi ci aspettassimo. I mercati finanziari continuano ad avvertire come in passato il notevole impatto degli eventi politici.

Le condizioni del commercio globale sono in fase di ridefinizione: i dazi e altre misure protezionistiche, di cui avevamo perso l'abitudine, sono stati riportati in auge da alcuni governi nei confronti di determinate controparti. Abbiamo anche assistito alla stipulazione di nuovi accordi regionali sempre in ambito commerciale. Nell'anno trascorso ho affrontato spesso questi sviluppi importanti con i clienti e altri stakeholder. A tale scopo ho potuto beneficiare non solo della mia esperienza personale, ma anche della House View di Credit Suisse.

La House View svolge un ruolo fondamentale nel plasmare la nostra consulenza ai clienti e le nostre modalità d'investimento per loro conto. I principali esperti in strategie d'investimento di Credit Suisse analizzano le tendenze politiche ed economiche mondiali e sintetizzano una vasta gamma di analisi e informazioni, provenienti da tutta la banca, in un'unica visuale coerente. In poche parole, la House View costituisce una parte essenziale della fiducia che ci conquistiamo e dei risultati che conseguiamo.

Un altro valore cardine di Credit Suisse è l'innovazione. La nostra House View comprende anche i cinque Supertrend «Malcontento sociale – Mondo multipolare», «Infrastrutture – Colmare il gap», «Tecnologia al servizio dell'uomo», «Silver economy», e «I valori dei Millennial». Questi Supertrend offrono temi interessanti per gli investitori a lungo termine (per maggiori dettagli vi rimando alle pagine 34-37). Desidero infine sottolineare gli investimenti sostenibili di quest'anno che figurano in uno dei nostri Supertrend, perché questo è attualmente un settore sempre più importante per i nostri clienti e anche per il mondo. Noi di Credit Suisse ci impegniamo a rendere sostenibili i nostri investimenti collettivi, perché per noi sostenibile è anche sinonimo di intelligente.

Vi auguro un prospero 2019.

Tidjane Thiam

Indice

04 Lettera del CEO
08 Editoriale
10 Retrospettiva 2018
12 I temi chiave del 2019
58 Calendario 2019

14

Economia globale

16 La crescita tiene anche con meno stimoli
20 Fattori che sostengono il ciclo economico globale (Spotlight)
22 La Fed stringe e gli altri la imitano
25 Forse è prematuro decretare la fine della globalizzazione (Spotlight)
26 Uno stress test per l'economia mondiale
32 Focus sulle regioni

34

Speciale

34 Supertrend
35 Investimenti sostenibili intelligenti
36 Impact investing

38

Mercati finanziari

40 Posizionamento per la crescita di fine ciclo
45 Inversione nella curva dei rendimenti USA: dobbiamo preoccuparci? (Spotlight)
46 L'opinione sui settori
50 La situazione delle monete
53 I deficit gemelli – croce o delizia per l'USD? (Spotlight)
54 Temi d'investimento per il 2019

Un ciclo prolungato

Michael Strobaek Global Chief Investment Officer
Nannette Hechler-Fayd'herbe Global Head of Investment Strategy & Research

Quasi tutti gli anni hanno un tema dominante che caratterizza i mercati finanziari. Il 2017 è trascorso all'insegna della «Goldilocks economy» – l'economia del quanto basta – e del ritorno della politica come un elemento motore del mercato. Poi il 2018 si è rivelato l'anno dei conflitti commerciali e dei timori per i tassi d'interesse. Quando inizierà il 2019, crediamo che bisognerà concentrarsi sui fattori in grado di prolungare il ciclo economico.

Il nostro Investment Outlook 2019 offre uno strumento di orientamento per i mesi che ci attendono. Per le azioni, forniremo una panoramica di tutti i settori tra cui probabilmente la tecnologia emergerà come centro di interesse degli investitori. Per le obbligazioni, esamineremo il fenomeno relativamente raro di un'inversione nella curva dei rendimenti USA (con tassi d'interesse a breve termine che superano quelli a lungo termine). Vedremo come instaurare una strategia FX di successo che comprenda monete carry, di valore e rifugio.

Dal punto di vista macroeconomico, esistono più fattori che possono prolungare il ciclo economico e intervenire contro l'imminente rallentamento globale. L'aumento della produttività e un'inflazione contenuta avranno un impatto determinante sulle politiche monetarie delle banche centrali e in ultima analisi sui mercati finanziari.

Nell'ultima ma non meno importante sezione, vi proponiamo un approfondimento speciale sui nostri temi d'investimento innovativo: i Supertrend a lungo termine. Nell'ambito del nostro impegno per investimenti sostenibili e d'impatto vi presentiamo il mercato dell'istruzione: un settore in rapida espansione, dove gli investitori cercano di abbinare i rendimenti finanziari con l'impatto sociale e ambientale.

Vi auguriamo un 2019 ricco di successi.

> Bisognerà concentrarsi sui fattori in grado di prolungare il ciclo economico.

2018: un anno di svolta per il commercio

- sviluppo politico e sicurezza globale
- elezioni (presidenziali e parlamentari)
- industria e società
- sistema bancario e monetario
- energia (petrolio)

09 gennaio
Il Giappone valuta una stretta
La Banca del Giappone riduce i suoi acquisti di obbligazioni a lunghissima scadenza; l'ipotesi di un'ulteriore stretta monetaria determina il rialzo dei rendimenti obbligazionari.

22 gennaio
Iniziano i conflitti commerciali
Gli USA ufficializzano i dazi sull'importazione di lavatrici e pannelli solari: un provvedimento criticato da Cina e Corea del Sud.

16 marzo
Rapida vendita di titoli tecnologici
I titoli Nasdaq perdono l'11% nel mese di marzo dopo lo scandalo sulla privacy dei dati che vede coinvolte società dei social media.

27 aprile
Pace in Corea
I leader di Corea del Nord e del Sud concordano di negoziare un trattato di pace, ponendo fine a decenni di conflitto.

13 giugno
La Fed aumenta i tassi
La Fed statunitense aumenta il tasso d'interesse benchmark a breve termine di un quarto di punto percentuale.

30 agosto
Impennata dei tassi in Argentina
Il peso scende e la Banca centrale dell'Argentina incrementa i tassi d'interesse fino a un nuovo picco del 60%.

13 settembre
Rialzo dei tassi turchi
La Banca centrale della Turchia aumenta il tasso guida al 24% dando un po' di sollievo al TRY.

30 settembre
Nuovo accordo di scambio
Un mese dopo la firma di un accordo con il Messico, gli Stati Uniti e il Canada annunciano un nuovo accordo commerciale che sostituirà il NAFTA.

30 novembre
Summit del G20 a Buenos Aires
I leader del G20 si riuniranno in Argentina per il summit annuale di due giorni.

02 febbraio
La Fed rivede le previsioni
Le ampie e rapide vendite sui mercati azionari, così come i forti dati sull'occupazione negli USA spingono la Fed a rivedere le previsioni di aumento dei tassi.

22 marzo
Le tensioni commerciali continuano
Il presidente statunitense Trump decide di applicare dazi su 50 miliardi di USD di importazioni cinesi. Il giorno dopo la Cina impone dazi su 3 miliardi di USD di prodotti statunitensi come ritorsione per i dazi sull'acciaio annunciati settimane prima dagli USA.

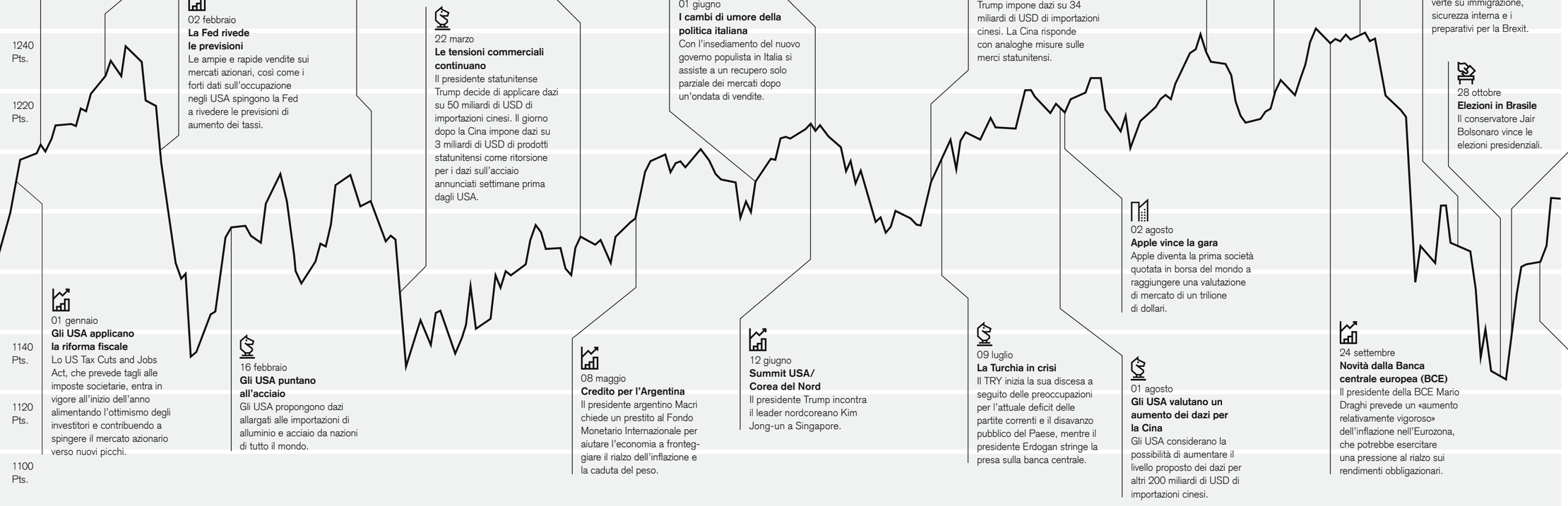
01 giugno
I cambi di umore della politica italiana
Con l'insediamento del nuovo governo populista in Italia si assiste a un recupero solo parziale dei mercati dopo un'ondata di vendite.

06 luglio
Il diverbio commerciale si aggrava
Il presidente statunitense Trump impone dazi su 34 miliardi di USD di importazioni cinesi. La Cina risponde con analoghe misure sulle merci statunitensi.

17/18 ottobre
Summit del Consiglio UE
Il vertice trimestrale dell'UE verte su immigrazione, sicurezza interna e i preparativi per la Brexit.

30 ottobre
Svolta nella politica tedesca
Il Cancelliere Angela Merkel annuncia il suo graduale ritiro dalla scena politica.

28 ottobre
Elezioni in Brasile
Il conservatore Jair Bolsonaro vince le elezioni presidenziali.



01 gennaio
Gli USA applicano la riforma fiscale
Lo US Tax Cuts and Jobs Act, che prevede tagli alle imposte societarie, entra in vigore all'inizio dell'anno alimentando l'ottimismo degli investitori e contribuendo a spingere il mercato azionario verso nuovi picchi.

16 febbraio
Gli USA puntano all'acciaio
Gli USA propongono dazi allargati alle importazioni di alluminio e acciaio da nazioni di tutto il mondo.

08 maggio
Credito per l'Argentina
Il presidente argentino Macri chiede un prestito al Fondo Monetario Internazionale per aiutare l'economia a fronteggiare il rialzo dell'inflazione e la caduta del peso.

12 giugno
Summit USA/ Corea del Nord
Il presidente Trump incontra il leader nordcoreano Kim Jong-un a Singapore.

09 luglio
La Turchia in crisi
Il TRY inizia la sua discesa a seguito delle preoccupazioni per l'attuale deficit delle partite correnti e il disavanzo pubblico del Paese, mentre il presidente Erdogan stringe la presa sulla banca centrale.

01 agosto
Gli USA valutano un aumento dei dazi per la Cina
Gli USA considerano la possibilità di aumentare il livello proposto dei dazi per altri 200 miliardi di USD di importazioni cinesi.

02 agosto
Apple vince la gara
Apple diventa la prima società quotata in borsa del mondo a raggiungere una valutazione di mercato di un trilione di dollari.

24 settembre
Novità dalla Banca centrale europea (BCE)
Il presidente della BCE Mario Draghi prevede un «aumento relativamente vigoroso» dell'inflazione nell'Eurozona, che potrebbe esercitare una pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari.

06 novembre
Elezioni di metà mandato negli USA
I Democratici hanno riconquistato la maggioranza dei seggi alla Camera dei Rappresentanti, mentre i Repubblicani mantengono il controllo del Senato.

06 dicembre
175° riunione dell'OPEC
L'OPEC discuterà la strategia di produzione e la cooperazione a lungo termine con la Russia.

Gennaio | Febbraio | Marzo | Aprile | Maggio | Giugno | Luglio | Agosto | Settembre | Ottobre | Novembre | Dicembre

Fattori che potrebbero estendere il ciclo

Passiamo in rassegna i sei fattori chiave del mercato e i rischi per il 2019: dalla tecnologia e dalla stabilità dell'USD fino al riequilibrio dei mercati emergenti.

> “La stabilità della moneta statunitense costituisce quindi il migliore scenario possibile.

Mantenere l'inflazione sotto controllo
La crescita delle economie avanzate sembra caratterizzata da un dinamismo sufficiente ad assicurare un prolungamento del ciclo per tutto il 2019 e oltre. Il dilemma più importante per i mercati è se l'inflazione si manterrà clemente com'è avvenuto finora. Se la curva aumenta molto più di quanto prevedano i mercati (e anche noi), la Federal Reserve (Fed) ne sarà considerata l'artefice. I rendimenti obbligazionari continuerebbero a salire in modo significativo, mentre le azioni e altri attivi di rischio subirebbero un sostanziale declino. Salvo improbabili impennate della produzione, l'aumento dei salari sarà quindi il fattore chiave dell'inflazione.

Stabilità del dollaro
I movimenti dell'USD tendono a destabilizzare l'economia mondiale e i mercati finanziari. Come abbiamo visto nella prima metà del 2018, la forza dell'USD può mettere in seria difficoltà le economie che necessitano di finanziamenti in dollari a condizioni vantaggiose. Una debolezza rilevante dell'USD pone invece sotto pressione campioni delle esportazioni come Germania e Giappone. In più, evoca lo spettro dell'inflazione proprio mentre i prezzi delle materie prime tendono a un netto rialzo in risposta a un USD debole. La stabilità della moneta statunitense costituisce quindi il migliore scenario possibile. Con la Fed a buon punto nella sua politica restrittiva, mentre la Banca centrale europea e la Banca del Giappone stanno gradualmente recuperando, esistono buone possibilità che l'USD si mantenga stabile.

Cina resiliente
La politica commerciale statunitense sta creando notevoli difficoltà alla Cina. In più, dopo aver di recente rinegoziato gli accordi di scambio con Messico, Canada e Corea del Sud e nel tentativo di ridimensionare le tensioni commerciali con l'Europa, gli USA potrebbero a nostro giudizio irrigidirsi ulteriormente nei confronti della Cina. La pazienza cinese potrebbe essere sottoposta ad altre prove. Se le autorità cinesi procederanno con cautela, com'è già avvenuto nel 2018, i rischi di instabilità dovrebbero mantenersi limitati e la fase espansiva sarà protratta. La politica valutaria, l'allentamento creditizio o la politica estera avrebbero un effetto destabilizzante se improntati all'aggressività.

Più calma sul fronte politico in Europa
La crescita nell'Eurozona dovrebbe rimanere superiore al livello potenziale nel 2019, grazie in parte a condizioni di politica monetaria ancora accomodanti. Ci aspettiamo che le tensioni politiche si calmino in certa misura. L'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (UE), prevista per il 29 marzo 2019, non dovrebbe avere ripercussioni negative significative per le due parti se gestita adeguatamente. In Germania, il riallineamento politico in atto non dovrebbe causare instabilità in quanto l'influenza dei partiti estremisti rimane limitata. Al contempo, crediamo che l'Italia e l'UE finiranno per trovare un compromesso sul disavanzo pubblico del paese, riaffermando al tempo stesso l'appartenenza dell'Italia all'area euro.

Mercati emergenti verso il riequilibrio
I mercati emergenti (ME) sono entrati nella crisi finanziaria con bilanci tutto sommato sani. Dopo il 2008 i ME, e in particolare le loro società, sono stati indotti dai vantaggiosi finanziamenti in USD a fare sempre più ricorso a prestiti in moneta estera. Nel 2018, per effetto della politica più restrittiva della Fed, i costi della liquidità in USD sono aumentati con conseguenti tensioni e gravi battute d'arresto per alcune monete dei ME. Alla fine del 2018 sono comparsi segnali di un riequilibrio in corso a livello interno ed esterno, anche grazie al sostegno del Fondo Monetario Internazionale. Se ciò proseguirà nel 2019, i ME potranno riprendersi con benefici per gli investitori globali.

Tecnologia e innovazioni sanitarie spingono le azioni
Nel decennio trascorso i titoli tecnologici hanno dominato i mercati azionari mondiali. Da marzo 2009 il settore IT dell'indice MSCI World ha sovraperformato il mercato generale del 200% circa. Social media, acquisti online e dispositivi portatili sempre più elaborati hanno conquistato il mondo. Per gli investitori è importante capire se la crescita si manterrà tanto sostenuta in questo settore, dove sono comparsi nuovi protagonisti come la realtà virtuale e l'intelligenza artificiale. La sanità è un altro settore chiave probabilmente destinato a influenzare l'andamento dei mercati azionari: la terapia genica e altri trattamenti innovativi sono tenuti sotto osservazione dagli investitori.

Economia globale

In breve

Crescita differenziata
L'effetto degli stimoli fiscali negli USA probabilmente scemerà nel corso del 2019, ma la crescita dovrebbe restare sopra la media grazie all'aumento significativo delle spese per investimenti, dell'occupazione e dei salari. In Cina la crescita potrebbe rallentare per assestarsi attorno al 6%. I dazi USA insieme alla flessione degli investimenti manifatturieri e dei consumi freneranno probabilmente la crescita. In Europa e Giappone la politica monetaria ancora espansiva potrebbe contribuire a mantenere una dinamica di crescita moderata. Le prospettive sono invece meno ottimali in alcuni mercati emergenti impegnati a tenere sotto controllo l'inflazione e la moneta.

Inflazione in ripresa
Nonostante l'aumento della spesa per investimenti, nelle economie avanzate è probabile che si raggiungeranno i limiti della capacità produttiva. A fronte di una riduzione della disoccupazione e della carenza di manodopera, bisogna aspettarsi un ulteriore aumento degli stipendi. Nonostante una ripresa moderata della produttività, bisogna aspettarsi un graduale aumento dell'inflazione e di riflesso anche dei prezzi per le materie prime. La risposta delle banche centrali varierà in funzione delle specifiche condizioni interne ed esterne.

Mercati emergenti da tenere sott'occhio
Ci attende una nuova ondata d'instabilità economica e finanziaria? In numerose economie avanzate, USA inclusi, un'espansione insostenibile del debito pubblico rappresenta il rischio maggiore a lungo termine. Escludendo l'instabilità in Italia, una nuova crisi sembra improbabile perché i bilanci delle famiglie e delle banche sono migliorati dal 2008, mentre i conti delle aziende sono peggiorati solo in misura modesta. L'alto indebitamento in Cina potrebbe rallentare la crescita piuttosto che innescare una vera crisi. Tensioni potrebbero manifestarsi invece sui mercati emergenti finanziariamente più fragili.

La crescita tiene anche con meno stimoli

L'effetto degli stimoli fiscali negli USA potrebbe scemare, ma il «denaro facile», investimenti massicci e un aumento costante di occupazione e stipendi dovrebbero prolungare il ciclo nelle economie avanzate. La crescita in Cina è destinata a rallentare mentre il governo privilegia la stabilità agli stimoli.

> La politica monetaria USA non è ancora molto restrittiva.

All'espansione globale sincrona del 2017 è seguita una crescita disomogenea nel 2018. Dopo una fase debole a inizio anno, l'economia USA ha cominciato a crescere soprattutto grazie agli sgravi fiscali concessi dall'amministrazione Trump. In Cina la crescita del PIL è stata superiore alle aspettative nonostante le misure di contenimento del credito attuate dal governo. Adottando una politica più restrittiva nella primavera 2018, la Federal Reserve (Fed) americana ha messo in difficoltà diversi mercati emergenti (ME), primi fra tutti l'Argentina e la Turchia. Per proteggere la propria moneta da un deprezzamento, alcune banche centrali dei ME hanno adottato una politica restrittiva che ha indebolito lo slancio della crescita. L'indebolimento della domanda estera dei ME è probabilmente uno dei motivi per cui la crescita nell'Eurozona è rallentata nei primi mesi del 2018.

