

# Investment Outlook 2020



Dopo tutto, resilienza.

Dopo tutto,  
resilienza.



# La mia prospettiva

**Tidjane Thiam**  
CEO Credit Suisse Group AG

È con grande piacere che vi presento il nostro Investment Outlook 2020. Per buona parte degli investitori, l'anno che volge al termine si è rivelato migliore delle attese, considerando l'incertezza geopolitica prevalente e l'indebolimento della dinamica economica.

E allora che cosa ci riserva il 2020? È improbabile che si risolvano tutti i problemi che ci portiamo dietro dall'inizio del 2018, dalla guerra commerciale USA-Cina alle incertezze politiche in Europa. Gli investitori dovranno ancora fare i conti con tassi d'interesse minimi (o negativi) nei mercati obbligazionari, uno dei principali argomenti di cui parlo con i clienti e altri stakeholder.

Situare questi temi in un contesto più ampio e distinguerne la rilevanza minore o maggiore per le aziende e gli investitori: è questo l'arduo compito degli economisti, degli analisti finanziari e degli strateghi della nostra banca. La somma di questi sforzi è un elemento chiave per la nostra House View olistica.

Le conclusioni della nostra analisi e le nostre opinioni su economia e mercati sono presentate nelle prossime pagine. Spero che troverete la nostra analisi interessante e utile per la vostra pianificazione dell'anno che verrà.

Non mi resta che augurarvi un 2020 prospero e resiliente.

Tidjane Thiam



# Indice

04	Lettera del CEO
08	Editoriale
10	Retrospectiva 2019
12	Punto di vista fondamentale per il 2020
60	Informazioni importanti
64	Editore



14

## Economia globale

16	Panoramica
18	Regioni

26

## Classi di attivi principali

28	Panoramica
30	Reddito fisso
34	Azioni
42	Valute

44

## Investimenti alternativi

46	Patrimonio immobiliare
48	Private equity
50	Hedge funds
52	Materie Prime

54

## Strategia d'investimento 2020

56	Panoramica
58	Previsioni

# Dopo tutto, resilienza

**Michael Strobaek** Global Chief Investment Officer

**Nannette Hechler-Fayd'herbe** Global Head of Economics & Research and RCIO IWM

Eventi imprevisti e sorprendenti hanno lasciato il segno nel 2019, e senza dubbio lo faranno anche nel 2020. Alla luce di tale incertezza, è della massima importanza per gli investitori costruire portafogli resilienti.



Anche in caso di distensione nella guerra commerciale USA-Cina e di minore incertezza sulla Brexit, è improbabile che nel 2020 vada tutto liscio: una campagna presidenziale USA polarizzata, pressione sui margini, debito societario alto e meno tagli dei tassi metteranno sporadicamente alla prova i nervi degli investitori, e non parliamo di eventuali sviluppi politici inaspettati.

Nel complesso, tuttavia, riteniamo che l'economia e gli attivi di rischio globali daranno ancora prova di notevole resilienza di fronte a queste sfide. Ecco il messaggio che il titolo della pubblicazione di quest'anno, «Dopo tutto, resilienza», vuole immortalare.

Nel 2020 prevediamo una crescita economica piuttosto contenuta e rendimenti generalmente inferiori rispetto al 2019; ci pare però improbabile una grave flessione di mercato o, addirittura, una crisi finanziaria. Vediamo una serie di squilibri in varie economie e settori, ma nessuno

di questi sembra abbastanza grave da avviare una simile crisi. Per contro, il progresso tecnologico avanza senza sosta e, elemento non trascurabile, i responsabili politici continueranno a sostenerlo.