Stimoli fiscali ridotti

Il nostro scenario di base per il 2019 mostra un rallentamento modesto nella crescita del PIL mondiale rispetto al 2018, dovuto al venire meno degli stimoli negli USA e alle politiche monetarie restrittive nei ME, Cina esclusa (v. previsione a pag. 31). Sebbene alcune misure della riforma fiscale negli USA dovrebbero perdurare a sostegno della liquidità di famiglie e imprese, l'impatto degli incentivi fiscali USA è destinato a scemare. Nelle altre economie avanzate ipotizziamo che la politica fiscale rimarrà sostanzialmente neutra, fatti salvi stimoli minori in Giappone e forse nell'Eurozona. Diversi governi nei ME potrebbero essere invece costretti ad adottare politiche fiscali più austere.

Nelle economie avanzate la politica monetaria è piuttosto espansiva rispetto sia agli anni prima che quelli dopo la crisi finanziaria e dovrebbe rimanere accomodante nel 2019 anche dopo una normalizzazione con una serie di rialzi dei tassi. La politica monetaria USA non è ancora molto restrittiva (v. grafico a pag. 18). Tuttavia nel 2019 dovrebbe cominciare a smorzare la crescita statunitense, anche se paradossalmente a risentire dei suoi effetti potrebbero essere prima di tutto i ME, dove la liquidità in USD riveste spesso un ruolo cruciale.

Le imprese continueranno a spendere

Scongiurando un'escalation delle dispute commerciali internazionali o altri fattori di incertezza, stimiamo che le spese d'investimento aumenteranno anche nel 2019. La necessità di modificare le filiere produttive a causa dei dazi potrebbe stimolare in parte la spesa per gli investimenti. Gli investimenti delle aziende sono cruciali per l'estensione del ciclo, visto che gli incentivi pubblici si stanno riducendo.

A fine 2018 l'ottimismo delle imprese si è mantenuto alto, soprattutto negli USA, alimentato da un utilizzo intenso della capacità produttiva e da condizioni creditizie favorevoli. Si suppone che molte imprese conquisteranno nuove fette di mercato nel 2019, sia grazie alle spese d'investimento che tramite fusioni e acquisizioni. Le imprese growth evidenziano in genere un bilancio solido e un'elevata liquidità. Un sostegno giungerà anche dai prezzi elevati dell'energia e dalle spese d'investimento ancora importanti nell'ambito dell'approvvigionamento energetico.

> “ La spesa al consumo si dovrebbe mantenere elevata nelle economie avanzate.

A un esame più attento appare infondata l'ipotesi secondo cui le società che effettuano riacquisti azionari hanno minori disponibilità per gli investimenti, almeno non negli Stati Uniti. Uno studio bottom-up condotto dagli analisti di Credit Suisse sulle imprese dell'indice S&P 500 ha anzi dimostrato l'esistenza di una correlazione positiva tra queste due attività che sono entrambe segno di una solidità di bilancio. In un contesto di aumento dell'occupazione e dei salari, la spesa al consumo si dovrebbe mantenere elevata nelle economie avanzate.

Cina in tenuta

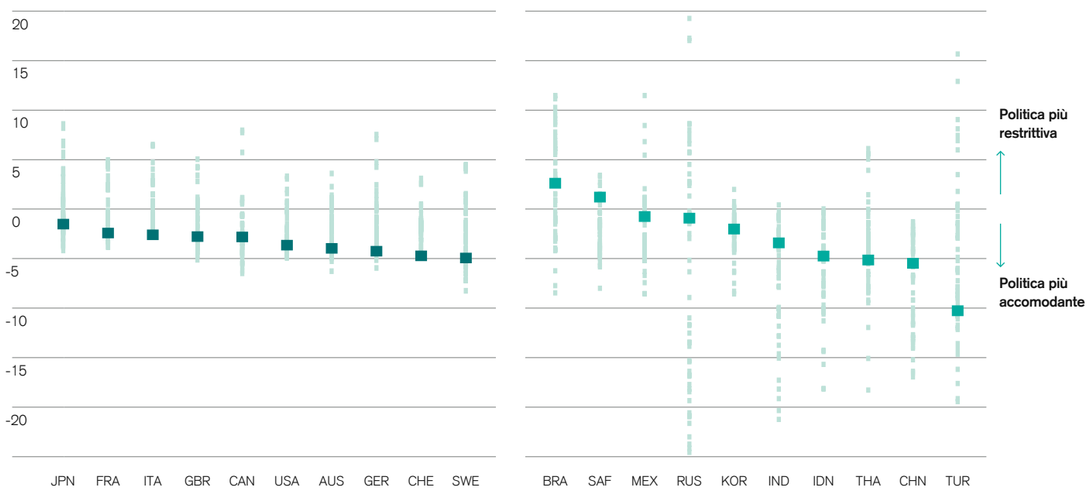
Il surplus delle partite correnti e l'inflazione bassa in Cina garantiscono al governo un margine di manovra maggiore rispetto ad altri ME. Ma il forte indebitamento delle imprese statali e delle autorità locali dovrebbe far desistere il governo di Pechino da una politica aggressiva di stimolo creditizio. C'è da aspettarsi che si limiterà al «minimo necessario» per impedire che i dazi USA frenino troppo la crescita, mentre è improbabile che opti per una forte svalutazione del RMB. Nel frattempo i consumi privati non riusciranno a sostenere adeguatamente la crescita a causa dei mutui e del pagamento degli interessi (pari secondo le nostre stime a quasi il 30% del reddito famigliare) che hanno seguito a ruota l'aumento dei prezzi per gli immobili. Sebbene i tassi di crescita della Cina rimangano nettamente superiori alla media globale, il suo contributo alla crescita mondiale sarà stabile o perfino inferiore rispetto alla ripresa del 2017 (v. grafico sottostante).

Le nostre prospettive di crescita per i ME sono più caute, sebbene occorra distinguere tra paese e paese. I paesi penalizzati da saldi negativi con l'estero continueranno a risentire nel 2019 delle difficoltà subentrate nel 2018 e dovranno concentrarsi sulla stabilizzazione della loro moneta. Le incertezze politiche acuiranno il rischio di ribassi in alcuni paesi. In paesi come la Russia invece l'aumento delle entrate dall'esportazione di materie prime dovrebbe compensare la minore disponibilità di dollari USA.

Rischio di rialzi e ribassi

Ovviamente il nostro scenario di base potrebbe essere ritoccato al rialzo come pure al ribasso. Per quanto concerne il rischio di una crescita inferiore alle previsioni, questa potrebbe interessare l'Europa a causa delle criticità di singoli paesi come la situazione fiscale in Italia. Un rallentamento più brusco del previsto nella crescita cinese si ripercuoterebbe sia sulle altre economie asiatiche che sull'Europa. Momenti di debolezza dei mercati finanziari (come nel caso di un aumento inatteso dell'inflazione e il timore di un inasprimento repentino della politica monetaria negli USA) potrebbero minare la fiducia. Nel complesso, la risoluzione delle dispute commerciali favorirebbe la fiducia delle imprese, gli investimenti e la crescita. Imprimerebbe anche nuovi impulsi capaci di prolungare la fase espansiva.

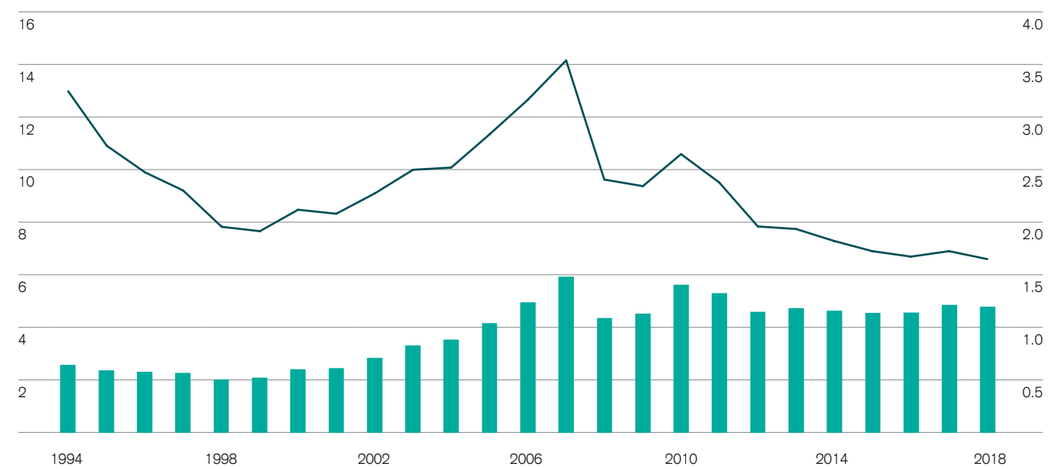
Politica monetaria ancora accomodante nelle economie avanzate
Tassi delle banche centrali al netto della crescita nominale del PIL (in punti* %)



*Ogni punto indica un valore trimestrale dal Q1 2005 al Q2 2018
Ultimo aggiornamento dei dati Q2 2018
Fonte Federal Reserve Bank of St. Louis, Thomson Reuters Datastream, Credit Suisse

Q2 2018 economie avanzate
Q2 2018 economie emergenti

A rischio il contributo della Cina alla crescita
Crescita reale del PIL in Cina (in %) e suo contributo alla crescita del PIL mondiale (in punti %, utilizzando dati basati sulla parità del potere di acquisto)



Ultimo aggiornamento dei dati 2017
2018 stima Credit Suisse
Fonte Banca mondiale, Credit Suisse

Crescita reale del PIL in Cina
Contributo della Cina alla crescita del PIL mondiale (scala di destra)

Spotlight

Fattori che sostengono il ciclo economico globale

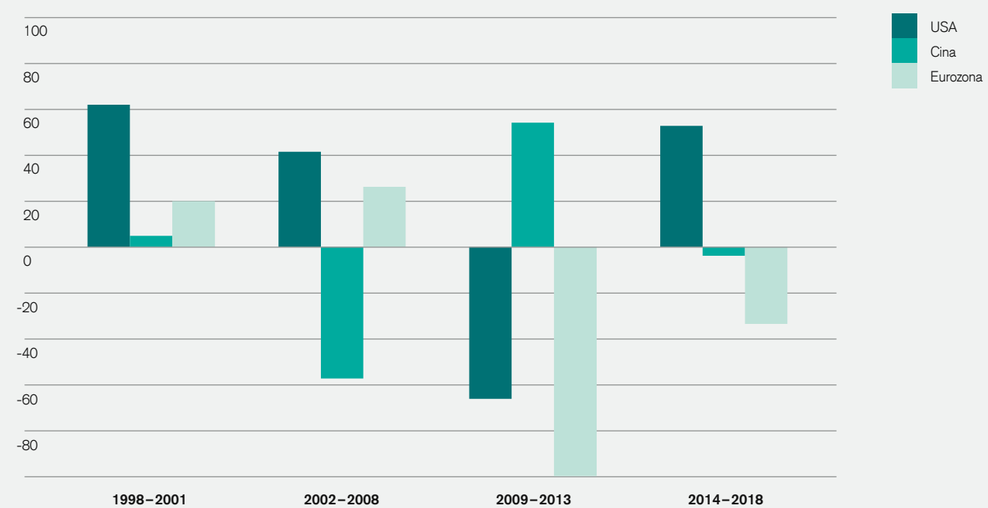
I trend di crescita nel lungo periodo e le fluttuazioni del ciclo economico influenzano i mercati finanziari. Il presente Investment Outlook si concentra principalmente su queste ultime.

I cicli determinati da «shock»
I cicli economici sono determinati dalle fluttuazioni («shock») nella domanda o nell'offerta aggregate. Uno shock tipico sul fronte dell'offerta è dato da una variazione improvvisa nel costo di materie prime indispensabili, soprattutto il petrolio. Gli shock sul fronte della domanda sono dovuti a misure monetarie o fiscali che stimolano o frenano i consumi privati. Anche la presenza di scorte industriali in eccesso o in difetto determina fluttuazioni, nella misura in cui queste influiscono sulla produzione industriale (PI). Secondo gli economisti la PI mondiale subisce un calo ogni 3–4 anni, come si può osservare da serie storiche di dati relativi a USA e Regno Unito. Fino ai primi anni Ottanta del secolo scorso tali flessioni coincidevano con le fasi di recessione, ma ora non è più così, forse perché l'occupazione si concentra di meno nel settore secondario e la politica monetaria anticiclica è diventata più efficace. L'ultimo calo si è registrato nel 2015, quindi in base al nostro scenario di rischio il prossimo indebolimento globale della PI si dovrebbe verificare alla fine del 2019 o nel 2020.

Gli USA alla guida
L'economia USA è relativamente chiusa in termini di scambi internazionali, ma rimane un elemento chiave del ciclo economico mondiale. Il motivo può essere che il governo USA si concentra di più sulla stabilità dell'occupazione e sui consumi interni rispetto ad altri paesi e che queste decisioni hanno un impatto maggiore sull'economia globale. A parte il periodo successivo alla crisi finanziaria, gli USA hanno sempre esercitato un influsso positivo sull'economia globale (v. grafico a pag. 21). L'impatto dell'Eurozona è stato molto minore a confronto, salvo durante il boom prima del 2008. Da allora, la regione ha sempre rappresentato un grave freno al ciclo economico globale. La Cina ha fornito impulsi ciclici negli anni successivi al 2008. Per il futuro c'è il rischio che se dovesse venire meno l'effetto positivo della domanda USA, non ci sarebbe nessun altro ad assumere la guida.

> “ C'è il rischio che se dovesse venire meno l'effetto positivo della domanda USA, non ci sarebbe nessun altro ad assumere la guida.

Gli USA sono stati il paese che più ha trainato la domanda globale aggregata
Variazioni nei saldi delle partite correnti in mld di USD (medie annuali per altri periodi)

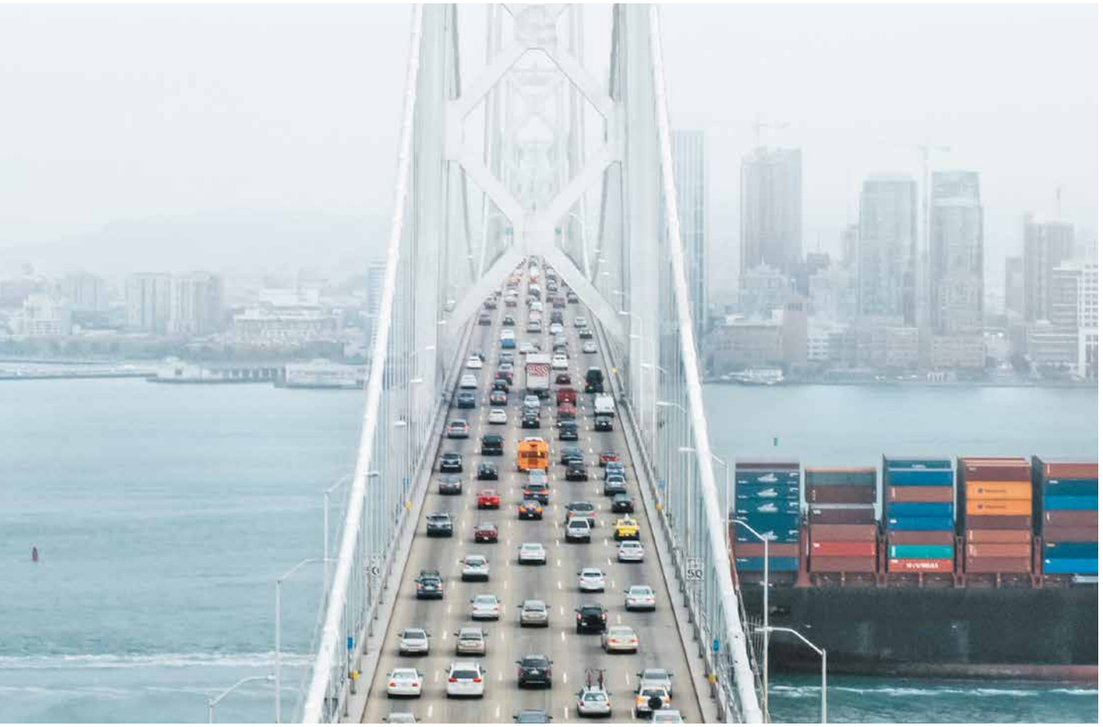


Ultimo aggiornamento dei dati 2017
2018 stima Fondo Monetario Internazionale
Fonte Fondo Monetario Internazionale, Credit Suisse

Nota Il calcolo del reddito nazionale mostra come il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti di un paese equivale alla somma delle variazioni nella spesa di famiglie, imprese e amministrazione pubblica. A un aumento della spesa (minore risparmio) corrisponde un maggiore disavanzo delle partite correnti e viceversa. Il grafico mostra la variazione delle partite correnti (dove i valori positivi indicano un peggioramento del saldo delle partite correnti) può fornire quindi un'indicazione di massima della forza della domanda di un paese rispetto al resto del mondo.

La Fed stringe e gli altri la imitano

Il nostro scenario di riferimento prospetta un aumento graduale dell'inflazione nelle economie avanzate e un'inflazione stabile nei mercati emergenti ma con differenze importanti. A livello mondiale ipotizziamo un inasprimento costante ma moderato della politica monetaria.

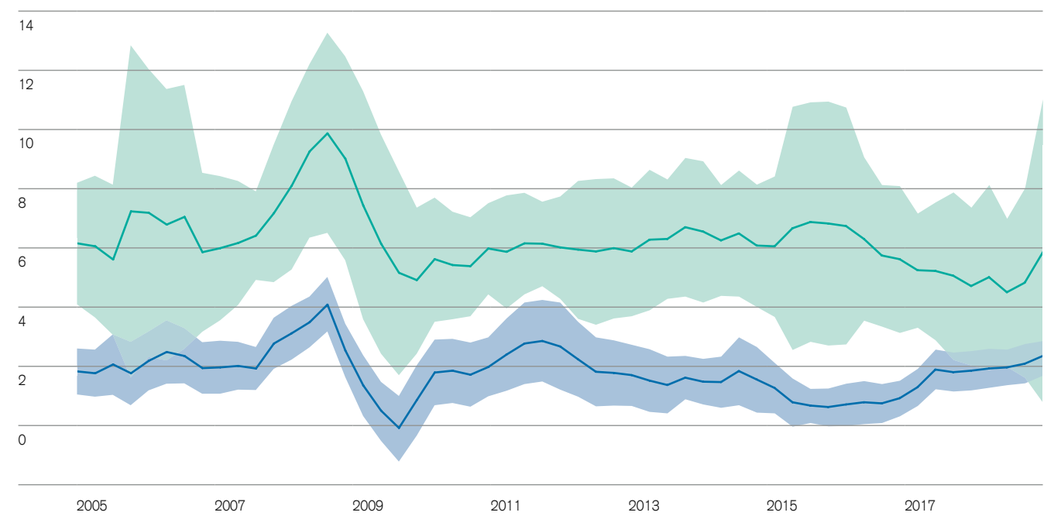


L'andamento dell'inflazione nelle principali economie, soprattutto negli USA e nell'Eurozona, sarà un fattore chiave per i mercati finanziari nel 2019. Aumenti inattesi dell'inflazione rappresentano un rischio superiore per i mercati obbligazionari e azionari di qualche breve battuta d'arresto nella crescita. Ne abbiamo avuto conferma nel gennaio 2018, quando un lieve aumento inaspettato dell'inflazione salariale negli USA ha innescato la più forte correzione azionaria dell'anno.

Aumenti salariali in vista
Secondo il nostro scenario di base per il 2019, l'inflazione core registrerà un lieve aumento negli USA, nell'Eurozona e in altre economie sviluppate quando ci si avvicinerà ai limiti della capacità produttiva. Alla fine del 2019 la disoccupazione negli USA e in Europa potrebbe sfiorare il minimo degli ultimi 20 anni. La manodopera scarseggia in Germania, Gran Bretagna, Svizzera, Canada e Australia. Perfino gli stipendi giapponesi sono in aumento dopo quasi vent'anni di ribassi. Eppure in termini assoluti gli aumenti salariali sono ben al di sotto dei valori massimi pre-crisi, anche negli USA. Salvo shock economici imprevisti, crediamo che la manodopera continuerà a scarseggiare e favorirà quindi un ulteriore aumento delle retribuzioni. Alcuni studi accademici spiegano la dinamica modesta dei salari dopo la crisi finanziaria con l'aumento del potere di acquisto delle grandi imprese, soprattutto nel settore terziario. Tuttavia adesso la scarsità di forza lavoro sembra interessare anche ampie fasce di questo settore e in base a dati aziendali si può supporre che le retribuzioni aumenteranno.

Attenzione al «jolly» dell'inflazione
L'inflazione salariale non si traduce immediatamente in un'inflazione dei prezzi. L'inflazione complessiva risente soprattutto di altre voci di spesa, come gli interessi e il costo dei fattori produttivi (come le materie prime e soprattutto il greggio). Le impennate nel prezzo del petrolio nel 2007, nel 2008 e nel 2011 sono coincise con l'aumento dell'inflazione complessiva in quel periodo. Se le nostre previsioni di crescita globale sono confermate, il prezzo del petrolio e di altri beni ciclici aumenterà nel 2019 e altrettanto faranno gli oneri per interessi. Grazie all'aumento della domanda finale non dovrebbe aumentare la quota di costi finanziata tramite gli utili, a differenza di quanto accade quando la domanda è debole. È nostra opinione che saranno introdotte ulteriori misure per la produttività del lavoro negli USA e nei mercati sviluppati che non serviranno però a contenere l'inflazione. In sintesi giudichiamo probabile un ulteriore aumento dell'inflazione (v. previsione a pag. 31) adesso che l'inflazione media nelle economie avanzate ha quasi raggiunto i livelli di metà ciclo precedenti (2004/05).

L'inflazione nei paesi avanzati è tornata ai livelli pre-crisi
Inflazione dei prezzi al consumo delle dieci principali economie avanzate* e otto principali economie emergenti** (dati mensili %); la linea indica la media, l'area colorata mostra la deviazione standard di +/- uno



Ultimo aggiornamento dei dati Q3 2018
Fonte Thomson Reuters Datastream, Credit Suisse

* Economie avanzate:
Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Svezia, Svizzera, UK, USA
** Economie emergenti:
Brasile, Cina, India, Indonesia, Messico, Russia, Sudafrica, Turchia

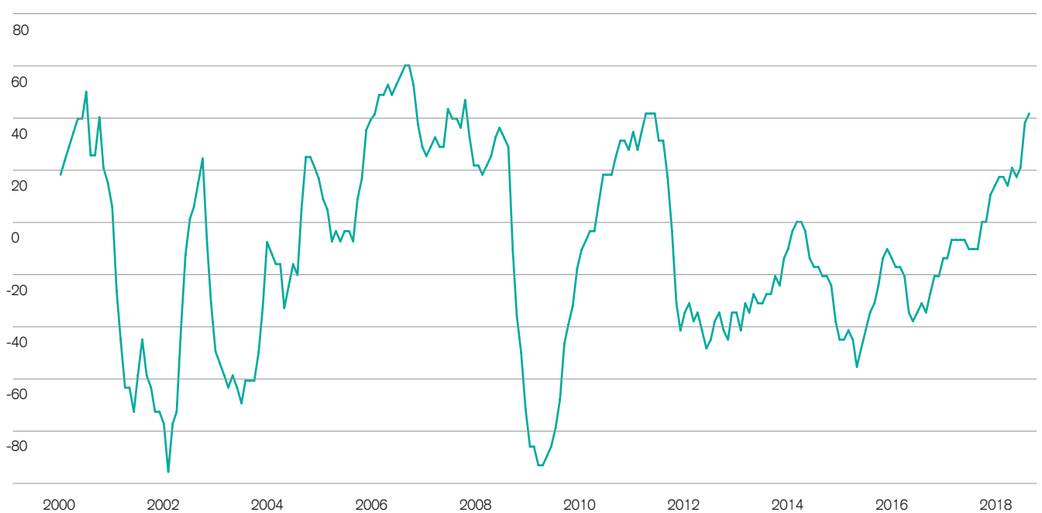
— Economie avanzate
— Economie emergenti

Un'inflazione diversa nei mercati emergenti
Nei mercati emergenti (ME) l'inflazione potrebbe evolvere diversamente rispetto alle economie avanzate. Dal 2011 l'inflazione nei ME si è discostata da quella dei paesi sviluppati in quanto i ME hanno mantenuto una crescita forte, mentre le economie avanzate si sono indebolite a causa della crisi nell'Eurozona. L'inflazione nei ME è diminuita con il calo nel prezzo del petrolio e l'indebolimento della crescita in Cina. Il futuro potrebbe riservare un aumento dell'inflazione complessiva nei ME dopo l'aumento dei prezzi per l'energia e il deprezzamento delle monete dei ME nel 2018. Tuttavia siamo convinti che le autorità monetarie dei paesi ME si sforzeranno di stabilizzare la moneta locale e quindi l'inflazione nel corso del 2019.

Atteso un aumento dei tassi
Lo scenario di base di una crescita economica costante e un moderato aumento dell'inflazione suggerisce che la politica monetaria diventerà più restrittiva nei paesi avanzati e in alcuni ME nel 2019. Alla data di redazione, il mercato a termine suggerisce che il tasso sui federal funds si attesterà appena al di sotto del 3% alla fine del 2019. Si dovrebbero verificare quindi uno o due ulteriori rialzi dei tassi nel 2019 in aggiunta a quello del dicembre 2018 per portare il tasso reale sui federal funds a circa 1%, perlopiù in linea con quanto avevamo prospettato. Nella riunione di settembre 2018, il Federal Open Market Committee non ha più definito la propria politica «accomodante». Il nuovo presidente della Fed Jerome Powell non ha voluto fornire dati precisi sui tassi di interesse «neutri» che secondo le stime di consenso dovrebbe attestarsi attorno al 3%. Molti operatori del mercato si aspettano dalla Fed una politica quasi restrittiva entro la fine del 2019. La Banca Centrale Europea (BCE) invece interromperà gli acquisti di titoli alla fine del 2018 e difficilmente alzerà i tassi prima del secondo semestre 2019, quindi manterrà una politica accomodante.

Nel 2018 le banche centrali dei ME hanno dovuto confrontarsi con la politica restrittiva della Fed e la rivalutazione del USD. Il rischio per loro è che il forte apprezzamento dell'USD prosegua in un contesto di crescita globale debole, mettendo in grave difficoltà questi governi. Anche in uno scenario più ottimistico di solida crescita globale senza rialzi sostanziali dell'USD, i tassi delle banche centrali nei ME tenderebbero ad aumentare sulla scia di quelli delle economie avanzate. A nostro giudizio i tassi delle banche centrali alla fine del 2019 saranno globalmente ben al di sotto dei picchi del ciclo precedente. Ciò è coerente con il tipo di ciclo in corso, non trainato da un boom creditizio e con un surriscaldamento diffuso dell'economia.

Politica molto più restrittiva delle banche centrali dall'inizio del 2018
Interventi delle banche centrali sui tassi di interesse: rapporto tra aumenti e tagli a livello globale nei sei mesi precedenti (variazioni percentuali nette)



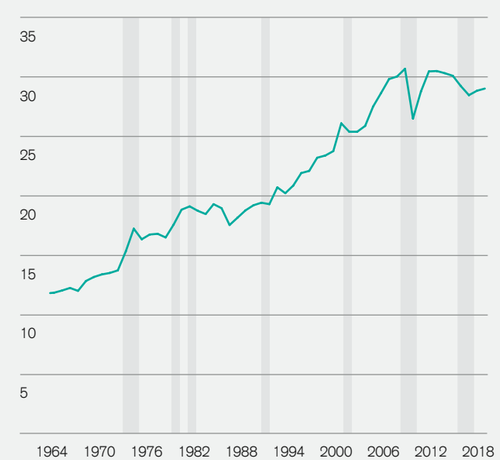
Ultimo aggiornamento dei dati ottobre 2018
Fonte Thomson Reuters Datastream, Credit Suisse

Spotlight

Forse è prematuro decretare la fine della globalizzazione

I toni forti della guerra commerciale nel 2018 hanno fatto temere un'inversione di tendenza nella globalizzazione che ha preso piede dalla fine della seconda Guerra Mondiale. Si tratta a nostro avviso di timori eccessivi, poiché la maggioranza delle imprese e dei paesi ha tutti gli interessi a mantenere i mercati più o meno aperti. Crediamo inoltre che i dazi imposti dagli USA nel 2018 siano contenuti e non avranno un impatto di ampia portata.

Rallentamento essenzialmente ciclico della penetrazione commerciale
Totale esportazioni globali in % del PIL mondiale



Ultimo aggiornamento dei dati 2017
2018 stima Credit Suisse,
stima del CPB (ufficio per l'analisi della politica economica dei Paesi Bassi)
Fonte Banca mondiale, Credit Suisse

Recessioni USA e rallentamento Cina (2015/16)

Nondimeno il nostro indicatore di massima della globalizzazione (esportazioni globali in rapporto al PIL mondiale) è rimasto invariato dalla crisi del 2008, principalmente per motivi ciclici: gli scambi smettono di crescere durante le recessioni, bloccando all'apparenza la spinta alla globalizzazione. I cali importanti nella domanda e nei prezzi delle materie prime hanno il medesimo effetto, tanto più che tali cali dei prezzi riducono la domanda di beni strumentali per l'attività estrattiva. Il commercio tende infine a rallentare quando gli USA attraversano una fase di debolezza e la loro domanda di importazioni cala; si noti che l'introduzione di dazi negli USA è coincisa in passato (con il Presidente Nixon nel 1971 e il Presidente Bush nel 2002) con fasi di crescita fiacca o debolezza del USD.

Improbabile che la globalizzazione torni a una crescita rapida
In sintonia con questa analisi, il nostro indicatore della globalizzazione ha cominciato a migliorare con la ripresa della crescita in Cina dopo il 2016 e la ripresa nel 2018 del prezzo del greggio e del USD. In ogni caso non riteniamo possibile che questo valore riprenda una rapida curva di crescita a breve. Infatti la crescita potrebbe restare lenta a lungo in Cina e negli altri mercati emergenti fortemente dipendenti dal commercio. Dopo la crisi finanziaria diversi paesi hanno inoltre introdotto delle barriere non tariffarie che potrebbero avere effetti negativi duraturi sul commercio. La fitta maglia di accordi commerciali bilaterali sembra avere modificato gli scambi piuttosto che incrementarli. Infine la globalizzazione delle supply chain potrebbe essersi temporaneamente arrestata perché in alcuni mercati emergenti dove era stata esternalizzata la produzione si è registrato un aumento maggiore dei salari. Con l'aumento delle barriere, l'incentivo a dislocare la produzione nei paesi che le impongono potrebbe rafforzare questa tendenza.

Uno stress test per l'economia mondiale

Le recessioni o le crisi finanziarie si verificano quando un'economia mostra squilibri evidenti. Rispetto al 2007, il disavanzo a livello di famiglie è decisamente inferiore negli USA ma sono aumentati gli squilibri di bilancio. Nell'Eurozona sono migliorati sia il saldo con l'estero che il saldo di bilancio. Nei mercati emergenti (ME) la situazione è variabile.

> Gli spread obbligazionari hanno già incorporato questa maggiore rischiosità delle imprese che hanno esteso di molto le scadenze dei propri prestiti.

Il nostro scenario di base per l'economia mondiale è moderatamente ottimista nonostante i rischi descritti prima. Rispetto al precedente periodo pre-recessione o pre-crisi, alcuni paesi chiave mostrano tuttavia alcuni punti deboli.

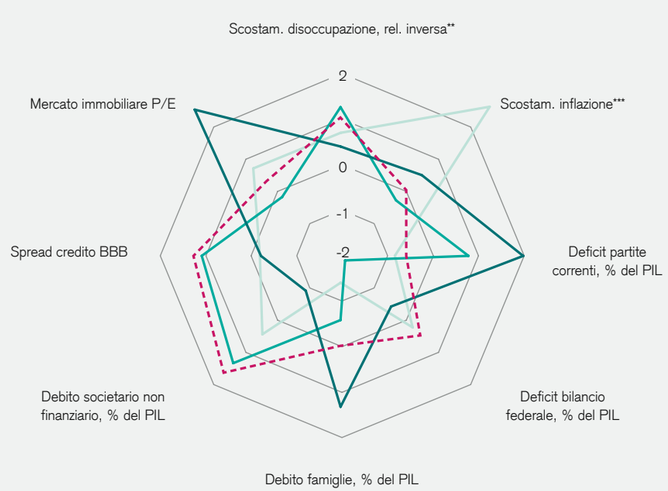
Le famiglie USA stanno meglio
Il grafico (v. pag. 28) presenta una «ragnatela» che comprende una vasta gamma di indicatori economico-finanziari degli USA utili per una valutazione differenziata del rischio. Un raffronto tra il periodo attuale e quello prima della recessione mostra quanto segue.

- Il mercato del lavoro USA evidenzia una disoccupazione lievemente inferiore rispetto al 2007. La pressione inflattiva è però più bassa e indica che non vi è la necessità di una politica monetaria realmente restrittiva. Questa differenza è importante perché le politiche troppo restrittive hanno talvolta innescato successive recessioni (come nel 1991).
- Le famiglie americane stanno molto meglio rispetto al 2007. I tassi di interesse più alti sosterranno nel tempo i pagamenti a servizio del debito e i rischi all'economia appaiono limitati. Un aiuto è dato anche dalle valutazioni più contenute per il settore immobiliare che quindi è meno passibile di scatenare ribassi.
- D'altra parte le imprese sono più indebitate; fintanto che i tassi di interesse restano bassi e la crescita tiene, le aziende non dovrebbero avere difficoltà a reperire finanziamenti. La situazione potrebbe tuttavia precipitare nel caso di un rapido rialzo dei tassi e/o rallentamento dell'economia. Gli spread obbligazionari hanno già incorporato questa maggiore rischiosità delle imprese che hanno esteso di molto le scadenze dei propri prestiti. Ne consegue che l'aumento dei tassi di interesse si ripercuoterà sugli oneri per interessi molto più lentamente rispetto ai cicli precedenti.

- Il disavanzo esterno (delle partite correnti rispetto al PIL) è senz'altro più favorevole rispetto ai precedenti periodi pre-recessione. Nondimeno si sta aggravando dal 2013 e si presume che continuerà a peggiorare.
- Gli squilibri di bilancio sono di gran lunga più accentuati rispetto alle fasi pre-recessione precedenti. Prima della recessione del 2001, il bilancio federale evidenziava un surplus superiore al 2,5% del PIL, mentre a metà del 2007 il disavanzo era appena sopra l'1% del PIL. Nonostante 10 anni di crescita, il deficit si attesta a circa il 4% del PIL ed è probabilmente destinato a crescere a causa degli sgravi fiscali del 2018.
- Il debito pubblico sta aumentando e supera il 100% del PIL (peraltro non è stato tenuto conto dei disavanzi pubblici privi di copertura).

Finanziare il debito è ragionevolmente semplice ai tassi d'interesse attuali. Tuttavia un aumento significativo dei tassi ribalterebbe la situazione, provocando un'impennata degli oneri per interessi in proporzione al PIL. In ogni caso resta molto remoto il rischio di insolvenza del governo USA che può sempre contare sulla Fed come prestatore di ultima istanza. Ma se la Fed adottasse una linea più espansiva in un'economia che funziona a pieno regime, l'inflazione potrebbe aumentare. D'altra parte gli interventi di natura fiscale, che si tratti di aumenti delle tasse o di tagli alla spesa, penalizzerebbero la crescita. Gli sprechi fiscali non ci sembrano comunque un tema caldo per i mercati finanziari nel 2019.

Punti deboli degli USA: meglio oggi rispetto al 2007
Indicatori selezionati di vulnerabilità economica e finanziaria alla vigilia di recessioni in passato e oggi (punti z*)



* Il punteggio z (o standard) è una misura standardizzata che consente di raffrontare gli indicatori. Misura la deviazione di un indicatore in un dato momento dalla sua media di lungo periodo.
** Lo scostamento della disoccupazione indica la differenza tra il tasso di disoccupazione attuale e la sua media di lungo periodo.
*** Lo scostamento dell'inflazione indica la differenza tra il tasso inflattivo attuale e l'obiettivo di inflazione al 2% della Federal Reserve USA.

Ultimo aggiornamento dei dati
Q2 2018
Fonte Haver Analytics, Bloomberg, Credit Suisse

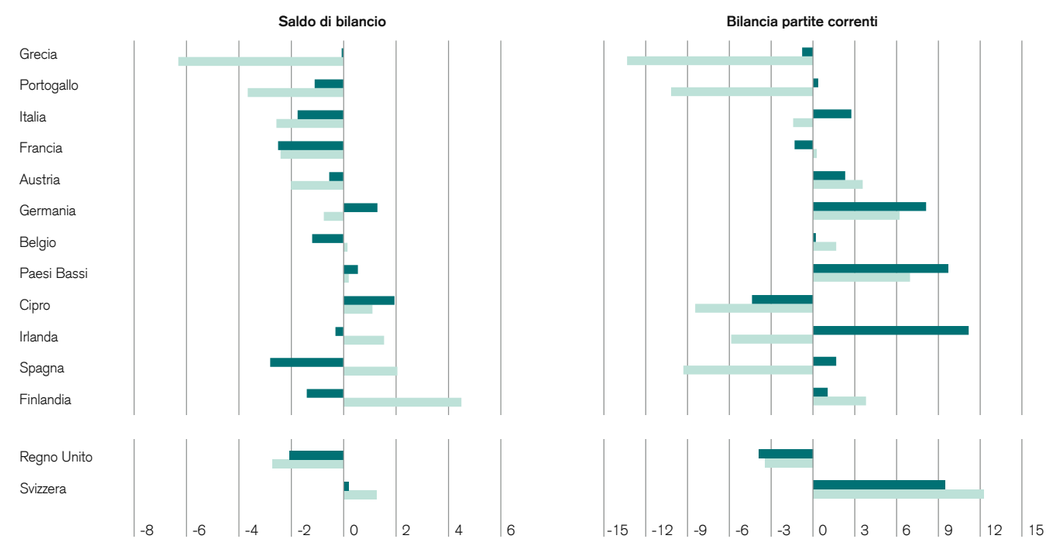
Eurozona: più stabile, ma i governi sono un rischio
Rispetto al 2007, nell'Eurozona sono migliorati nettamente alcuni elementi di debolezza come il saldo di bilancio e il saldo dei conti con l'estero degli Stati membri (v. grafico sotto). Il problema principale dell'Eurozona è il debito pubblico elevato, soprattutto in Italia, abbinato a un tasso di crescita economica esiguo. Con la fine ormai prossima degli acquisti di titoli da parte della BCE (cosiddetto quantitative easing), la situazione del debito pubblico potrebbe peggiorare. Considerata l'entità del debito italiano (circa 2300 miliardi di EUR, pari al 130% del PIL), qualsiasi mossa del governo contraria alla disciplina fiscale avrebbe effetti altamente destabilizzanti pure fuori dall'Italia, anche perché le banche sono alquanto esposte al debito pubblico.

Il rischio di instabilità è diminuito nell'Eurozona, mentre la situazione del Regno Unito è meno chiara. Come gli USA, anche il Regno Unito evidenzia un doppio disavanzo. Nel suo caso il saldo negativo dei conti con l'estero è più elevato del disavanzo di bilancio. Una crisi finanziaria appare tuttavia improbabile grazie alla credibilità della Bank of England, ma l'incertezza in merito ai rapporti con l'UE potrebbe causare problemi di copertura del disavanzo con l'estero.

> “ Come gli USA, anche il Regno Unito evidenzia un doppio disavanzo.

Mercati emergenti: i forti sono più dei deboli
I ME nel complesso mostrano secondo noi poche fragilità. Rimane il fatto che un segnale d'allarme come la dipendenza dai risparmi esteri elevata risuona in alcuni paesi, come Argentina, Turchia e Sudafrica. Il deficit con l'estero è invece meno marcato in paesi chiave come il Brasile, il Messico e l'Indonesia. Rispetto agli anni '90 del secolo scorso, la situazione è migliorata radicalmente. I paesi allora più in crisi, come la Tailandia e la Malesia, hanno decisamente migliorato le proprie partite correnti. Tuttavia nella maggior parte dei paesi la disciplina fiscale è peggiorata sotto alcuni punti di vista.

Il doppio deficit si è ridotto in pressoché tutti i paesi dell'Eurozona
Saldo di bilancio e delle partite correnti (in % del PIL)



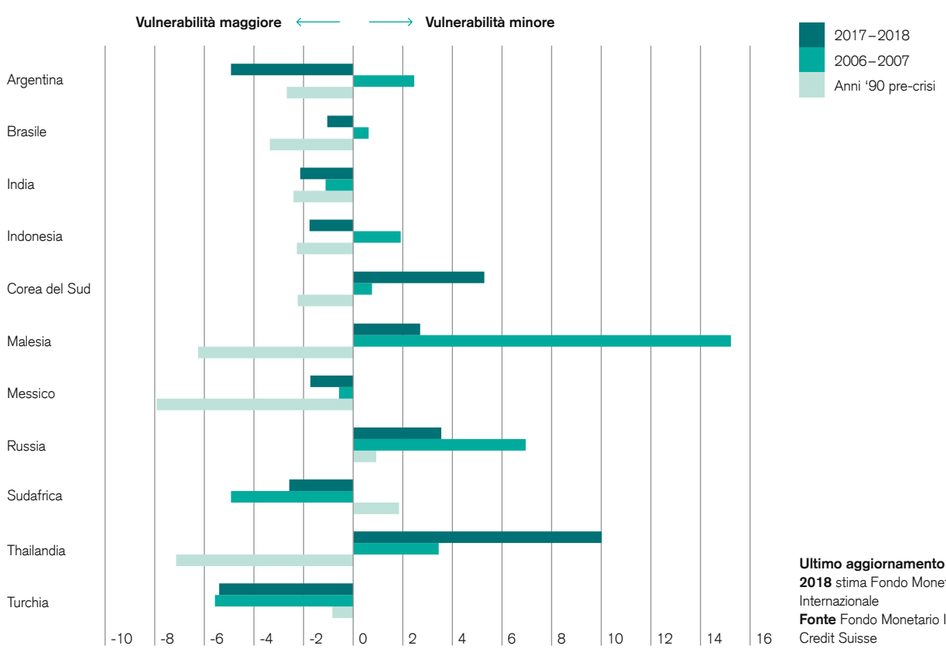
Ultimo aggiornamento dei dati 2017
2018 stima Fondo Monetario Internazionale
Fonte Fondo Monetario Internazionale, Credit Suisse

2017–2018 2006–2007

La Cina argina la propensione all'indebitamento
La situazione di bilancio della Cina è particolare: il debito del governo centrale non è molto elevato, ma in compenso dopo la crisi finanziaria è salito alle stelle il debito delle imprese pubbliche e delle autorità locali. Anche il debito delle famiglie è elevato rispetto al reddito. Il debito cinese è denominato per lo più in moneta locale e visto che il debito dei settori strategici è coperto dal governo centrale, il rischio di una crisi finanziaria ci appare piuttosto basso. Inoltre sono già state attuate delle misure per la riduzione del debito. La Cina sta tentando anche di contrastare i prestiti extra-bancari. Nel complesso la nuova politica finanziaria e i timori per l'indebitamento stanno frenando la crescita e continueranno a farlo. La disputa commerciale con gli USA e altri rischi potenziali pongono il governo cinese dinanzi alla scelta difficile di rinnovare o meno gli stimoli per evitare un rallentamento eccessivo della crescita. Una crisi appare comunque improbabile.