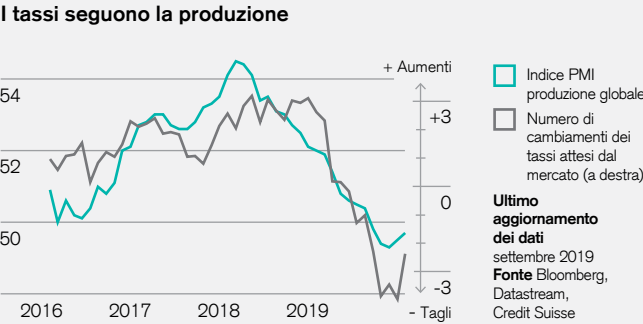
Le pagine seguenti illustrano gli elementi chiave della House View di Credit Suisse per il 2020. Ci siamo impegnati a fornire una guida coerente e ben strutturata tra le più importanti classi di attività, mercati e sottosegmenti. Questa suggerisce che gli investitori con portafogli ben diversificati, orientati verso aree di rendimento aggiuntivo, dovrebbero ottenere ancora rendimenti sani. La sostenibilità, inoltre, è sempre più rilevante per gli investitori: un fattore che ha già acquisito grande importanza per elettori e consumatori in tutto il mondo.

Speriamo che troverete utile questa pubblicazione e vi auguriamo un 2020 all'insegna del successo.

# I mercati sfidano l'indebolimento della crescita

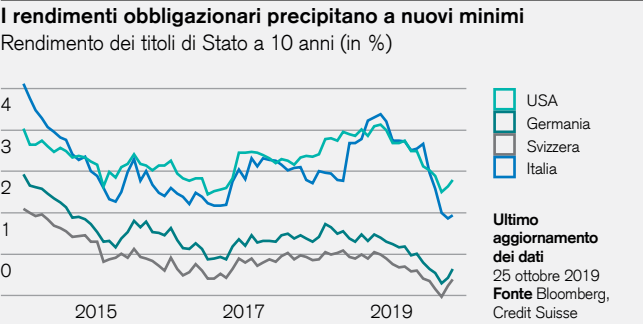
### La Fed cambia, mentre la produzione globale si indebolisce

La crescita globale e il sentiment del comparto manifatturiero si sono indeboliti da quando gli Stati Uniti hanno imposto dazi alla Cina e ad altri paesi. I problemi dell'industria automobilistica tedesca hanno solo esasperato questa debolezza. L'economia americana aveva però resistito, in gran parte grazie ai tagli fiscali del 2018, e quindi la Federal Reserve (Fed) statunitense aveva previsto aumenti successivi dei tassi nel 2019. Dopo la netta correzione azionaria di fine 2018, però, la Fed ha cambiato rotta, allentando la sua politica.



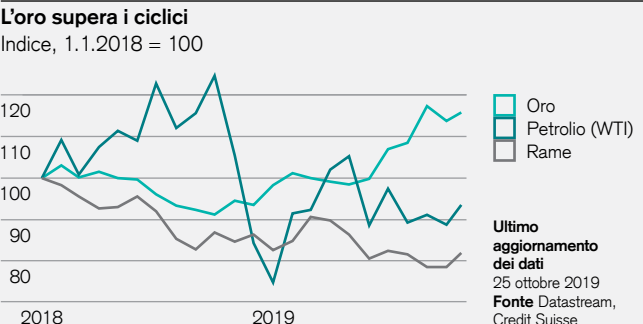
### Obbligazioni in rialzo a tutto campo

I rendimenti dei Treasury USA sono fortemente scesi, anche se non proprio ai minimi seguiti alla crisi finanziaria, quando si temeva una recessione globale. I rendimenti hanno raggiunto minimi storici in Germania e Svizzera, e ora sono tutti inferiori ai livelli giapponesi. Nonostante un debito molto più elevato, la tendenza rialzista ha preso piede anche in Italia non appena il governo si è allontanato dalle sue posizioni anti-euro e anti-Bruxelles. Sono scesi anche i rendimenti dei bond dei mercati emergenti, anche se in misura minore.