Limitati i rischi di crisi
In sintesi possiamo affermare che il rischio d'instabilità finanziaria è a nostro avviso minore rispetto a prima della crisi del 2008 per gran parte dei paesi e dei settori. L'eccezione è data da singoli ME dove le imprese sono più vulnerabili a causa dell'elevata esposizione a debiti in valuta estera. In Cina e negli USA le imprese sono anch'esse molto indebitate, ma il debito è in genere in valuta nazionale e quindi meno rischioso. Nell'Eurozona osserviamo un netto miglioramento degli indicatori di stabilità finanziaria ma permangono i rischi politici. Le dispute commerciali sono anch'esse di natura politica e siamo convinti che le principali parti coinvolte non commetteranno grossolani errori di giudizio capaci di provocare una forte instabilità. Concludiamo ponendo in evidenza l'aumento del debito pubblico negli USA quale problema importante nel lungo periodo. Pur escludendo il rischio di default, il debito potrebbe rallentare la crescita una volta esauriti gli incentivi fiscali. Il tema del controllo del debito potrebbe innescare tensioni politiche. Un'opzione che giudichiamo poco probabile sarebbe quella di convincere la Fed a ridurre il debito tramite l'inflazione, con conseguenze anche gravi per la stabilità del mercato dei Treasury e dell'USD.

La vulnerabilità finanziaria dei mercati emergenti è minore oggi rispetto agli anni '90
Saldo di parte corrente (in % del PIL)



Ultimo aggiornamento dei dati 2017
2018 stima Fondo Monetario Internazionale
Fonte Fondo Monetario Internazionale, Credit Suisse

> La disputa commerciale con gli USA e altri rischi potenziali pongono il governo cinese dinanzi alla scelta difficile di rinnovare o meno gli stimoli per evitare un rallentamento eccessivo della crescita. Una crisi appare comunque improbabile.

Previsioni di crescita e inflazione

PIL reale (% a/a)	2017	2018S*	2019P**	Inflazione (media annua % a/a) 2017	2018S*	2019P**
Mondo	**3.3**	**3.3**	**3.0**	**2.4**	**2.8**	**2.8**
USA	2.2	2.9	2.7	2.1	2.5	2.1
Canada	3.0	2.3	2.1	1.6	2.2	2.2
Eurozona	**2.5**	**2.0**	**1.8**	**1.5**	**1.8**	**1.8**
Germania	2.5	1.8	2.0	1.7	1.9	2.1
Italia	1.6	1.0	0.9	1.3	1.3	1.4
Francia	2.3	1.6	1.6	1.2	2.2	1.6
Regno Unito	1.7	1.2	1.5	2.7	2.5	2.2
Svizzera	1.6	2.7	1.7	0.5	1.0	0.7
Giappone	**1.7**	**1.3**	**1.0**	**0.5**	**0.8**	**0.8**
Australia	2.2	3.2	2.8	2.0	2.2	2.3
Cina	**6.9**	**6.6**	**6.2**	**1.5**	**2.1**	**2.0**
India (esercizio fiscale)	6.7	7.4	7.2	3.6	4.5	4.5
Brasile	1.0	1.8	2.3	3.5	3.7	4.3
Russia	1.5	1.6	1.4	3.7	2.9	4.9

Ultimo aggiornamento dei dati 08 novembre 2018
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.

* S: stima
** P: previsione

Focus sulle regioni

I legami che uniscono: la performance delle regioni in un mondo interconnesso

Nord America
Uno dei rischi principali per la regione si è attenuato dopo che USA, Messico e Canada si sono accordati sulle revisioni al trattato NAFTA. La crescita statunitense dovrebbe restare sopra la media nel 2019 nonostante la riduzione degli incentivi fiscali, mentre l'inflazione dovrebbe registrare un aumento moderato. La Federal Reserve (Fed) statunitense continuerà probabilmente ad aumentare i tassi a ritmo costante. Canada e Messico dovrebbero beneficiare della robusta crescita degli Stati Uniti. Nel lungo termine, il consistente disavanzo pubblico degli USA potrebbe tuttavia costituire un rischio, se la sua traiettoria diventa insostenibile.

Sud America
Le due principali economie della regione – Brasile e Argentina – resteranno probabilmente deboli nel 2019 ma, ora che è entrata nel programma del Fondo Monetario Internazionale (FMI), si spera che l'Argentina metta mano ad alcuni dei suoi connaturati punti deboli in campo economico e fiscale. Una volta superato lo stallo pre-elettorale, migliorano le probabilità che anche il Brasile affronti alcuni problemi simili a quelli argentini. In Colombia, Cile e Perù le prospettive economiche continuano a migliorare e questi paesi dovrebbero beneficiare dei prezzi più alti delle materie prime.

Eurozona
Grazie al permanente sostegno della politica monetaria e all'aumento dell'occupazione, la domanda interna dovrebbe continuare ad espandersi. La robusta crescita degli USA, assieme alla stabilizzazione di Cina e mercati emergenti (ME), dovrebbe favorire le esportazioni. Siccome la Banca centrale europea comincerà probabilmente ad aumentare i tassi appena nella seconda metà del 2019, la rivalutazione dell'EUR dovrebbe essere nella migliore delle ipotesi moderata. Tra i tail risk figurano una Brexit «dura» e la crisi del debito in Italia.

Africa
In Sudafrica la crescita potrebbe recuperare leggermente nel 2019 a seguito del rialzo dei prezzi per le materie prime, ma la mancata attuazione delle riforme potrebbe continuare a ostacolare la performance del paese. Lo stesso vale per la Nigeria, che rappresenta la seconda economia più importante del continente. Nel frattempo, le riforme compiute nell'ambito del programma FMI 2016 continuano a dare buoni frutti in Egitto dove, per il 2019, si attendono una solida crescita e il declino dell'inflazione.

Regno Unito
Prevediamo una crescita un po' più sostenuta ma sempre controllata. Con ogni probabilità, l'esito incerto della Brexit limiterà la spesa per gli investimenti finché non si chiariranno le prospettive per le catene di fornitura, come p.es. nella produzione di auto e nel settore finanziario. Una Brexit morbida sosterrebbe la GBP. La Banca d'Inghilterra dovrebbe rimanere in attesa.

Europa orientale e Russia
In Russia la crescita si manterrà probabilmente tranquilla, nonostante i prezzi più alti dell'energia sostengano le esportazioni. I rischi valutari e obbligazionari resteranno circoscritti grazie al robusto saldo dei conti con l'estero e alla credibilità della politica economica. Nel frattempo, l'Europa centrale e orientale dovrebbe continuare il suo percorso di vigorosa crescita grazie agli stretti legami economici con i paesi occidentali.

Giappone
Nel 2019 il Giappone potrebbe beneficiare di una solida crescita grazie alla continua espansione degli investimenti societari. L'aumento delle retribuzioni dovrebbe sostenere la spesa per i consumi, ma il rialzo delle imposte sulle vendite previsto per la fine del 2019 determina dei rischi al ribasso. Il rallentamento della crescita in Cina potrebbe avere ripercussioni negative sulle esportazioni. La Banca del Giappone può portare il rendimento obbligazionario previsto a un livello lievemente superiore, ma è probabile che continui a procedere con cautela.

Cina
Nel 2019 la crescita cinese potrebbe in qualche misura indebolirsi. L'elevato indebitamento e il servizio del debito nel settore immobiliare potrebbero deprimere la spesa per i consumi, mentre la crescita della spesa per gli investimenti potrebbe restare moderata. Nell'intento di proteggere l'economia dall'impatto dei dazi statunitensi, probabilmente il governo farà «quanto basta» per incentivare il credito e arginare la svalutazione dell'RMB.

Medio Oriente
La crisi valutaria del 2018 ha nettamente incrementato l'inflazione e minato la fiducia commerciale nei confronti della Turchia. Tuttavia, nel 2019 dovrebbe iniziare una fase di ripresa conseguente alle misure di stabilizzazione. I prezzi più alti sostengono gli esportatori di petrolio mediorientali, ma l'Iran è colpito da una crisi economica dovuta almeno in parte al rinnovo delle sanzioni. In Israele la crescita resterà con ogni probabilità sostenuta.

Australia
Le prospettive economiche dell'Australia restano solide. I prezzi elevati del minerale di ferro e dell'energia dovrebbero rafforzare le esportazioni, nonostante il previsto rallentamento della crescita cinese costituisca un rischio. La stabilità del clima di fiducia fa pensare che le spese per gli investimenti resteranno comunque sostenute. L'aumento dell'occupazione dovrebbe favorire la spesa per i consumi, ma il rincaro dei tassi d'interesse indica che il settore immobiliare potrebbe subire un raffreddamento.

Svizzera
L'economia svizzera dovrebbe beneficiare dell'ininterrotta crescita salutare tra i suoi principali partner commerciali. La forza del CHF dovrebbe ridursi, mentre la Banca nazionale svizzera resterà probabilmente in attesa del momento in cui la BCE inizierà ad aumentare i tassi. Nel frattempo, la crescita della domanda interna potrebbe attenuarsi mentre l'immigrazione si stabilizza su un livello più basso e la costruzione rallenta per la crescente sovracapacità di immobili in affitto.

India
Se è probabile che, nel 2019, l'India si confermi come la grande economia a più rapida crescita nel mondo, il giro di vite impresso alle condizioni finanziarie globali nel 2018 pone comunque dei rischi al ribasso. Di fronte all'allargamento del deficit delle partite correnti, dovuto anche al rincaro dei prezzi del petrolio, nonché alla svalutazione dell'INR sul dollaro da gennaio 2018, la banca centrale potrebbe ritenere necessaria una stretta più decisa alla politica monetaria.

Asia emergente (ex Cina)
In Corea del Sud, Taiwan e Hong Kong il ritmo della crescita potrebbe leggermente calare nel quadro di un rallentamento che riguarda la Cina continentale e, più nello specifico, le esportazioni di tecnologia. Nel Sud-est asiatico, la crescita potrebbe mantenersi su un livello notevolmente più elevato grazie alla solidità di investimenti e consumi. Tuttavia, per le economie caratterizzate da un saldo dei conti con l'estero più debole (Indonesia, Filippine), l'inasprimento della politica per stabilizzare la moneta determina dei rischi al ribasso.

Supertrend: investire nel cambiamento

Nel maggio 2017 abbiamo adottato un nuovo approccio agli investimenti azionari e lanciato i nostri cinque Supertrend. Questi temi d'investimento di lungo periodo hanno ottenuto un riscontro positivo presso gli investitori, grazie a una crescita di valore continuata fin dal loro lancio.

Disorientati dalle perturbazioni dei mercati finanziari, oggi gli investitori sono alla ricerca di nuove idee d'investimento. Tra queste spiccano ambiti in evoluzione come l'impact investing, oppure nuovi approcci alle classi di investimento classiche. Nel maggio 2017 abbiamo lanciato cinque Supertrend che costituiscono un approccio alternativo per gli investimenti azionari. A quel tempo investire nell'azionario globale era diventato estremamente complesso a causa di difficoltà di valutazione in alcuni mercati e differenze sostanziali in termini di rendimenti tra settori e regioni. A spingerci fu l'idea che gli investimenti azionari passivi in voga all'epoca del quantitative easing, come gli exchange-traded fund (ETF) su indici azionari globali, non avrebbero fornito rendimenti equiparabili anche in futuro.

Un approccio differenziato
Abbiamo messo a punto i Supertrend per investire in titoli azionari quotati di tutto il mondo, suddivisi per tematiche high-conviction. I Supertrend tengono conto di sviluppi sociali pluriennali che a nostro giudizio negli anni a venire potrebbero influire in misura significativa su politiche economiche, risultati d'impresa e andamento dei listini. I temi affrontati spaziano dall'invecchiamento demografico e i millenials al progresso tecnologico, al ritorno a un mondo multipolare e alla crescita delle infrastrutture in tutto il mondo.

All'interno del tema tecnologico, i nostri investimenti in ambiti come l'intelligenza artificiale, la realtà virtuale e la tecnologia medica si sono dimostrati i più redditizi, con rendimenti a due cifre nell'ultimo anno e mezzo. All'altro estremo si collocano le infrastrutture con la performance più modesta, anche se questo settore dovrebbe fornire contributi più positivi nel 2019 alla luce delle nuove politiche economiche che puntano sugli investimenti infrastrutturali.

Ad oggi i titoli o prodotti dei Supertrend sono aggiunti ai portafogli principalmente a integrazione delle posizioni azionarie già in essere. Tuttavia prefiguriamo che molti investitori vorranno ampliare la quota di portafoglio azionario dedicata a questi temi, attribuendo maggiore centralità a questi investimenti.

Un occhio a sostenibilità e impatti
Negli investitori abbiamo osservato anche il desiderio di strutturare il portafoglio rispettando determinati standard ambientali, sociali e di governance (ESG). Gli investitori possono spingersi più in là con l'impact investing per realizzare obiettivi sociali o ambientali specifici. Il nostro Supertrend «I valori dei Millenials» tiene conto di questo cambiamento nella strategia d'investimento e comprende soltanto titoli in grado di soddisfare gli standard minimi ESG.

Esistono nuove soluzioni di impact investing che affrontano due temi molto attuali e cruciali: la sanità e l'istruzione. Queste soluzioni permettono di creare un punto di incontro tra la domanda di capitale (ad esempio di studenti che vogliono frequentare l'università) e le esigenze degli investitori in questi ambiti. Le pagine che seguono forniscono maggiori informazioni su alcuni degli interessanti percorsi intrapresi da Credit Suisse per favorire la diffusione dell'impact investing.

Perché gli investimenti sostenibili sono intelligenti

Gli investimenti sostenibili e sociali (impact investing) hanno registrato una notevole crescita. L'urgenza di usare il potere benefico del capitale per promuovere il cambiamento trova la sua migliore espressione negli obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS) delle Nazioni Unite. Puntare su questi obiettivi è una tendenza fondamentale degli investimenti sostenibili e sociali.

Negli ultimi anni gli investimenti sostenibili e sociali hanno vissuto una notevole crescita. Sono stati soprattutto gli investitori istituzionali ad animare la domanda globale su un mercato che, nel 2016, ha raggiunto i 23 000 miliardi di USD secondo la Global Sustainable Investment Alliance (rete di associazioni che promuovono gli investimenti sostenibili su scala globale). L'interesse e le richieste sono decisamente aumentati anche in altri segmenti chiave della nostra clientela, tra cui fondazioni e privati di cui gestiamo i patrimoni, evidenziando una spinta eccezionale nella nuova e motivata generazione su cui ci concentriamo nei nostri Supertrend.

I principali obiettivi identificati per gli investimenti sostenibili e sociali sono il conseguimento di rendimenti interessanti, la riduzione del rischio, la diversificazione del portafoglio e, ovviamente, l'intenzione di fare la differenza nel mondo.

Un approccio attento alla stock selection
Quando si tratta di investimenti sostenibili basati su fattori ambientali, sociali e di governance (ESG), le società vengono esaminate per escludere entità controverse o non conformi alle norme di base e per promuovere investimenti sostenibili, selezionando entità con un approccio di eccellenza. Sempre più dati qualitativi stanno emergendo a sostegno di tali obiettivi, tra cui forti correlazioni tra punteggi ESG e performance finanziaria, che utilizzano i fattori ESG per prevedere la volatilità degli utili e offrire un rifugio difensivo durante le correzioni di mercato.

Gli investimenti sociali fanno la differenza
L'impact investing misurabile compie un altro passo avanti: diventa uno strumento essenziale per affrontare il cospicuo divario nei finanziamenti necessari ai fini dei 17 OSS dell'ONU. Tra questi obiettivi l'istruzione superiore spicca come investimento di profondo impatto, perché crea una classe media stabile che potrà sostenere e sviluppare l'economia e la società in senso lato. Secondo l'ONU, le iscrizioni alle scuole primarie hanno raggiunto quota 91% nei mercati in via di sviluppo. Tuttavia, tanti giovani non possono proseguire gli studi nelle scuole di secondo grado, e tanto meno all'università, a causa delle scarse disponibilità economiche di molte famiglie e dello Stato.

La creazione di strumenti innovativi in questo settore permette di investire in progetti di istruzione superiore che producono rendimenti congrui per gli investitori. Gli studenti possono ottenere prestiti a interessi contenuti per frequentare università di buon livello. Si tratta di prestiti di qualità elevata: il tasso di rimborso di questi studenti è decisamente superiore alla media. L'investimento in obbligazioni cartolarizzate è diversificato, poiché esiste solo una correlazione bassa tra i mercati dei capitali e li centinaia di prestiti sottostanti concessi a studenti meritevoli.

Investimenti intelligenti
Noi di Credit Suisse vantiamo 15 anni di successi nell'impact investing per istruzione, inclusione finanziaria, cambiamenti climatici, parità di genere e alloggi a prezzi accessibili. Sulla base di questa esperienza, possiamo affermare con certezza che investire in imprese e opportunità sostenibili e incisive sul sociale è, in poche parole, un investimento intelligente.

Investimenti lungimiranti

L'impact investing (investimenti a impatto sociale) ha conosciuto una crescita esplosiva, da quando sempre più persone vogliono investire in modo da ottenere sia un ritorno finanziario che un impatto positivo misurabile su società e ambiente. Questi investimenti soddisfano i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS) dell'ONU, tra cui figurano la parità di genere, l'acqua pulita, sconfiggere la fame e mettere a disposizione un'istruzione elementare, secondaria e terziaria di qualità.

Nei paesi a basso reddito, l'istruzione superiore è spesso inaccessibile per gli studenti. Nei paesi in via di sviluppo il 91% dei bambini è iscritto alla scuola elementare, ma in base ai dati dell'UNESCO nei paesi meno sviluppati solo 1 giovane su 12 riesce ad acquisire una preparazione di livello secondario.

Tanti giovani non possono proseguire gli studi nelle scuole di secondo e terzo grado a causa delle scarse disponibilità economiche della loro famiglia e dei problemi finanziari del loro paese. Inoltre di tutte le donazioni effettuate a livello mondiale, solo una minima frazione è destinata all'istruzione superiore. Si pensi che un cittadino medio del Sierra Leone dovrebbe lavorare più di 100 anni per permettersi un anno a Harvard.

In un'intervista Marisa Drew, Chief Executive Officer dell'Impact Advisory & Finance Department (IAF) costituito di recente presso Credit Suisse, spiega come un investitore può aiutare a migliorare l'istruzione.

Esiste una necessità forte di iniziative private a favore dell'istruzione?
È assolutamente fondamentale che il settore privato intervenga. Secondo uno studio UNESCO del 2015, tra il 2015 e il 2030 mancheranno ogni anno almeno 39 miliardi di USD per l'istruzione. L'UNESCO chiede finanziamenti maggiori e più efficaci per conseguire l'ambizioso obiettivo OSS: un'istruzione di qualità in tutti i paesi, a tutti i livelli e senza disparità di genere.

Quanto è esteso il mercato dell'impact investing per l'istruzione?
L'impact investing per l'istruzione è relativamente nuovo rispetto a quello per altri obiettivi di sviluppo come l'energia pulita. Per consuetudine l'istruzione viene finanziata per lo più da società filantropiche e dal settore no-profit. Lo studio Global Impact Investing Network (GIIN) ha rivelato che appena il 4% del patrimonio gestito tramite l'impact investing è dedicato all'istruzione. Il settore privato sta cominciando tuttavia a essere consapevole di questo enorme fabbisogno. Secondo il GIIN, il 20% di chi sceglie l'impact investing ha impegnato del capitale per l'istruzione nel 2017, mentre il 36% degli investitori intervistati ha annunciato l'intenzione di aumentare gli investimenti nell'istruzione nel 2018.