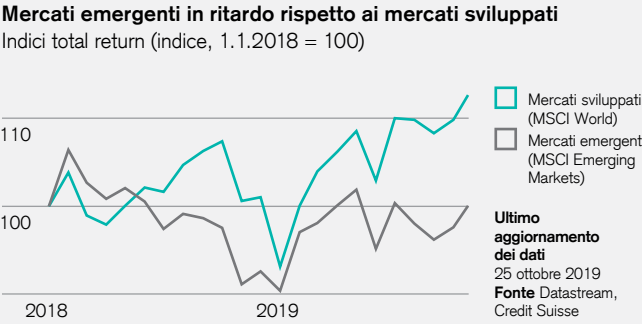
### Commodity: sentieri divergenti

I dazi USA sulla Cina e il rallentamento della produzione globale hanno pesato sui prezzi del rame. Per quanto riguarda il petrolio, l'inizio del 2019 ha visto una ripresa dei prezzi con il tentativo dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) di ridurre l'offerta. I prezzi, però, sono scesi di nuovo con il calo della domanda. Nel frattempo, i prezzi dell'oro continuavano a salire a causa dei tassi di interesse bassi.



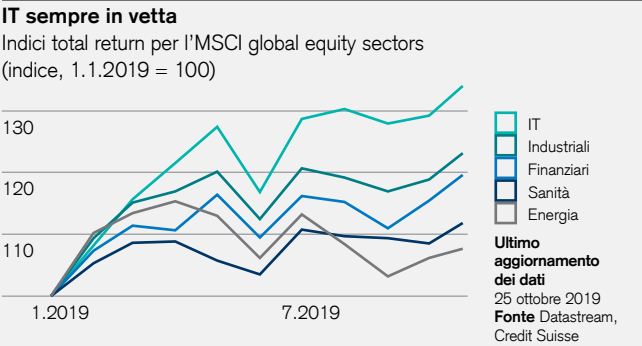
### Azioni: massimi alla prova

All'inizio del 2019, i maggiori mercati azionari hanno registrato un forte rimbalzo dopo la battuta d'arresto di fine 2018, alimentato dall'allentamento della politica della Fed. A metà anno il rialzo si è temporaneamente bloccato a seguito delle crescenti preoccupazioni per l'economia globale. Erano rimbalzate anche le azioni dei mercati emergenti (ME); resta da vedere se si è interrotta l'underperformance rispetto ai mercati sviluppati, cominciata con l'avvio della guerra commerciale USA-Cina all'inizio del 2018.



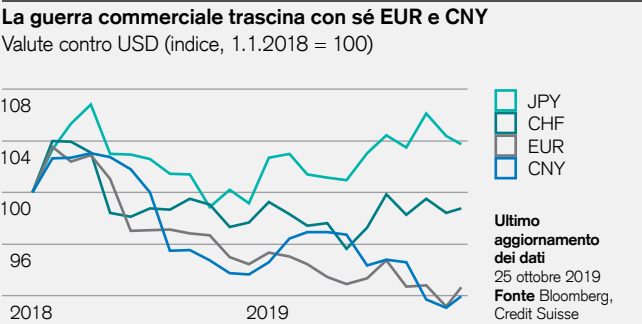
### Settori azionari: utili a tutto campo

Tutti i principali settori azionari hanno partecipato al rimbalzo d'inizio 2019, ma solo l'IT è riuscita a incrementare in modo decisivo i suoi utili. Anzi, i timori sulla domanda e il calo dei prezzi petroliferi hanno frenato l'energia, mentre il dibattito sui prezzi dei farmaci in USA ha pesato sulla performance del settore sanitario. Visto l'indebolimento della domanda manifatturiera, è sorprendente che il settore industriale abbia resistito così bene. I finanziari hanno leggermente sottoperformato l'MSCI World, poiché le curve dei rendimenti piatte o invertite hanno intaccato gli utili.



### USD ancora vigoroso

Dopo i guadagni del 2018, l'USD ha continuato ad apprezzarsi nei confronti di quasi tutte le valute principali, sostenuto dal miglioramento della crescita USA e dal vantaggio (residuo) dei tassi di interesse. Solo lo JPY ha guadagnato, di nuovo, contro l'USD poiché la Banca del Giappone non ha abbassato i tassi. La Cina ha permesso una svalutazione del CNY per alleviare la pressione portata dai dazi. Ciò ha pesato, assieme ai tagli dei tassi locali, su altre valute dei ME; solo il peso messicano ha resistito grazie al raggiungimento di un nuovo accordo commerciale con Stati Uniti e Canada.



# Credit Suisse House View in breve

“ Una recessione è improbabile alla luce dell’attuale sostegno della politica monetaria, dell’ampio credito, del leggero allentamento fiscale e dei prezzi bassi del petrolio.

## Geopolitica

Il nostro scenario di base prevede un ridimensionamento del conflitto USA-Cina, tuttavia l’incertezza resta elevata. È probabile che la campagna elettorale presidenziale statunitense sia altamente polarizzata e possa influire sul sentiment degli investitori. I rischi politici in Europa dovrebbero attenuarsi con lo scemare dell’incertezza sulla Brexit.

## Crescita economica

La crescita economica globale dovrebbe rimanere lenta, con solo una lieve ripresa delle spese in conto capitale (capex) e degli scambi. Tuttavia, una recessione è improbabile alla luce dell’attuale sostegno della politica monetaria, dell’ampio credito, del leggero allentamento fiscale e dei prezzi bassi del petrolio.

## Inflazione

In Europa e Giappone l’inflazione rimarrà probabilmente ben al di sotto dell’obiettivo del 2% fissato dalle banche centrali, mentre dovrebbe diminuire in Cina e in altri mercati emergenti (ME). In ogni caso è probabile che l’inflazione superi il 2% negli Stati Uniti, almeno temporaneamente.

## Tassi di interesse

Ci attendiamo che la Federal Reserve (Fed) degli Stati Uniti resti in attesa dopo il terzo taglio dei tassi, nell’ottobre 2019. Anche la Banca centrale europea (BCE) resterà irremovibile sui tassi e perseguirà il suo allentamento quantitativo (QE). La Banca nazionale svizzera (BNS) dovrebbe essere in grado di evitare tagli ai tassi, ma potrebbe dover continuare a intervenire sul mercato dei cambi. I tagli dei tassi dovrebbero invece continuare in alcuni ME.

## Reddito fisso

È probabile che i rendimenti sulla maggior parte dei principali titoli di Stato siano negativi, tranne che negli Stati Uniti. Gli spread ristretti implicano rendimenti anemici per le obbligazioni investment grade dei mercati sviluppati (MS). Si prevedono rendimenti solidi per la maggior parte del debito in valuta forte dei ME, con rendimenti consistenti ma volatili per il debito in valuta locale di alcuni di essi nonché per i mercati di frontiera. Resta interessante il debito finanziario subordinato nei MS.

## Azioni

Sullo sfondo di una crescita degli utili limitata e di rendimenti obbligazionari tra obbligazioni tra il piatto e poco di più, è probabile che i rendimenti nei mercati azionari chiave siano solo a una cifra. Le azioni dei ME possono riprendersi in caso di affievolimento della guerra commerciale; gli stock finanziari dovrebbero avvantaggiarsi se le curve dei rendimenti continueranno a irripidirsi. Le azioni dai dividendi stabili dovrebbero andare bene in un ambiente a basso rendimento.

## Settore immobiliare

La maggior parte degli investimenti immobiliari dovrebbe continuare a offrire rendimenti moderatamente positivi. Privilegiamo una proprietà immobiliare diretta nella quale i tassi di interesse più bassi non sembrano ancora pienamente riflessi nel prezzo.

## Materie prime

I prezzi del petrolio resteranno probabilmente moderati, a meno di un serio aggravamento della situazione tra Iran e Arabia Saudita. L’oro sembra destinato a rimanere ben sostenuto dai tassi di interesse estremamente bassi.