> “ Noi di Credit Suisse crediamo nell'effetto moltiplicatore degli investimenti nell'istruzione.

Cosa spinge una persona a investire nell'istruzione?
Vedo che i nostri clienti privati scelgono di farlo perché essi stessi hanno potuto usufruire di un'istruzione di qualità. Ciò vale soprattutto per i clienti che provengono da paesi in via di sviluppo, dove l'istruzione universale è un privilegio, non un diritto. Per loro l'istruzione è stata il «biglietto della lotteria» con cui hanno vinto nella vita e desiderano che lo sia anche per altri.

In questo ambito quali sono i rendimenti rispetto al rischio?
Un principio dell'impact investing fondamentale per gli investitori è che all'investimento deve seguire la misurazione del suo impatto. Esistono due strategie diverse: gli investitori possono cercare di ottenere rendimenti in linea con quelli classici di una certa classe di investimento, oppure possono generare rendimenti che sono in parte donati, nel senso che una parte del rendimento è dato dall'impatto che l'investimento ottiene. I rischi sono identici a quelli di altre classi tradizionali, anche se l'impact investing tende a concentrarsi nei mercati privati con una duration più lunga e una liquidità inferiore.

Perché Credit Suisse ritiene che l'istruzione sia un ambito interessante per gli investimenti?
Noi di Credit Suisse crediamo nell'effetto moltiplicatore degli investimenti per l'istruzione. Il recente Goalkeepers Report* della Gates Foundation evidenzia l'importanza di investire nei giovani, e in particolare nella loro formazione e nella loro salute al fine di creare opportunità. Investire nell'istruzione è interessante secondo noi per ovvi motivi: investendo nell'istruzione, una persona può contribuire a ridurre la mortalità, migliorare la pace e la sicurezza, contrastare il cambiamento climatico, aiutare le persone a uscire dalla povertà estrema e promuovere il benessere economico ottenendo nel contempo un ritorno finanziario.

* gatesfoundation.org/goalkeepers/report

Mercati finanziari

In breve

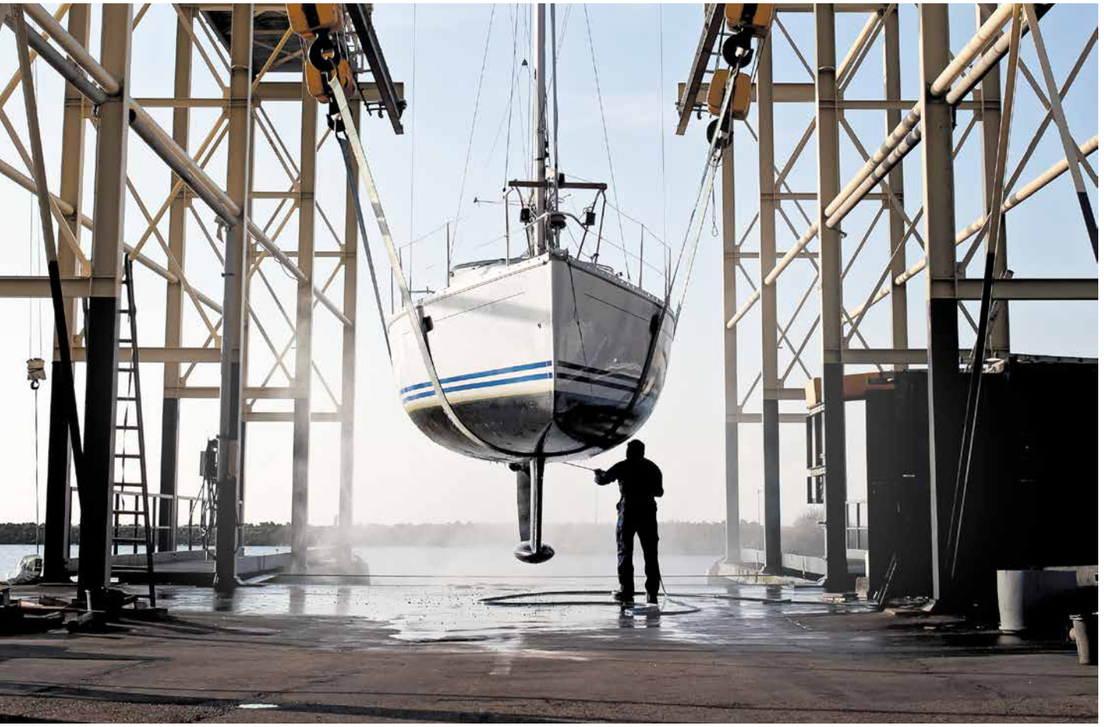
Previsioni dei trend
Nel 2018 i mercati finanziari USA sono entrati in una fase di fine ciclo economico, in cui il rialzo dei tassi d'interesse si combina con l'appiattimento della curva dei rendimenti. Il nostro scenario di base per il 2019 prevede un ulteriore, sebbene moderato incremento dei rendimenti USA. Ciò suggerisce che gli investitori nel reddito fisso statunitense dovrebbero allungare la duration. Essa dovrebbe invece restare breve sui mercati obbligazionari chiave al di fuori degli USA, dove i rendimenti sono di gran lunga inferiori. Nel credito, il compromesso tra rischio e rendimento si presenta migliore per i titoli high yield piuttosto che per le obbligazioni investment grade. Le azioni dovrebbero continuare a sovraperformare sulla scia della solida crescita degli utili. Gli attivi dei mercati emergenti (ME), che hanno subito la pressione di condizioni monetarie più restrittive da parte degli Stati Uniti, dovrebbero riguadagnare terreno finché si riduce il rischio di rialzo dei tassi USA e l'USD perde forza.

Aree di crescita in alcuni settori
Nonostante qualche oscillazione, i titoli tecnologici hanno continuato a sovraperformare nel 2018. Prevediamo una normalizzazione della crescita economica nel 2019. In generale le azioni growth dovrebbero continuare a sovraperformare, ma entro gli schemi di fine ciclo. Lo stesso dovrebbe valere per il settore sanitario, specialmente se le aziende compiono progressi in ambiti come la terapia genica. Alcuni settori ciclici, come gli industriali orientati alle spese d'investimento (capex), dovrebbero essere analogamente favoriti. Mentre in Europa i titoli finanziari depressi dovrebbero beneficiare del rialzo dei rendimenti, negli Stati Uniti l'appiattimento della loro curva si farà probabilmente sentire sul settore. L'aumento dei tassi d'interesse potrebbe tenere ancora sotto pressione anche i patrimoni immobiliari.

Dove vanno le valute?
Pur segnando modesti guadagni rispetto alle altre valute principali, nel 2018 l'USD si è notevolmente rivalutato rispetto a una serie di monete dei ME. Per quanto riguarda invece il 2019, abbiamo un'opinione neutrale sulla situazione EUR/USD. Mentre il gap dei rendimenti continua sostenerlo, l'USD potrebbe essere invece penalizzato dall'incipiente inasprimento della politica monetaria al di fuori degli USA. La valutazione continua a propendere per la GBP e per una serie di monete dei ME, alcune delle quali sostenute da un maggiore vantaggio di carry trade. Tra le monete rifugio, prediligiamo il JPY sottovalutato rispetto al più costoso CHF.

Posizionamento per la crescita di fine ciclo

Mentre gli USA passano dalla ripresa ed espansione economica al surriscaldamento, il profilo di rendimento di alcuni mercati degli attivi potrebbe cambiare con conseguenze fondamentali per la strategia d'investimento. Continuiamo a credere nella sovraperformance delle azioni.



> Il ciclo economico USA è ancora il più importante per i mercati finanziari globali.

Sviluppi politici imprevisti hanno avuto conseguenze importanti sui mercati finanziari nel 2018 e continueranno ad animarli anche nel 2019. Eppure il ciclo economico resterà l'elemento chiave dei mercati. Il comportamento delle principali classi di attivi tende ad essere notevolmente diverso in funzione della fase del ciclo economico. Abbiamo sviluppato gli scenari di base e di rischio per le principali classi di attivi nel 2019 e determinato la nostra strategia d'investimento tenendo conto di questi fattori di rischio.

Perché il ciclo USA è il più importante

Il ciclo economico USA è ancora il più importante per i mercati finanziari globali. Se l'economia degli Stati Uniti rappresenta poco più del 20% di quella mondiale (meno del 15% se corretto per le differenze nel potere d'acquisto), il loro mercato azionario costituisce il 54% di quello globale (MSCI AC World). Il mercato statunitense delle obbligazioni high-grade costituisce una quota minore (41%) di quello complessivo, ma i suoi rendimenti sono un elemento chiave sui mercati degli attivi mondiali, poiché l'USD resta l'indiscussa valuta di riserva globale. Nonostante le decisioni della Federal Reserve (Fed) siano in larga misura spinte da considerazioni nazionali, le sue politiche determinano comunque il "prezzo" per gran parte della liquidità mondiale. Inoltre, quasi tutte le attività a reddito fisso globali sono quotate sulla base della curva dei Treasury statunitensi. Considerando questa forte influenza del ciclo economico e dai tassi USA sui mercati globali, le nostre previsioni per il 2019 si concentreranno sugli scenari di base e di rischio per i tassi d'interesse statunitensi.

Previsioni / performance mercati finanziari 2019

Azioni*	Performance da inizio 2018 al 07 novembre 2018	Rendimenti totali previsti 2019
Azioni USA	6.78%	5.50%
Azioni UEM	-4.21%	4.00%
Azioni svizzere	0.14%	4.80%
Azioni UK	-4.04%	5.00%
Azioni giapponesi	-6.31%	1.50%
Azioni Mercati emergenti	-7.04%	8.30%

Rendimenti obbligazionari	Più recenti 07 novembre 2018	Previsione fine 2019
Rendimento Treasury USA 10 anni	3.24%	3.30%
Rendimento Bund tedesco 10 anni	0.45%	1.00%
Rendimento Eidgenossen svizzero 10 anni	0.02%	0.50%

Credito	Performance da inizio 2018 al 07 novembre 2018	Rendimenti totali previsti 2019
Obbligazioni investment grade globali**	-1.82%	-1.00%
Obbligazioni high yield globali**	1.09%	3.00%
Obbligazioni Mercati emergenti in moneta pregiata***	-4.59%	5.00%

Monete e materie prime	Più recenti 07 novembre 2018	Previsione fine 2019
EUR/USD	1.14	1.20
USD/CHF	1.00	1.00
EUR/CHF	1.15	1.20
USD/JPY	113.53	105.00
GBP/USD	1.31	1.40
USD/CNY	6.93	7.20
Oro (USD/oz)	1228.51	1250.00
WTI (USD/bbl)	61.89	67.00

* 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 07.11.2013–07.11.2018 per tali indici in ordine cronologico: MSCI USA: 18.5%, 5.4%, 3.5%, 24%, 10.6%. MSCI EMU: 3.8%, 19.7%, -7.1%, 26.5%, -6.8%. MSCI Switzerland: 10.3%, 5.2%, -8.9%, 23.4%, 1.6%. MSCI UK: 1.5%, -0.5%, 11.4%, 14.6%, -1.3%. MSCI Japan: 17.6%, 15.3%, -12.3%, 34.7%, -6.4%. MSCI EM: 5.9%, -0.8%, 6%, 29.2%, -6.7%

** Indice Barclays Global Investment Grade Corporate e Global High Yield

*** JP Morgan EMBIG Div. (indice dei titoli di Stato)

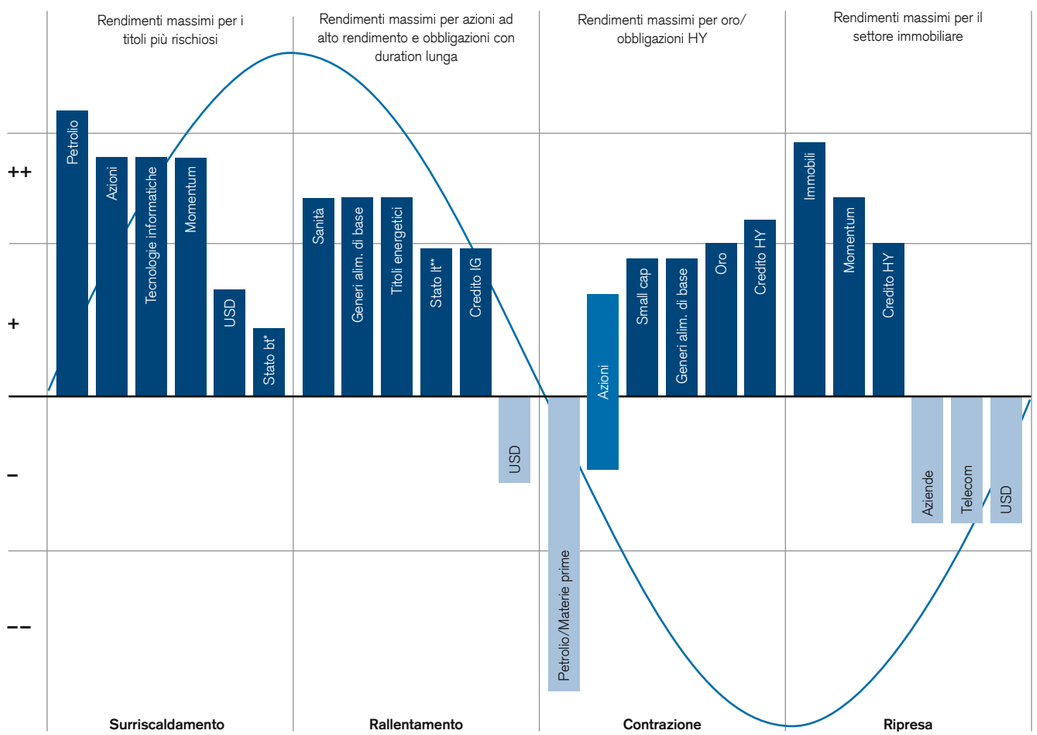
Fonte Thomson Reuters Datastream, Credit Suisse
Ultimo aggiornamento dei dati 07 novembre 2018

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

L'economia USA rimane in carreggiata
Il nostro caso di base per l'economia USA nel 2019 ipotizza che il surriscaldamento economico sia attenuato dalla combinazione tra inasprimento della politica della Fed e indebolimento della spinta fiscale, ma anche che possano emergere alcuni segnali di rallentamento. Il protrarsi della forte crescita e il surriscaldamento costituirebbero il caso di rischio principale. Il rischio di una vera contrazione sembra invece piuttosto limitato, almeno per il 2019.

Il nostro caso di base implica principalmente l'ulteriore appiattimento della curva dei rendimenti USA. Nel caso di rischio, che prevede un surriscaldamento prolungato, i rendimenti di più lunga data continuerebbero a salire e la curva punterebbe verso l'alto. Il suo andamento si invertirebbe se l'economia dovesse rallentare prima del previsto. La conseguenza principale dell'appiattimento previsto è che, nel 2019, gli investitori in USD dovrebbero prolungare la duration. Nel frattempo, l'inserimento in portafoglio di obbligazioni indicizzate all'inflazione fornirebbe protezione dall'eventuale protrarsi della fase di surriscaldamento.

Modelli di performance delle classi di attività per questo ciclo



* Titoli di Stato, duration breve
** Titoli di Stato, duration lunga

Nota Il grafico illustra l'andamento-tipo dei rendimenti per alcune categorie di attivi nelle quattro fasi del ciclo economico negli USA (campione: 1990–agosto 2018):
1 Le fasi di «surriscaldamento» sono caratterizzate da una crescita economica superiore alla tendenza e dall'aumento dell'inflazione.
2 Le fasi di «rallentamento» rappresentano di solito la reazione ai tentativi dei decisori politici di fermare il surriscaldamento.
3 Se queste politiche sono state troppo dure, o se si verificano altri shock negativi, potrebbe determinarsi una vera e propria «contrazione» o recessione.
4 Le fasi di «ripresa» sono i periodi successivi al picco negativo del ciclo, ossia al punto più basso delle recessioni, e includono nel caso tipico un'espansione economica abbastanza prolungata.

Fonte Credit Suisse, Bloomberg

> Un minore rischio di rialzo per i tassi USA e le quotazioni dell'USD dovrebbe andare a vantaggio.

Finché l'economia globale eviterà una contrazione, come ipotizziamo per il 2019, il credito dovrebbe sovraperformare i Treasury. Più fiducia nel caso di base, o persino in uno scenario di surriscaldamento, si traduce in una maggiore allocation garantita nelle obbligazioni a rischio più elevato. È tuttavia importante accertare se questa esposizione è sostenuta da valutazioni. Alla data di redazione, i titoli USA ad alto rendimento avevano uno spread superiore a 350 punti base. Questo sembrava offrire un cuscinetto ragionevole per un robusto scenario economico, ma restava comunque poco margine per sorprese negative rilevanti e tassi di default più elevati. L'alto rendimento statunitense resta quindi esposto a rischi idiosincratici, in particolare ai prezzi dell'energia.

Le obbligazioni investment grade statunitensi sembrano tuttavia meno interessanti. Nonostante le posizioni di liquidità delle società USA rimangano decisamente elevate, dal 2014 l'effetto leva è aumentato in misura sostanziale per effetto dei riacquisti di azioni proprie e dell'incremento di spesa per gli investimenti. A ciò si aggiungono gli spread ristretti per gli standard storici e la durata di riferimento lunga perché, negli ultimi tempi, le società hanno approfittato di un contesto a basso rendimento per emettere obbligazioni a più lunga scadenza. Date le premesse, questa sottoclasse di attivi tenderà a sottoperformare i Treasury in entrambi i casi di rischio. Una distribuzione bilanciata nei Treasury e nell'alto rendimento sembra quindi una scelta migliore.

Migliori prospettive per le obbligazioni dei mercati emergenti
Per quanto riguarda il segmento obbligazionario in monete diverse dall'USD, i mercati emergenti (ME) saranno probabilmente i più colpiti dall'andamento dei tassi d'interesse statunitensi. Il 2018 ha lanciato un severo monito sul fatto che una ristretta liquidità in USD può mettere in seria difficoltà le attività dei ME. Le obbligazioni in moneta pregiata dei ME dovrebbero tuttavia sovraperformare, se il nostro caso di base si concretizza e se si allenta la pressione sull'inasprimento della politica della Fed. Anche le obbligazioni dei ME in monete locali dovrebbero esprimere buoni risultati nella misura in cui una Fed meno aggressiva ridurrà la pressione sulle loro valute. Uno dei rischi principali per le obbligazioni dei ME in monete locali è costituito dalla Cina: se l'RMB dovesse svalutarsi ulteriormente, altre valute dei ME potrebbero ritornare sotto pressione.

Infine, le obbligazioni in altre regioni con monete forti come il Giappone, l'Eurozona e la Svizzera sono meno colpite dal ciclo economico e dei tassi d'interesse statunitensi. Qui la politica monetaria e gli sviluppi economici nazionali rivestono maggiore importanza. Il nostro caso di base ipotizza per queste regioni una crescita economica ancora sostenuta e l'inizio di una normalizzazione della politica monetaria. Poiché i rendimenti restano estremamente bassi su quasi tutti i mercati, nel 2019 la performance sarà probabilmente debole o addirittura negativa. Su queste piazze resta pertanto garantita una posizione a breve termine. A livello di

credito i prestiti privilegiati sembrano ancora interessanti in Europa, dove la qualità delle attività bancarie dovrebbe continuare a migliorare. Tuttavia, una minore disciplina fiscale dell'Italia e le crescenti preoccupazioni riguardo a una sua possibile uscita dall'EUR costituiscono un tail risk specifico per il credito europeo.

Le azioni hanno ancora potenziale
In una fase di fine ciclo, di solito le azioni continuano a sovraperformare rispetto a quasi tutte le classi di attivi. Dovrebbero quindi risultare favorite a meno che le valutazioni non diventino forzate o non si verifichi una contrazione. Con questa premessa, la performance di vari settori potrebbe risultare sostanzialmente diversa in funzione della loro sensibilità ai tassi d'interesse. Per quanto riguarda gli stili d'investimento, le momentum stock tendono a una buona performance verso fine ciclo. Ciò dovrebbe andare a vantaggio di importanti settori leader come l'IT, che figura tra i nostri preferiti alla data di redazione.

Proprio come le obbligazioni, anche le azioni dei ME tendono a subire in notevole misura gli effetti del ciclo economico e dei tassi d'interesse USA. Un minore rischio di rialzo per i tassi USA e le quotazioni dell'USD dovrebbero andare a loro vantaggio. Quindi, visto il peso delle azioni cinesi e di altri paesi asiatici sull'indice MSCI EM, l'influenza degli USA sulla crescita asiatica risulta più forte per le azioni che per le obbligazioni dei ME. Anzi, il mercato interno cinese è così vasto che persino il suo ciclo economico ha un considerevole impatto sulle azioni dei ME. Il nostro scenario di base per la Cina prevede un ulteriore rallentamento moderato della crescita assieme a condizioni monetarie in qualche misura più tranquille, che dovrebbero sostenere le azioni. Anche se il perdurare di una solida crescita in USA andrebbe a vantaggio delle azioni di Cina e altri ME, il rischio di un'ulteriore escalation del conflitto commerciale con gli Stati Uniti ci fa tuttavia propendere per una certa cautela.

Quasi tutti i mercati azionari delle economie avanzate al di fuori degli USA – ma con l'eccezione del Canada – dipendono in misura minore dall'economia e dal ciclo dei tassi statunitensi. Nel 2018, la maggioranza degli indici azionari dei mercati sviluppati è rimasta indietro dagli omologhi USA a causa della bassa ponderazione delle società tecnologiche al loro interno, mentre i tassi d'interesse ai minimi hanno continuato a penalizzare i titoli finanziari. In Europa i rischi politici hanno analogamente inciso sulla sottoperformance. Tuttavia, il mercato dell'Eurozona può recuperare se impedirà un'altra crisi scatenata questa volta dall'Italia. In questo contesto, una crescita economica stabile e un incremento significativo dei tassi d'interesse avrebbero un effetto di sostegno sui titoli finanziari e altre azioni dell'Eurozona concentrate sulla situazione interna.

> “ Pensando al 2019, il nostro scenario di base ci suggerisce di mantenere il sovrappeso nelle azioni.

La domanda cinese a sostegno delle commodity
A eccezione dei metalli preziosi, quasi tutte le commodity tendono a essere attività altamente cicliche. Nei periodi di fine ciclo, continuano a esprimere performance relativamente buone nella maggioranza dei casi. Tuttavia, un notevole incremento dei tassi d'interesse e un USD più forte tendono a rallentare l'aumento dei prezzi per le materie prime. Prevedendo uno scenario abbastanza moderato per i tassi d'interesse e l'USD, questo fattore non dovrebbe svolgere un ruolo dominante nel 2019. Finché tiene l'importantissima domanda cinese di materie prime, il sostegno alle commodity cicliche dovrebbe essere assicurato.

L'USD soggetto a pressioni opposte
Prevedere la direzione che l'USD prenderà nel 2019 è una sfida. Nelle precedenti fasi di fine ciclo l'USD avrebbe registrato rialzi, specialmente all'inversione della curva dei rendimenti USA (p.es. quando i mercati ritenevano la politica monetaria troppo severa). La svalutazione si sarebbe instaurata al rallentamento dell'economia e all'inizio di un allentamento da parte della Fed. Riteniamo improbabile che la Fed inasprisca eccessivamente la sua politica nel 2019. Tuttavia, qualsiasi sorpresa lievemente aggressiva della Banca centrale europea (BCE) e della Banca del Giappone (BoJ) tenderebbe a rafforzare l'EUR o il JPY. Giunti a questo estremo, i consistenti deficit gemelli degli USA potrebbero entrare ancora una volta in gioco ed esercitare una pressione al ribasso sull'USD.

Strategia d'investimento per il 2019
Pensando al 2019, il nostro scenario di base ci suggerisce di mantenere il sovrappeso nelle azioni. Tuttavia, gli investitori statunitensi dovrebbero iniziare ad allungare la duration delle obbligazioni. Le valutazioni di obbligazioni e monete dei ME sembrano abbastanza interessanti, ma la Cina e le azioni dei ME determinano dei rischi. Nel credito, il comparto high yield sembra offrire un miglior compromesso tra rischio e rendimento rispetto alle obbligazioni investment grade. La richiesta di commodity dovrebbe restare forte, mentre i fattori di sostegno e indebolimento dell'USD si manterranno probabilmente più o meno in equilibrio.

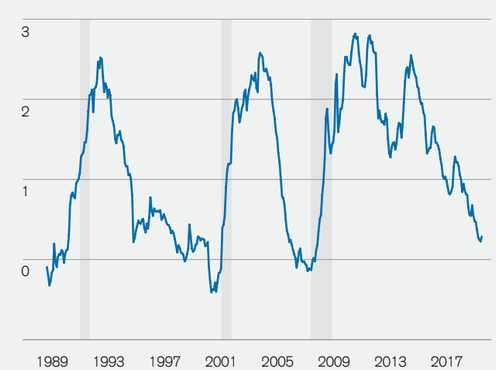
Spotlight

Inversione nella curva dei rendimenti USA: dobbiamo preoccuparci?

La curva dei rendimenti USA si è sensibilmente appiattita nel 2018, registrando un incremento molto maggiore dei rendimenti a breve termine rispetto alle durate più lunghe. Poiché in passato le curve piatte o invertite coincidevano con le recessioni (v. grafico), ci siamo chiesti se, a fronte di questo andamento, la nostra previsione di crescita economica negli USA non sia troppo ottimistica.

L'appiattimento della curva dei rendimenti tende ad anticipare un rallentamento economico per questo motivo: di solito, le banche centrali aumentano i tassi d'interesse a breve termine per ridurre le pressioni inflazionistiche durante una forte espansione economica. Questo provvedimento abbassa la componente di aspettativa inflazionistica nei rendimenti obbligazionari.

Appiattimento della curva dei rendimenti
Spread fra i rendimenti degli US Treasury a 10 e a 2 anni (in punti %)



Ultimo aggiornamento dei dati
30 ottobre 2018
Fonte Credit Suisse, Bloomberg

Spread di rendimento tra US Treasury
Recessioni USA

Tuttavia, nello stesso tempo la componente dei rendimenti reali sale. I maggiori costi del capitale di terzi rallentano l'economia. Un'inversione nella curva dei rendimenti implica che il mercato obbligazionario ha iniziato a scontare un futuro allentamento della politica monetaria: ciò significa che la banca centrale è stata troppo restrittiva e il rischio di recessione è aumentato.

Questa volta è diverso, o forse no
Sono state avanzate varie argomentazioni per spiegare che, al momento attuale, la curva dei rendimenti dovrebbe essere strutturalmente più piatta. Alcuni suggeriscono che il term premium (ossia l'interesse più alto riservato agli investitori che mantengono le obbligazioni a scadenza più lunga) dovrebbe essere inferiore perché le banche centrali sembrano avere adottato con successo misure specifiche per contrastare l'inflazione, abbassando in maniera continuativa le aspettative di inflazione. Questa argomentazione ci lascia perplessi, anche perché la curva è stata tanto ripida in questo ciclo quanto in quelli passati e le aspettative di inflazione negli USA sono ritornate su livelli medi. In più, alcuni fattori tra cui l'accresciuto debito pubblico fanno pensare che il term premium potrebbe essere in realtà più consistente che in passato. Per questo riteniamo prematuro rinunciare all'inversione nella curva dei rendimenti come segnale di recessione.

Tuttavia non prevediamo inversioni per il 2019 anche perché la Federal Reserve (Fed) probabilmente coglierà il segnale di avvertimento dato da questo appiattimento. Se la curva dovesse diventare «troppo piatta», la Fed si prenderà probabilmente, una pausa dalla politica restrittiva consentendo di conseguenza alla curva di risalire nuovamente.

L'opinione sui settori

Le prospettive di quasi tutti i settori nel mondo dipendono dai cicli economici regionali o globali. I movimenti dei tassi d'interesse hanno un notevole impatto in presenza di un elevato effetto leva. In più, il rapido progresso tecnologico continua a sostenere gli innovatori e a scompaginare molte aziende affermate.

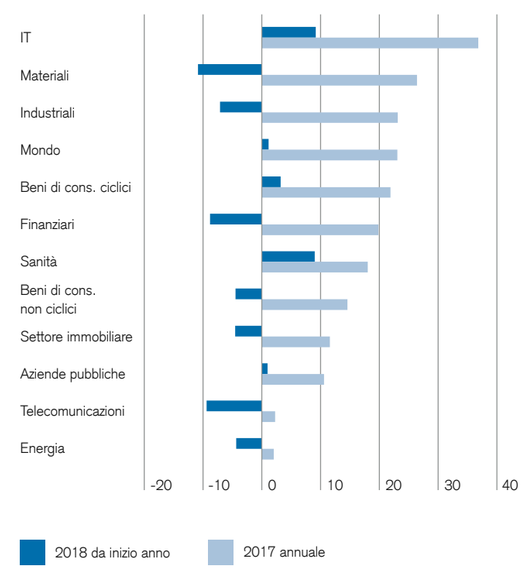
Nel 2018 la performance dei settori è stata caratterizzata da notevoli divergenze. I due settori di crescita principali – IT e sanità – hanno espresso la performance più sostenuta, mentre non è prevalso un trend predominante tra settori ciclici e difensivi. Il settore energetico è rimasto costante tra alti e bassi nei prezzi del petrolio. L'inasprimento della politica monetaria USA e il correlato appiattimento della curva dei rendimenti hanno danneggiato i titoli finanziari.

Guardando al 2019, riteniamo che alcune di queste tendenze dovrebbero continuare. Per esempio, è nostra opinione che le spese d'investimento in fase di fine ciclo potrebbero sostenere il settore industriale, mentre i materiali trarrebbero beneficio dall'innovazione e da valutazioni più interessanti. La questione fondamentale è se i settori IT e sanità produrranno altri solidi rendimenti. La crescita dovrebbe rallentare in quasi tutti i campi dell'IT, eppure riteniamo che il settore resterà interessante per le sue innovazioni. Vediamo ancora spazio per importanti avanzamenti anche nella sanità, per esempio nell'ambito della terapia genica.

Beni di consumo: l'e-commerce è la nuova normalità
Nel nostro scenario di base, il settore dei beni di consumo dovrebbe beneficiare di una crescita forte e continua e di solidi mercati del lavoro, nonostante la Cina e le dispute commerciali costituiscano i rischi principali. In Cina i prodotti costosi come le auto rimarranno probabilmente sotto pressione ma le tendenze di crescita strutturale, come l'espansione della classe media, dovrebbero sostenere gli acquisti di articoli di lusso come cosmetici e bevande alcoliche di alta gamma. I dazi più alti imposti alla Cina potrebbero nuocere principalmente ai consumatori statunitensi. Nel frattempo, l'e-commerce sta diventando la nuova normalità e le vendite online hanno tutte le carte in regola per continuare a crescere a ritmo sostenuto. Alcuni rivenditori già presenti sul mercato si stanno adattando con successo a quest'attività.

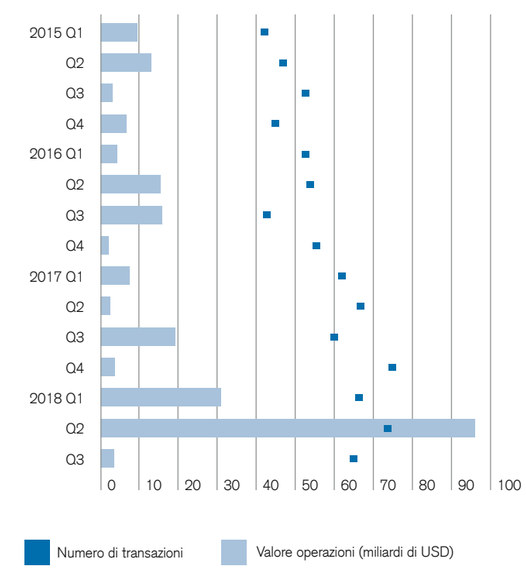
Energia: l'attenzione si sposta sulla crescita a lungo termine
Le prospettive per il settore energetico sono positive, perché i guadagni saranno probabilmente accelerati dall'aumento dei volumi di produzione e da ulteriori incrementi di prezzo. Le valutazioni sono tornate su livelli di fair

IT ancora in testa
Rendimenti annuali lordi complessivi (in %) MSCI World



Ultimo aggiornamento dei dati 08 novembre 2018
Fonte Bloomberg, Credit Suisse

Forte aumento delle operazioni di M&A nel settore biotech



Ultimo aggiornamento dei dati 10 ottobre 2018
Fonte Bloomberg, Credit Suisse

value. Poiché i prezzi del petrolio e l'utile per azione (EPS) prima o poi perderanno la spinta al rialzo, gli investitori sposteranno l'attenzione probabilmente sulla crescita a lungo termine. Essi terranno monitorate eventuali limitazioni alla produzione nel Bacino Permiano negli USA e nell'industria dello scisto, così come l'impatto di tali restrizioni sulle società di prospezione e servizi petroliferi. La severa normativa sui carburanti navali è un altro elemento che suscita preoccupazione per le raffinerie. Infine, gli investitori cercheranno segnali di ripresa nella trivellazione offshore dopo un prolungato periodo di debolezza.

Titoli finanziari: le sfide strutturali restano
La crescente domanda di prestiti in quasi tutte le economie avanzate dovrebbe andare a vantaggio dei titoli finanziari. Altrettanto stimolante per l'Europa dovrebbe essere una maggiore ripidità della curva dei rendimenti in previsione del rialzo dei tassi della BCE, mentre l'ulteriore appiattimento negli USA potrebbe fungere da ostacolo. Le regolamentazioni nazionali, i bilanci deboli e gli accantonamenti inadeguati stanno rallentando il consolidamento tanto necessario per il settore bancario europeo. Le fusioni e acquisizioni (M&A) transfrontaliere sono più probabili nel comparto assicurativo, di cui si prediligono i rami non vita e salute. Le banche continuano a privilegiare il contenimento dei costi rispetto alla crescita, nonostante gli interessanti rendimenti da dividendi che potrebbero sostenere il sottosettore.

Sanità: innovazione e M&A a sostegno della crescita
Per i prossimi anni prevediamo un'ondata di autorizzazioni per i farmaci biosimilari, sostenuta da una leadership più aggressiva della Food and Drug Administration statunitense. Le grandi aziende potrebbero così investire in innovazioni significative, tra cui la terapia genica. Alcune di queste terapie, come i trattamenti forse vicini a una cura risolutiva dell'atrofia muscolare spinale e dell'emofilia A, dovrebbero essere disponibili negli USA a partire dal 2019. I timori di interventi normativi guidati dai politici stanno perdendo forza. A nostro parere si dovrebbe registrare una outperformance delle società leader nell'innovazione, sia se sviluppano nuovi trattamenti in autonomia che se attingono al segmento delle small e mid cap tramite operazioni di M&A.

Titoli industriali: sulla strada della crescita di fine ciclo
Le valutazioni del settore industriale hanno raggiunto un picco del ciclo, ma il miglioramento di EPS e ricavi dovrebbe beneficiarne se la crescita economica resta sostenuta come prevediamo. Il sottosettore dei beni strumentali dovrebbe essere spinto al rialzo dalla ripresa del comparto minerario, gas-petrolifero e dell'edilizia industriale. Il settore dovrebbe trarre vantaggio anche dalle innovazioni nell'automotive e dagli ulteriori investimenti in robotica trasversali alle industrie.

IT: la crescita rallenta
I guadagni nell'industria dei semiconduttori probabilmente si ridurranno dopo due anni e mezzo di crescita sostenuta. Ciò è principalmente dovuto all'espansione della capacità manifatturiera, che mette sotto pressione i prezzi dei chip. La sovracapacità è limitata e, considerando la forte domanda sottostante di chip nei centri dati e in settori come la comunicazione, la correzione dovrebbe essere abbastanza delicata. Il passaggio delle aziende all'infrastruttura del cloud, la digitalizzazione dei processi commerciali e i centri dati su iperscala dovrebbero andare a beneficio di Internet e delle industrie di software. Il settore dell'hardware informatico potrebbe invece assistere a un rallentamento nella domanda di PC e, per il mercato degli smartphone, si prevede una crescita a singola cifra percentuale nonostante innovazioni come i display pieghevoli, i servizi di realtà aumentata e le reti 5G.

Materiali: cambiamenti in produzione e nelle tendenze di prodotto
Prevediamo che la produzione di acciaio continui a migliorare per effetto di una domanda sostenuta. In Cina, le preoccupazioni per l'ambiente dovrebbero accelerare la domanda di minerale di ferro di qualità migliore per ridurre l'inquinamento. Dato che questo paese sottrae capacità al mercato e passa a minerale di ferro di qualità migliore, l'offerta globale di acciaio dovrebbe restare equilibrata nel 2019. Nel settore chimico, la Cina sta abbandonando il carbone a favore del gas come materia prima principale. Le società estrattive dovrebbero continuare a remunerare il capitale degli azionisti pagando dividendi interessanti e riacquistando azioni proprie. A livello di prodotti chimici, proseguono temi importanti come l'evoluzione della tecnologia delle batterie per i veicoli elettrici e il passaggio dalla plastica ai prodotti biodegradabili. Considerando la sua posizione dominante sul mercato, un potenziale rallentamento della Cina è quindi il rischio principale del settore.

Telecomunicazioni: guadagni nel mobile, debolezza sulla linea fissa
Nel settore delle telecomunicazioni le differenze tra i singoli mercati resteranno probabilmente significative. Negli Stati Uniti prevediamo un aumento delle tendenze di mercato verso il wireless per effetto delle nuove offerte di 5G. In Europa il contesto normativo sta migliorando. Ora che è possibile separare reti e servizi, le società di rete possono ricalcolare le azioni. Dividendi interessanti e valutazioni relative ai minimi storici dovrebbero attirare gli investimenti, specialmente se si attenua l'ottimismo per la crescita. In Giappone la concorrenza è destinata a intensificarsi, poiché sul mercato si è aggiunto un quarto operatore. La Cina vede profilarsi all'orizzonte operazioni di consolidamento, perché gli investimenti per le reti 5G sono troppo elevati e quindi fuori portata delle singole aziende. La pressione dei governi di tutto il mondo per lanciare le reti 5G e le iniziative in ambiti come l'Internet delle cose potrebbero decidere il destino del settore.

Aziende pubbliche: evoluzione verso servizi più verdi e puliti
L'aumento dei tassi d'interesse potrebbe determinare un'ulteriore pressione sulle valutazioni delle aziende pubbliche regolamentate, specialmente in Europa. In Spagna e nel Regno Unito, esse devono metabolizzare i nuovi tariffari per i rendimenti regolamentati. Poiché i costi stanno scendendo a livelli competitivi, gli investitori si concentreranno sul passaggio alle rinnovabili che si sta verificando nei portafogli della generazione di energia elettrica. I produttori di energia termica beneficiano delle chiusure che riguardano al momento le centrali nucleari in Germania e Belgio, e in futuro le centrali a carbone di vari paesi. Il recente aumento dei prezzi del carbonio nell'UE costituisce un altro centro di attenzione. Se continuasse, questa tendenza sosterrebbe un ulteriore aumento dei prezzi dell'energia producendo profitti inaspettati per i produttori di elettricità pulita.

Settore immobiliare: e-commerce e strutture assistite fra le tendenze di crescita
Sul settore immobiliare incidono due fattori di segno opposto: crescita economica e rialzo dei rendimenti (associato alla crescita). Dopo che il settore è stato penalizzato dall'aumento consistente dei tassi di interesse negli USA nel 2018, il 2019 porterà probabilmente con sé una maggiore volatilità. Sebbene il settore sia sostenuto dalla crescita economica, la normalizzazione della politica monetaria globale avrà un effetto negativo. Inoltre i prezzi per gli immobili ad uso commerciale stanno diventando poco vantaggiosi, soprattutto negli USA. Con l'avanzare del ciclo, gli investitori sono diventati più selettivi e cercano opportunità anche al di fuori delle strategie core consuete. Puntano ad esempio sugli immobili per la logistica che si espande di pari passo con la crescita dell'e-commerce, oppure sulle strutture assistite e di cura per il crescente numero di anziani.

Produzione di elettricità a zero emissioni di carbonio sostenuta dal rialzo dei prezzi della CO_2
Prezzi della CO_2 nel Sistema europeo per lo scambio delle quote di emissione (EUR per tonnellata di CO_2)

Ultimo aggiornamento dei dati 06 novembre 2018
Fonte Bloomberg, Credit Suisse

La situazione delle monete

Di solito gli investimenti in monete estere non generano extra-rendimenti rispetto alle posizioni di liquidità in valuta interna. Tuttavia, quando le monete sono chiaramente sottovalutate, detenere tali posizioni può risultare vantaggioso. La tenuta di monete rifugio a basso rendimento è invece remunerativa in caso di impennata dei rischi.