## Mercato dei cambi

Il dollaro USA dovrebbe reggere inizialmente, tuttavia, l’euro dovrebbe apprezzarsi nel secondo semestre con l’affermazione di una ripresa nell’eurozona. Lo yuan cinese potrebbe deprezzarsi in misura leggermente superiore nei confronti del dollaro USA a causa della debolezza interna. La sterlina britannica si apprezzerrebbe di molto in seguito a una risoluzione sulla Brexit. Il nostro scenario di base vede negoziati lateralmente il franco svizzero e lo yen giapponese.

# Economia globale



# Crescita moderata, niente recessione

Nel 2020 ci attendiamo solo una crescita globale lenta del 2,5%, invariata rispetto al 2019, tuttavia, date le macropolitiche di sostegno, una recessione continua a sembrare improbabile. Fondamentale sarà la distensione sul fronte della guerra commerciale.

Nell'ultimo anno, abbiamo assistito a un significativo crollo della produzione e del commercio mondiali, con volumi d'esportazione globali scesi di un 2% circa dal massimo del 2018: il calo maggiore degli ultimi decenni (periodi di recessione esclusi).

**Non solo commercio**

L'imposizione di dazi alla Cina da parte degli Stati Uniti e le ritorsioni della Cina hanno indubbiamente contribuito a questo crollo, ma fondamentale è stato anche il rallentamento interno della Cina, dovuto alla maggiore prudenza delle famiglie e alla contenuta crescita del credito. Il calo della produzione è stato accentuato anche dalla debolezza del mercato dell'auto in Germania. A causa della maggiore incertezza, hanno subito un rallentamento significativo anche le spese di capitale (capex) globali delle aziende.

Nel frattempo, il settore dei servizi ha perso un po' di slancio, pur continuando a crescere nella maggior parte dei paesi. Il comparto servizi è il maggiore datore di lavoro nelle nazioni sviluppate e in molti mercati emergenti, la domanda di lavoro è quindi cresciuta ancora e i salari sono aumentati, anche se gradualmente. Di conseguenza, la fiducia e la spesa dei consumatori sono rimaste relativamente solide.

**Percorso di ripresa nel 2020**

Prevediamo che il crollo della produzione toccherà il fondo nella prima metà del 2020, soprattutto a causa del normale ciclo di inventario. Con il calo del rallentamento produttivo dovrebbe scendere anche il rischio di «infettare» il settore dei servizi. La politica d'allentamento della Fed nel corso del 2019 ha contribuito a rafforzare il credito, soprattutto per le famiglie statunitensi. Pur non prevedendo ulteriori riduzioni dei tassi, tale supporto non dovrebbe venire a mancare nel 2020 e dovrebbe, ad esempio, sostenere l'acquisto di abitazioni e altre spese di consumo.

I tagli ai tassi di interesse da parte della Fed hanno inoltre alleggerito i vincoli sui mercati emergenti che dipendono da finanziamenti in USD. Le banche centrali di diversi paesi dovrebbero essere in grado di abbassare ulteriormente i tassi di interesse, anche perché l'inflazione sta calando. In Europa, prevediamo un alleggerimento graduale della politica di bilancio, il che dovrebbe sostenere il tasso di crescita della regione. In ogni caso, una risoluzione almeno parziale della guerra commerciale sarà fondamentale per la ripresa. Una riduzione dei dazi migliorerebbe la redditività e il sentiment sia negli Stati Uniti che in Cina, dando così una mano a ravvivare le spese in conto capitale.