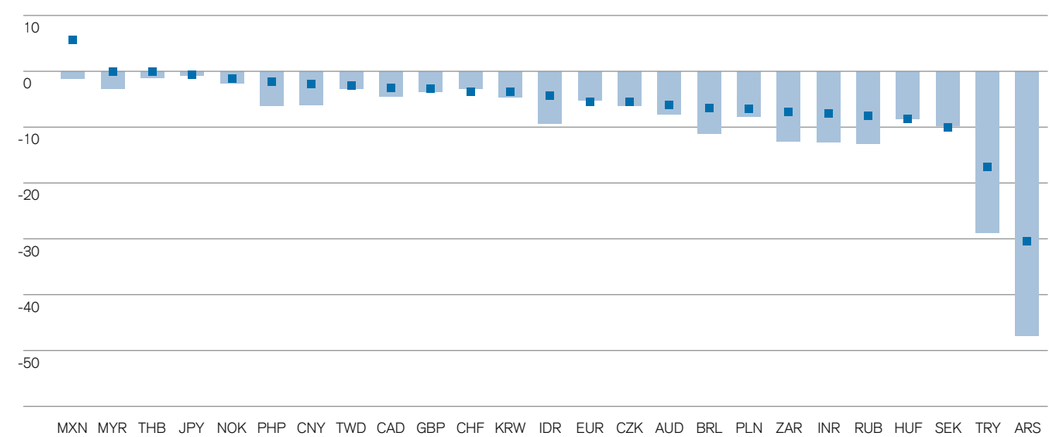
Nel 2018 i mercati valutari hanno prodotto una serie di sorprese. Secondo le previsioni, in generale le principali monete avrebbero dovuto espandere gli utili del 2017 rispetto all'USD. Tuttavia l'accelerazione superiore al previsto della crescita statunitense lo ha impedito. In risposta alla crescita sostenuta, la Federale Reserve (Fed) statunitense ha alzato più volte i tassi, mentre, le banche centrali di altre economie avanzate hanno mantenuto una linea morbida. Il tasso d'interesse o il vantaggio di carry trade (differenza positiva tra i tassi d'interesse di due monete) per l'USD sono quindi aumentati. In più il peggioramento dei deficit gemelli statunitensi non ha indebolito l'USD.

Guardando al 2019, riteniamo improbabile un altro brusco aumento dell'USD. Mentre la crescita statunitense potrebbe restare più sostenuta rispetto ad altre economie avanzate, il divario dovrebbe ridursi. I tassi della banca centrale USA si manterranno su un livello sensibilmente più elevato rispetto ad altre economie avanzate e il divario potrebbe addirittura allargarsi fino a metà 2019. Se la crescita e l'inflazione continuano a recuperare terreno al di fuori degli USA, le altre banche centrali potrebbero anticipare l'applicazione di misure d'inasprimento. Infine, la nostra proiezione indica una moderata sopravvalutazione dell'USD rispetto alle altre monete principali. È difficile prevedere se i deficit gemelli possano ripresentarsi come fattori di rischio per l'USD. La probabilità sarebbe massima se la crescita economica degli USA subisse un notevole rallentamento, cosa che riteniamo improbabile nel 2019.

Per quanto riguarda le monete dei mercati emergenti (ME), percepiamo maggiore movimento nei fondamentali: i governi di molti ME hanno dovuto aumentare i tassi d'interesse per reagire alla pressione esercitata sulle loro valute nel 2018. Di conseguenza il carry tra monete dei ME e USD è aumentato, a volte anche in misura consistente. Nel contempo si registrano valutazioni più interessanti per alcune monete. Ciò suggerisce che le strategie basate tanto sulla valutazione quanto sul carry possano ridiventare efficaci, purché i fondamentali restino costruttivi. Nello specifico, le monete si rivaluteranno solo se il saldo con l'estero del rispettivo paese si stabilizza. Si dovranno perciò osservare attentamente i progressi compiuti verso il riequilibrio.

Cambi di direzione in politica
Nel 2018 determinate monete hanno subito l'impatto anche degli eventi politici. L'escalation delle tensioni commerciali tra USA e Cina ha indebolito l'RMB, mentre gli stretti legami economici tra Giappone e Cina possono avere

E il vincitore è…l'USD
Rendimenti spot e assoluti di monete selezionate rispetto all'USD nel 2018 (in %)



Ultimo aggiornamento dei dati 05 novembre 2018
Fonte Bloomberg, Credit Suisse

Nota La Figura mostra le variazioni dei tassi d'interesse di alcune monete rispetto all'USD dall'inizio del 2018 fino alla scadenza editoriale. Mostra inoltre i rendimenti totali da una posizione long forward in ciascuna moneta rispetto all'USD, ossia la somma tra differenziale positivo (o negativo) del tasso d'interesse (il cosiddetto carry) e il tasso di cambio. La conclusione è che le strategie carry hanno generato rendimenti negativi con perdite significative soprattutto per l'ARS e il TRY. Vicino all'MXN, una sola valuta di carry trade ha generato rendimenti positivi: l'USD.

impedito la rivalutazione del JPY che godeva di una quotazione interessante. In Europa i timori per la politica fiscale italiana hanno temporaneamente sostenuto il CHF, mentre la GBP ha subito oscillazioni a ogni cambio di direzione sulla strada verso la Brexit. Guardando al 2019, riteniamo che il conflitto commerciale USA-Cina non si risolverà in tempi rapidi. Di conseguenza, l'RMB potrebbe restare sotto pressione. Questa tendenza è destinata a continuare finché le autorità cinesi manterranno una politica monetaria accomodante. Tuttavia, siamo del parere che la Cina procederà con cautela per non scatenare l'incertezza degli investitori e le fughe di capitale.

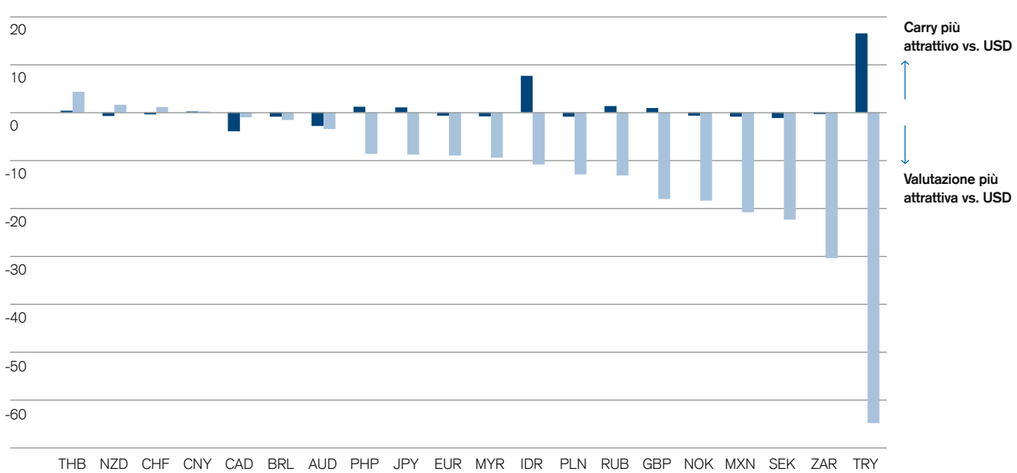
Per quanto riguarda il conflitto sul disavanzo pubblico tra Italia e Unione europea, consideriamo piuttosto improbabile che la BCE ceda alla pressione della politica italiana. Di conseguenza, queste tensioni sul cross valutario con l'EUR dovrebbero avere un impatto limitato. Nel frattempo, le valutazioni continuano a sostenere la GBP nell'ipotesi che una Brexit morbida contribuisca a chiudere lo sconto di valutazione. Per contro, una Brexit dura e il caos a cui darebbe vita intensificherebbero la pressione sulla GBP.

Le monete dei ME sembrano più interessanti
A quanto pare, gli sviluppi dell'anno scorso hanno determinato una situazione in cui value e carry coincidevano per alcune monete. Gli investitori dovrebbero quindi riuscire a generare extra-rendimenti dopo un 2018 deludente. Sulla base della nostra proiezione, GBP, NOK e SEK sembrano chiaramente interessanti tra le monete delle economie avanzate. Tra le monete dei ME spiccano invece TRY e MXN. L'NZD e il CHF risultano cari così come il THB, unico caso tra le monete dei ME.

Il BRL e il TRY sono due monete dei ME interessanti in termini di carry. Tuttavia, la nostra previsione di un quadro inflazionistico generalmente mite nei ME e di un differenziale di tasso reale molto ampio per i mercati sviluppati, compreso l'USD, suggerisce che altre monete dei ME potrebbero sovraperformare rispetto all'USD. Nel frattempo alcune monete di carry di economie tradizionalmente avanzate, in particolare l'AUD, hanno perso attrattiva all'indomani dell'inasprimento della Fed. Tra le monete rifugio, la divergenza di valutazione tra il CHF in qualche misura sopravvalutato e il JPY sottovalutato si dovrebbe colmare, soprattutto se si calmano i timori di una guerra commerciale.

In conclusione, i detentori di una consistente liquidità in monete a basso rendimento (p.es. CHF ed EUR), che vengono scambiate nella rispettiva fascia di fair value, dovrebbero riuscire ad aumentare i rendimenti acquisendo posizioni tra alcune monete carry o value appena elencate. Gli investitori su base USD sono meno incentivati a compiere tale operazione, visto che i rendimenti in liquidità USA sono più elevati. Detto questo, con l'USD un po' sopravvalutato e i deficit gemelli che potrebbero ripresentarsi come fattore di rischio, una diversificazione limitata potrebbe anche migliorare la performance del portafoglio.

Correzioni significative nelle valutazioni delle monete nel 2018
Deviazione dal fair value rispetto all'USD (in %) e variazione nel carry (differenziale di interesse in %) rispetto all'USD



Ultimo aggiornamento dei dati 10 ottobre 2018
Fonte Bloomberg, Credit Suisse

Variazione del carry (da inizio anno)
Deviazione dal fair (ultimo valore)

Spotlight

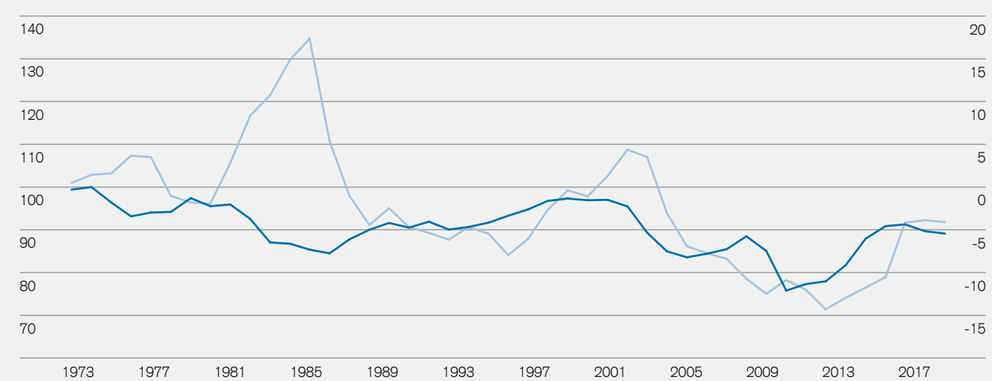
I deficit gemelli – croce o delizia per l'USD?

I cosiddetti deficit gemelli degli USA, ossia la combinazione tra un cospicuo disavanzo fiscale e il deficit delle partite correnti, sono spesso considerati un fattore di rischio per l'USD. Le prove a loro carico sono tuttavia contrastanti. Durante il boom economico iniziato nel 1982 con Ronald Reagan alla presidenza degli USA, il peggioramento dei deficit gemelli ha coinciso con un rafforzamento sostanziale dell'USD. In tutte le altre situazioni l'USD si è invece indebolito. La ragione di questa ambiguità è che l'aumento del disavanzo fiscale da un lato è spesso il principale responsabile del peggioramento dei conti con l'estero, ma dall'altro spinge al rialzo la crescita e i tassi d'interesse reali. Questi ultimi sono in genere considerati elementi di sostegno di una valuta. Se, per compensare la crescita della domanda e dei rischi d'inflazione, una banca centrale aumenta i tassi d'interesse, i tassi reali saranno ulteriormente spinti al rialzo. Ciò è accaduto nei primi anni '80, quando la Fed statunitense mantenne una severa politica antinflazionistica a fronte dei tagli fiscali attuati da Reagan. La combinazione tra politica fiscale espansionistica e politica monetaria restrittiva portò a rivalutare la moneta con l'incremento dei tassi reali.

Invece un maggiore deficit delle partite correnti potrebbe indebolire la moneta in alcune circostanze. Un deficit più consistente spinge gli investitori globali ad aumentare gli investimenti nella rispettiva valuta. Per stimolarli in tale direzione, si deve aumentare il premio di rischio sulla moneta a titolo di compensazione. Per ottenere un premio di rischio più consistente, gli spread di rendimento devono aumentare o la moneta deve diventare più conveniente, oppure devono verificarsi entrambi i casi.

È difficile prevedere quale dei due dominerà il 2019. Sarà probabilmente il primo, finché l'ottimismo sulla crescita USA resterà inalterato e la Fed si manterrà restrittiva. Se la crescita degli Stati Uniti dovesse rallentare in misura rilevante, aumenterebbero i dubbi sulla sostenibilità dei bilanci gemelli a tutto svantaggio dell'USD.

Deficit gemelli, un fattore non sempre negativo per l'USD
Deficit gemelli degli USA (combinazione tra disavanzo fiscale e deficit delle partite correnti in % del PIL) e indice del dollaro USA (DXY)



Ultimo aggiornamento dei dati 2017
Fonte Federal Reserve Bank of St. Louis, Credit Suisse

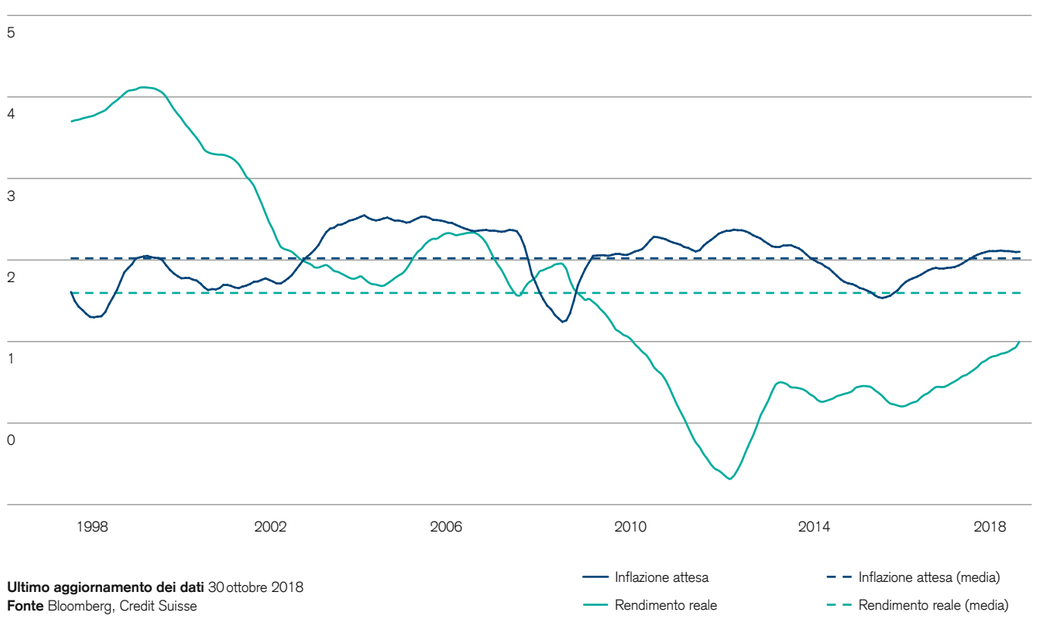
Deficit gemelli (scala di destra)
Indice USD (DXY)*

* DXY è un indice del valore dell'USD rispetto a un paniere ponderato di sei importanti valute estere.

Temi d'investimento per il 2019

Ogni anno definiamo i nostri temi d'investimento principali. Questa volta ci concentreremo su: normalizzazione dei tassi d'interesse, divergenze economiche regionali e nuovo regime geopolitico. Continueremo ad aggiornare questi temi per tutto l'anno sulla base dei cambiamenti sopravvenuti nell'House View di Credit Suisse.

Prospettive per i rendimenti reali?
Previsioni per inflazione e rendimento reale
(derivati da US Treasury Inflation-Protected Securities a 10 anni, medie mobili a 12 mesi, %)



Ultimo aggiornamento dei dati 30 ottobre 2018
Fonte Bloomberg, Credit Suisse

Tema 1: normalizzazione dei tassi d'interesse

Nell'ultima fase del ciclo attuale, in cui la recessione non è imminente e le banche centrali proseguono con la normalizzazione dei tassi di interesse, gli investitori si chiedono inevitabilmente come investire. Noi privilegiamo la propensione alla crescita per i nostri portafogli. Ciò significa concentrarsi sulle attività che hanno espresso una notevole sovraperformance nell'ultima fase delle passate espansioni, riducendo l'esposizione al mercato tramite diversificazione in più fonti di rendimento non correlate.

Cosa possiamo osservare nei cicli passati? Nelle fasi finali di espansione, in media i rendimenti delle obbligazioni USA sono aumentati e la curva si è appiattita. Tuttavia, è importante distinguere tra il periodo precedente il «Volcker shock» (ossia prima che la Federal Reserve statunitense portasse il tasso dei fondi federali al 20% nel 1981) e quello successivo. Per i rendimenti obbligazionari la tendenza è stata di salire assieme all'inflazione nei primi anni '50, raggiungere il picco nel 1981 e poi scendere fino al 2012. Questo è un fatto importante, perché qualsiasi analisi del ciclo obbligazionario sarà quasi sempre basata sulla tendenza al rialzo o al ribasso nel lungo termine.

I bassi rendimenti non rendono attraente il credito
I rendimenti si comportano come nell'era post 1981, o come nel periodo tra gli anni '50 e '80, a seconda delle prospettive dell'inflazione. Per il momento, non riteniamo probabile che l'inflazione esca dal range degli ultimi 25 anni e la possibilità che le obbligazioni vadano al ribasso è limitata. Ciò non significa che i rendimenti non potranno crescere, ma solo che il tasso a termine della Fed sui fondi potrebbe essere ancora una volta inferiore rispetto ai cicli economici precedenti. In più, il basso livello attuale e la curva molto piatta dei rendimenti rendono molto difficile ottenere un risultato positivo sulle obbligazioni, specialmente al di fuori degli USA. Nel reddito fisso di altri paesi, uno degli schemi più costanti che possiamo osservare nei cicli passati è che il credit spread tende a ridursi nella fase iniziale, si attesta intorno al minimo per tre quarti del percorso di espansione e quindi si allarga nell'ultima fase. Considerando il basso livello attuale dei tassi, il credito sembra quindi un investimento ben poco attraente nella fase di fine ciclo.

Azioni e commodity tendono alla sovraperformance
Fedeli alle aspettative, le azioni tendono a un forte rialzo nella fase finale dell'espansione. In questo comparto, le small cap hanno sottoperformato le large cap e i titoli ciclici hanno sistematicamente sovraperformato i difensivi.

In passato l'USD ha mediamente perso valore nell'ultimo terzo delle fasi di espansione ma, considerando le consistenti variazioni tra i cicli, questa osservazione non può dirsi certa. Le commodity e specialmente l'oro hanno invece registrato la tendenza a un sistematico apprezzamento.

Opportunità per i gestori attivi
In sintesi, ridurre l'esposizione sul mercato dovrebbe essere un provvedimento intuitivo vista la tendenza eccezionalmente rialzista di questo ciclo. In più, l'inasprimento della politica monetaria e le elevate valutazioni indicano che i rendimenti futuri saranno probabilmente inferiori al passato. Tutti questi elementi dovrebbero andare a vantaggio dei gestori attivi. Il fattore alfa (rendimenti non correlati) è stato scarso in questo ciclo. A causa delle elevate correlazioni tra i mercati e della bassa macro-volatilità, è stato molto difficile aggiungere valore senza un'esposizione (al mercato) di tipo beta. Guardando al futuro, è probabile che la volatilità aumenti, le correlazioni diminuiscano e le divergenze tra le economie e gli attivi diventino più pronunciate. Si potrebbe ridurre il beta incrementando l'esposizione alla strategie di rendimento assoluto, che puntano a contesti di mercato non correlati. Anche le strategie di copertura a gestione attiva potrebbero contribuire all'attenuazione del rischio, riducendo gli oneri sui rendimenti rispetto ad altre coperture come l'acquisto di opzioni put.

Tema 2: divergenze economiche regionali

Tra i vari paesi, le differenze di forza relativa a livello di mercati del lavoro e crescita economica hanno determinato ampie divergenze nella politica monetaria globale, spingendo i differenziali dei tassi d'interesse all'aumento e a cospicui movimenti tra le monete. Questa situazione ha non solo incentivato il flusso di capitali verso gli USA spingendo l'USD al rialzo, ma ha anche evidenziato debolezze sui mercati emergenti (ME) con squilibri consistenti come in Argentina e Turchia. Ciò ha contribuito a spostare altro capitale verso gli attivi statunitensi, creando un circolo vizioso per i ME. Per gli investitori, è importante cercare ampie differenze tra dati fondamentali e corsi per individuare interessanti opportunità d'investimento.

La politica delle banche centrali sotto la lente
I cicli di inasprimento della politica monetaria tendono ad appiattire le curve dei rendimenti. Dato che la Federal Reserve (Fed) mantiene questa direzione, il recente appiattimento della curva in USD dovrebbe proseguire. Anche la curva dei tassi in EUR dovrebbe appiattirsi, mentre la crescita dell'Eurozona inizia a recuperare e la Banca centrale europea diventa più aggressiva. Per contro, la Banca del Giappone ha adottato una politica di controllo della curva che ha limitato i rendimenti decennali, quindi qualsiasi ritorno a uno stile accomodante potrebbe sortire l'effetto opposto di rendere più ripida la curva.

Rialzi salariali
Sui mercati azionari, tra salari più alti e tassi d'interesse che colpiscono i margini da un lato, e la maggiore crescita che li accompagna dall'altro, esiste un compromesso che potrebbe controbilanciare l'impatto negativo dell'aumento dei costi. Dovrebbero sovraperformare i paesi che forniscono più sostegno fiscale e i settori che, avendo una minore intensità di manodopera e capitali o un minore effetto leva, sono meno esposti all'impatto di buste paga e tassi più alti.

Le partite correnti fanno la differenza
I ME sono caratterizzati da una serie di divergenze che probabilmente resteranno anche nell'anno venturo. Al contrario dei paesi con deficit delle partite correnti, le economie con surplus delle partite correnti dovrebbero essere meno vulnerabili. Se il ciclo capex dei mercati sviluppati (MS) continua ad accelerare, questo contrasto dovrebbe risultare ancora più evidente poiché le economie in surplus beneficerebbero di un cospicuo aumento delle importazioni nei MS. Se la crescita globale rallenta, quasi tutti i paesi in surplus dovrebbero essere capaci di adottare misure controcicliche, mentre i paesi in deficit si troverebbero ad affrontare un peggioramento del compromesso crescita-inflazione. Anche le tensioni commerciali rivestono un ruolo importante e riteniamo probabile che tra USA e Cina resteranno elevate. Tuttavia, la Cina combinerà incentivi e svalutazione monetaria per controbilanciare qualsiasi impatto reale sulla crescita.

È importante cercare ampie divergenze tra dati fondamentali e corsi per individuare interessanti opportunità d'investimento. Ciò significa che in alcuni casi, laddove i corsi risultino notevolmente lontani dai dati fondamentali, potrebbe avere senso detenere paesi con deficit di partite correnti o vendere paesi con surplus delle partite correnti. Le elezioni in Brasile hanno determinato una volatilità che consideriamo ingiustificata. La Russia, che spicca tra i ME per i dati fondamentali più forti e la politica economica più credibile, dovrebbe trarre vantaggio dall'aumento dei prezzi del petrolio. Israele ha una solida bilancia dei pagamenti e una sana prospettiva economica. La Corea del Sud, invece, è notevolmente esposta al commercio e alla globalizzazione e si sta impegnando a diventare un'economia più orientata verso le dinamiche interne. Infine, il Sudafrica manifesta un deterioramento delle prospettive di crescita interna e inflazione che lo rende uno dei paesi più esposti ai rischi esterni.

Tema 3: un nuovo regime geopolitico

Negli ultimi 40 anni abbiamo assistito all'avanzata della globalizzazione e del libero scambio, alla deregolamentazione e alla focalizzazione su un minore ruolo dello Stato nella società. Queste politiche hanno dato vita a tre decenni di forte crescita globale accompagnata da una moderata inflazione, da una bassa volatilità macroeconomica e da mercati globali ancora più integrati.

L'ascesa del populismo
Con gli aspetti positivi sono però arrivate conseguenze involontarie come i cicli di espansione e frenata, la netta perdita del potere di contrattazione della manodopera e la crescente disuguaglianza. Quest'ultima è stata alimentata dal calo dei salari reali per la maggior parte dei lavoratori, che si sono trovati a competere con centri offshore a basso costo. In altre parole, le comunità che dipendevano da tali posti di lavoro hanno assistito al declino degli standard di vita e all'aumento di disoccupazione e criminalità, che hanno ulteriormente aggravato il senso di abbandono. La reazione dei decisori politici alle recenti crisi ha contribuito a sostenere uno dei rialzi più consistenti mai registrati finora, aiutando ancora una volta i detentori di capitale e creando una ripresa percepita a vantaggio di pochi, ma a spese di molti. L'immigrazione ha offerto agli elettori disillusi un facile bersaglio su cui dirigere la rabbia e, a politici e ideologi opportunisti, un argomento su cui concentrarsi. Tutto ciò ha condotto all'ascesa del populismo che probabilmente acquisirà ulteriore spinta.

I rischi di commercio e inflazione
Quali sono le implicazioni per i mercati? Dovremmo innanzitutto presumere che le attuali tensioni tra USA e Cina continueranno, e che qualsiasi impatto economico sarebbe probabilmente controbilanciato dagli incentivi fiscali cinesi. A nostro giudizio, il rischio principale ruota non solo intorno al commercio, ma anche all'inflazione. Gli investitori sono stati portati a credere che, così come i rendimenti obbligazionari, nemmeno l'inflazione possa aumentare in misura significativa. Tuttavia, questo è stato un periodo unico nella storia e i populisti, se lasciati ai loro mezzi, adotterebbero chiaramente politiche che invertirebbero molte forze deflazionistiche degli ultimi 30 anni. Ciò determina un rischio fondamentale se va a sommarsi con elevati livelli di debito e un'insostenibile traiettoria fiscale. In realtà non intendiamo assolutamente prefigurare uno scenario di questo tipo, ci stiamo limitando a evidenziare un'asimmetria nei prezzi del mercato. Un aumento delle previsioni inflattive globali ai livelli standard pre-2017 porterebbe a una probabile e sostanziale revisione dei prezzi per i mercati degli attivi.

Se tale rischio si dovesse materializzare, è probabile che la correlazione tra obbligazioni e azioni inverta la rotta, riducendo la diversificazione dei portafogli a tutto vantaggio di attivi reali come le commodity e i titoli del Tesoro USA protetti dall'inflazione (TIPS). Per essere chiari: probabilmente non siamo prossimi a un vero shock inflazionistico e occorrerebbe un grave rallentamento dell'economia per scatenarlo. Sembra tuttavia opportuno acquistare titoli protetti dall'inflazione convenienti, quando sono disponibili. Poiché i populisti favoriscono l'espansione fiscale, dovrebbero sovraperformare i mercati azionari dei paesi più capaci di fornire questo stimolo: al momento attuale Stati Uniti e Cina. È chiaro che la Cina non è populista, ma il governo ha la capacità e l'intenzione di applicare gli incentivi fiscali. Sono anche la sua difesa principale contro i dazi commerciali statunitensi. Privilegiamo quindi i titoli di Stato di breve durata dell'Eurozona rispetto a quelli degli Stati Uniti.

Cambiamenti demografici
A tutto ciò si aggiunge l'invecchiamento della popolazione: presto i nati nel periodo del baby boom inizieranno a concentrare le loro spese quasi esclusivamente sulla salute. La crescita sarà ostacolata e i programmi di assistenza sociale e sanitaria saranno posti sotto pressione: la questione dovrà diventare un punto centrale per i decisori politici e un'altra sfida per la situazione fiscale. Consigliamo di detenere quote selezionate del settore sanitario che dovrebbero beneficiare di una maggiore domanda dei baby boomer in età sempre più matura, ma anche quote del settore tecnologico che puntano all'automazione e alla riduzione dei costi sanitari, nonché a una migliore esperienza dei pazienti anziani. Il nostro Supertrend «Silver Economy» è una buona soluzione per prepararsi a tale cambiamento.

Calendario 2019

summit e riunioni

elezioni (presidenziali e parlamentari)

Nota Il calendario non mostra le riunioni di tutte le banche centrali.

Gennaio

22–25 gennaio | Svizzera
Forum economico mondiale

24 gennaio | Eurozona
Riunione della Banca centrale europea (BCE): riunione per la politica monetaria

29/30 gennaio | Stati Uniti
Riunione del Federal Open Market Committee (FOMC)

Febbraio

07 febbraio | Regno Unito
Riunione del comitato di politica monetaria della Bank of England

Marzo

19/20 marzo | Stati Uniti
Riunione del FOMC

07 marzo | Eurozona
Riunione della BCE sulla politica monetaria

31 marzo | Ucraina
Elezioni presidenziali

29 marzo | UK/Unione europea
Scadenza Brexit: il Regno Unito lascia la UE

Aprile

12–14 aprile | Stati Uniti
Riunione di primavera del Gruppo della Banca mondiale e del Fondo Monetario Internazionale

24/25 aprile | Giappone
Riunione della Banca del Giappone (BoJ) sulla politica monetaria

17 aprile | Indonesia
Elezioni presidenziali

Maggio

30 aprile/01 maggio | Stati Uniti
Riunione del FOMC

26 maggio | Belgio
Elezioni federali

23–26 maggio | Unione europea
Elezioni del Parlamento europeo

Giugno

18/19 giugno | Stati Uniti
Riunione del FOMC

06 giugno | Eurozona
Riunione della BCE sulla politica monetaria

28/29 giugno | Giappone
G20 in Giappone

19/20 giugno | Giappone
Riunione della BoJ sulla politica monetaria

Luglio

25 luglio | Eurozona
Riunione della BCE sulla politica monetaria

30/31 luglio | Stati Uniti
Riunione del FOMC

29/30 luglio | Giappone
Riunione della BoJ sulla politica monetaria

Agosto

Fine agosto | Stati Uniti
Simposio di politica economica a Jackson Hole

25–27 agosto | Francia
Summit del G7

Settembre

12 settembre | Eurozona
Riunione della BCE sulla politica monetaria

18/19 settembre | Giappone
Riunione della BoJ sulla politica monetaria

17/18 settembre I Stati Uniti
Riunione del FOMC

Ottobre

27 ottobre | Argentina
Elezioni presidenziali

20 ottobre | Svizzera
Elezioni federali

31 ottobre | Eurozona
Fine mandato del presidente della BCE Draghi

31 ottobre | Unione europea
Fine mandato del presidente della Commissione europea Juncker

Novembre

05 novembre | Stati Uniti
Elezioni fuori anno

Dicembre

10/11 dicembre | Stati Uniti
Riunione del FOMC

12 dicembre | Eurozona
Riunione della BCE sulla politica monetaria

18/19 dicembre | Giappone
Riunione della BoJ sulla politica monetaria

Informazioni importanti

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 particolari nel commercio di valori mobiliari" 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 una garanzia della performance futura. Il prezzo e il valore degli investimenti menzionati e l'eventuale reddito maturato possono aumentare, diminuire oppure essere soggetti a fluttuazioni. La performance passata non costituisce un riferimento per la performance futura. Se un investimento è denominato in una moneta diversa dalla valuta di base, le variazioni del tasso di cambio possono sortire un effetto negativo sul valore, sul prezzo o sul reddito. È opportuno 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 e potrebbero non essere adatte a molti investitori privati. L'entità della perdita dovuta alle oscillazioni dei mercati può essere notevole ed è anche possibile registrare una perdita totale.

Gli investitori in immobili sono esposti a rischi di liquidità, di cambio e altro genere, come per esempio rischio ciclico, di locazione nonché ai rischi dei mercati locali, quali il rischio ambientale e variazioni a livello di contesto legale.

Rischio di tasso d'interesse e di credito
Il mantenimento del valore di un'obbligazione dipende dalla solvibilità dell'Emittente e/o del Garante (ove applicabile), che può variare nel corso del periodo di validità dell'obbligazione. In caso di insolvenza dell'Emittente e/o Garante dell'obbligazione, l'obbligazione o il reddito che ne deriva non sono garantiti ed è possibile che 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
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: http://www.credit-suisse.com

ESCLUSIONE DI DISTRIBUZIONE, SOLLECITAZIONE O CONSULENZA: Il presente rapporto è fornito a puro titolo informativo e illustrativo ed è destinato a un impiego strettamente personale. Non costituisce una sollecitazione, un'offerta o una raccomandazione di acquisto o vendita di alcun titolo o altro strumento finanziario. Qualsiasi informazione che includa fatti, opinioni o citazioni può essere sintetizzata o riassunta ed è espressa alla data di redazione. Le informazioni contenute nel presente rapporto sono state fornite solamente a titolo di commento di mercato generale e non costituiscono una forma di consulenza finanziaria regolamentata, né un servizio legale, fiscale o un altro servizio regolamentato. Non tengono conto degli obiettivi, della situazione o delle necessità finanziarie di alcun soggetto, che devono essere necessariamente considerati prima di effettuare una decisione d'investimento. Prima di prendere qualunque decisione d'investimento sulla base del presente rapporto 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 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 conformemente ai Principi di Trattamento dei Dati dei Clienti consultabili presso il vostro domicilio accedendo al sito web ufficiale di CS all'indirizzo www.credit-suisse.com/ch/it/legal.html.

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:** Le presenti informazioni sono state distribuite 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. **Austria:** Il presente report è distribuito da CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (la "filiale austriaca"), 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 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-2991 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo, nonché dell'autorità di sorveglianza austriaca, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna, Austria. **Bahrain:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, Bahrain Branch, 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. Credit Suisse AG, filiale del Bahrain, ha sede al Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama,

Regno del Bahrain. **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 report 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 dell'autorità di sorveglianza francese, la Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), e della Autorité des Marchés Financiers. **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 sono disponibili su richiesta. **India:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse Securities (India) Private Limited (n. CIN U67120MH1996PTC104392), soggetta alla regolamentazione del Securities and Exchange Board of India in qualità di Research Analyst (n. registrazione INH 000001030), di Gestore di portafoglio (n. registrazione INP000002478) e Intermediario in valori mobiliari (n. registrazione INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), e indirizzo registrato presso 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, India, T- +91-22 6777 3777. **Italia:** Il presente rapporto è distribuito in Italia da Credit Suisse (Italy) S.p.A., banca di diritto Italiano, iscritta all'albo delle banche e soggetta alla supervisione e al controllo di Banca d'Italia e CONSOB. **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»), con numero di licenza per l'istituto finanziario 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL è soggetta alle leggi e alle regolamentazioni della CBL, oltre che alle leggi e alle decisioni della Capital Markets Authority of Lebanon («CMA»). CSLF è una filiale di Credit Suisse SA e parte di Credit Suisse Group (CS). La CMA non si fa carico di alcuna responsabilità per i contenuti delle informazioni incluse nel presente rapporto, 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. Gli investimenti sui mercati finanziari potrebbero implicare un livello elevato di complessità e di rischio e potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. La valutazione dell'adeguatezza di CSLF in riferimento all'investimento sarà eseguita sulla base delle informazioni che l'investitore avrebbe fornito a CSLF e in linea con le politiche e i processi interni di Credit Suisse. Si conviene che l'inglese verrà impiegato in tutte le comunicazioni e la documentazione fornite da CS e/o da CSLF. Accettando di investire nel prodotto, l'investitore conferma di non avere alcuna obiezione in merito all'utilizzo della lingua inglese. **Lussemburgo:** Il presente report 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:** Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) e C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («Credit Suisse Mexico»).Questo documento è elaborato unicamente a scopo informativo e non costituisce né una raccomandazione, un consiglio o un invito a effettuare alcuna operazione e non sostituisce la comunicazione diretta con il vostro Relationship Manager presso Credit Suisse Mexico prima dell'esecuzione di qualsiasi investimento. Coloro che hanno elaborato questo documento non sono pagati né ricevono compensi da alcuna entità di Credit Suisse Group, eccetto l'entità presso la quale sono impiegati. I prospetti, la documentazione d'offerta, i term sheet, i regimi d'investimento, i rapporti annuali e le informazioni finanziarie periodiche contengono informazioni utili per gli investitori. Tali documenti sono reperibili gratuitamente, direttamente presso l'emittente dei titoli e i gestori dei fondi d'investimento o sul sito Web dei titoli e dei mercati azionari, nonché presso il vostro Relationship Manager presso Credit Suisse Mexico. Le informazioni contenute nel presente documento non sostituiscono gli estratti conto, la INFORME DE OPERACIONES o/e le conferme che ricevete da Credit Suisse Mexico conformemente alle norme generali applicabili agli istituti finanziari e a coloro che prestano servizi di investimento.C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V., è un consulente d'investimento debitamente 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 folio numero 30070 e di conseguenza non è una banca, non è autorizzata a ricevere depositi né a depositare a custodia alcun valore mobiliare e non fa parte del Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V..Conformemente alle disposizione della LMV, C. Suisse Asesoría Mexico, S.A. de C.V. non è un consulente d'investimento indipendente in conseguenza della sua relazione con Credit Suisse AG, un istituto finanziario estero, e della sua relazione indiretta con Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico) S.A. de C.V. Coloro che hanno elaborato questo documento non sono pagati né ricevono compensi da alcuna entità di Credit Suisse Group, eccetto l'entità presso la quale sono impiegati. **Paesi Bassi:** Il presente report 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 Nederlansche Bank (DNB), e dell'autorità olandese per i mercati finanziari, la Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portogallo:** Il presente report 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 dell'autorità di sorveglianza portoghese, la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Qatar:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse (Qatar) L.L.C., debitamente autorizzato e regolamentato 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 Business Customers o Market Counterparties (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 esperienze, 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 emesso da Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. Le tutele previste per i clienti retail dalla Financial Conduct Authority e/o dalla Prudential Regulation Authority non si applicano a investimenti o servizi forniti da soggetti al di fuori del Regno Unito; non sarà inoltre possibile avvalersi del Financial Services Compensation Scheme (piano di risarcimento per i servizi finanziari) qualora l'emittente degli investimenti non adempia ai suoi obblighi. Nella misura comunicata nel Regno Unito o tale da avere effetti nel Regno Unito, il presente documento costituisce una promozione finanziaria approvata da Credit Suisse (UK) Limited, autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority per quanto riguarda l'esercizio di attività d'investimento nel Regno Unito. La sede legale di Credit Suisse (UK) Limited è sita in Five Cabot Square, Londra, E14 4QR. Si prega di notare che le norme del Financial Services and Markets Act 2000 (legge del 2000 sui servizi e i mercati finanziari) concernenti la tutela dei clienti retail non trovano applicazione nel vostro caso e che non potete altresì disporre di qualsiasi potenziale compensazione accessibile a «eligible claimants» ossia «richiedenti idonei» in conformità al Financial Services Compensation Scheme (piano di compensazione dei servizi finanziari) del Regno Unito. Il regime fiscale dipende dalla situazione personale di ciascun cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro. **Spagna:** Il presente documento rapporto è distribuito in Spagna da Credit Suisse AG, Sucursal en España, persona giuridica registrata presso la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **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 report è distribuito da Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, regolamentata da Capital Markets Board of Turkey, con sede legale presso Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, 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 STATUNITENSI (SECONDO LA DEFINIZIONE DELLA REGULATION S AI SENSI DEL SECURITIES ACT STATUNITENSE DEL 1933 E RELATIVE MODIFICHE).

È proibito riprodurre il presente documento per intero o in parte senza il permesso scritto di Credit Suisse. Copyright (C) 2018 di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.

18C012A_IS

Colophon

Autori / Contributi

Marisa Drew
Chief Executive Officer,
Impact Advisory and Finance Department

Anja Hochberg
Head of Impact Advisory and Finance,
Investment Solutions & Products

James Sweeney
Global Chief Economist and
Regional Chief Investment Officer Americas

Michael O'Sullivan
Regional Chief Investment Officer
Europe, Middle East and Africa

John Woods
Regional Chief Investment Officer, Asia Pacific

Sylvie Golay Markovich
Head of Financial Markets Strategy

Jessie Gisiger
Senior Analyst, Credit & Equity Strategy

Matthew Lehmann
Head of Multi Asset Strategy

Daniel Rupli
Head of Single Security Research, Equity Credit

Reto Hess
Senior Analyst, Equity Research

Sascha Jucker
Economist, Swiss Macro Economics & Strategy

Tobias Merath
Chief Operating Officer and Business Management,
Investment Strategy & Research

Editore

Amministratore
Oliver Adler
Chief Economist Switzerland

Caporedattore
Nannette Hechler-Fayd'herbe
Global Head of Investment Strategy & Research

Supporto editoriale
Christa Jenni
Catherine McLean Trachsler
Christine Mumenthaler
Flurina Krähenbühl

Product management
Camilla Damm Leuzinger
Sebastian Zeuner

Scadenza editoriale
09 novembre 2018

Design
LINE Communications AG

Maggiori informazioni
credit-suisse.com/investmentoutlook

Fonti delle immagini
Angela Lumsden/Stocksy (cover, p. 2); Credit Suisse (p. 4)
Christian Grau (p. 9); Melanie Kintz/Stocksy (p. 6, p. 14);
GIC/Stocksy (p. 16); JP Chookaszian/EyeEm (p. 22);
Terry Wong/EyeEm (p. 26); Jeremy Koreski/Stocksy (p. 7, p. 38);
Marcel/Stocksy (p. 40); Gab Gomez/EyeEm (p. 46);
Sardor Kazi/Stocksy (p. 50).

Fonti di informazione
Bloomberg; CBS News; CNBC; CNN; New York Times;
Thomson Reuters Datastream; The Guardian; Time (p. 10, 11)

FSC
www.fsc.org
FSC® A000531

The mark of
responsible forestry

Accredited
FSC-ACC-037

Note

CREDIT SUISSE AG
P.O. Box 100
CH-8070 Zürich
credit-suisse.com

© 2018, CREDIT SUISSE AG

2532372 072028F WOMS3 11.2018