**I macrorischi principali**

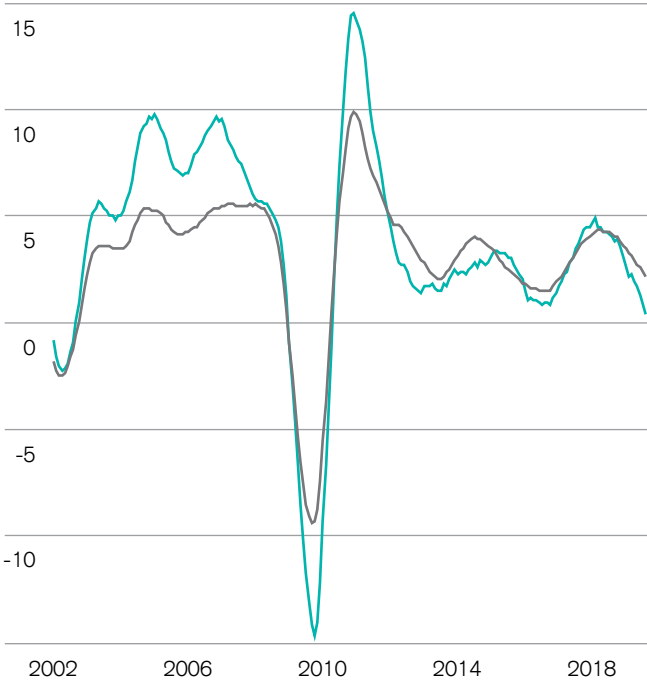
Il rischio principale è che i danni causati dalla guerra dei dazi si trascinino nel 2020. Restano altri rischi geopolitici, in particolare il possibile aggravamento della situazione in Medio Oriente, ma con minori probabilità di concretizzarsi. In particolare, non prevediamo che l'economia globale sia scioccata da rialzi petroliferi; piuttosto ci attendiamo che i prezzi del greggio restino sotto pressione a causa dell'eccesso di offerta.

È probabile che l'economia cinese rallenti ancora un po' anche in caso di accordo commerciale, perlomeno nel primo semestre 2020. La combinazione di debito ipotecario elevato e maggiore incertezza occupazionale farà probabilmente scendere la spesa al consumo, e la politica ci andrà piano con le misure di stimolo. Il rallentamento della crescita in Cina limiterà ancora il potenziale di recupero dei suoi principali partner commerciali regionali. Un'escalation delle tensioni a Hong Kong comporterebbe rischi al ribasso.

Gli Stati Uniti, intanto, potrebbero fronteggiare elezioni insolitamente polarizzate, capaci di influire negativamente sul sentiment di imprese e consumatori. Un rischio ulteriore è un aumento dei timori di stagflazione creati da un'inflazione superiore al previsto. Un caso simile limiterebbe il raggio d'azione della Fed. Un conseguente aumento sostanziale dei rendimenti obbligazionari potrebbe innescare un inasprimento generale delle condizioni finanziarie.

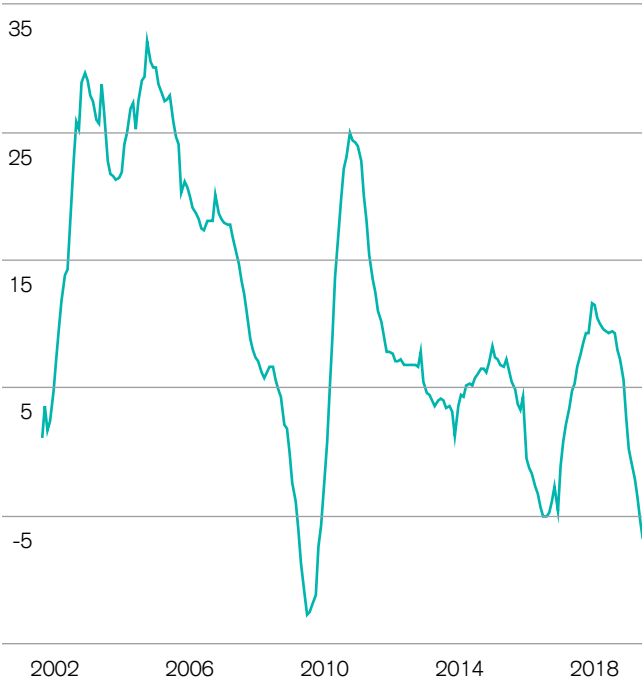
Nelle pagine seguenti, esaminiamo le prospettive 2020 per ogni paese e regione, concentrandoci sia sui casi base, sia sui rischi.

**Calo della produzione e del commercio globali**  
Variazione annua (in %, media mobile a 12 mesi)



Volume delle contrattazioni  
Produzione industriale  
Ultimo aggiornamento dei dati agosto 2019  
Fonte Datastream, Credit Suisse

**Marcata riduzione delle importazioni USA dalla Cina**  
Variazione annua (in %, media mobile a 12 mesi)



Ultimo aggiornamento dei dati agosto 2019  
Fonte Datastream, Credit Suisse

USA

# Schivare la recessione

**Crescita:** per il 2020, prevediamo per l'economia USA una crescita lenta del prodotto interno lordo (PIL) (1,8%), accompagnata da elevati rischi di recessione (probabilità del 20-30% nei prossimi 12 mesi) e un aumento dell'inflazione di base – almeno all'inizio dell'anno. La creescita dell'occupazione rallenterà e l'aumento del costo del lavoro peserà ancora sui profitti aziendali. Buone notizie potrebbero giungere da una ripresa dell'attività manifatturiera in caso di riduzione dei

dazi tra USA e Cina. La loro completa eliminazione sembra però improbabile, e la guerra commerciale potrebbe intensificarsi in altri ambiti. I produttori europei e i consumatori statunitensi subirebbero danni, ad esempio, in caso di imposizione di dazi USA sulle auto europee e di ritorsione da parte dell'Europa.

**A cosa prestare attenzione:** dopo aver tagliato tre volte i tassi nel 2019, il nostro caso di base prevede che la Fed rimanga in

attesa. In ogni caso, nel 2020 un taglio ulteriore è più probabile di un aumento; la Fed potrebbe inoltre ampliare l'acquisto di attivi. Un potenziale rimbalzo nel manifatturiero o carenze di manodopera con effetto inflativo favorirebbero, in linea di principio, un aumento dei tassi; appare tuttavia molto improbabile un qualsiasi movimento in questo ambito nell'imminenza delle elezioni.

Cina

# Prudenza tra i consumatori

**Crescita:** è probabile che il governo abbassi al 5,9% circa il suo obiettivo di crescita; la misura effettiva potrebbe anche essere leggermente inferiore a tale obiettivo. Oltre all'impatto dei dazi USA, l'onere del debito immobiliare, l'insicurezza sul lavoro e la debolezza dei mercati finanziari locali probabilmente limiteranno il consumo nel paese. La limitata efficienza nell'allocazione di crediti resta una delle preoccupazioni principali; il settore manifatturiero rimarrà sotto pressione a causa del costante eccesso di capacità

e degli svantaggi competitivi in alcuni settori. Il declino della crescita economica sarà tuttavia limitato nell'ipotesi di una distensione della disputa commerciale con gli Stati Uniti e di piccole misure di stimolo.

**A cosa prestare attenzione:** alla fine del primo trimestre, il governo cinese potrebbe annunciare una spesa pubblica aggiuntiva per il 2020. Un maggiore margine di bilancio probabilmente spingerebbe le autorità a sostenere la crescita affidandosi meno

alle obbligazioni per scopi speciali e più alla spesa diretta, almeno finché negli USA non ci sarà maggiore visibilità sulle elezioni del 2020 e sulla politica commerciale futura. È probabile che le autorità cinesi limitino qualsiasi deprezzamento del CNY, a meno di un aggravamento della guerra commerciale.

Eurozona

# Un ulteriore sostegno fiscale

**Crescita:** ci aspettiamo una crescita del PIL dell'1%. Una distensione nella disputa commerciale USA-Cina ne ridurrebbe gli strascichi sull'eurozona, e in particolare sulla Germania, contribuendo a porre fine alla contrazione delle esportazioni e della produzione industriale. Data la resilienza della domanda interna e del mercato del lavoro in tutto il 2019, la scomparsa di questo vento contrario consentirebbe graduale miglioramento della crescita del PIL nell'eurozona. Una crescita resiliente del credito, inoltre, sosterebbe

l'espansione economica in corso. È poco probabile che la politica monetaria interna dell'eurozona si allenti ulteriormente, ma le decisioni della BCE del settembre 2019 (riduzione dei tassi e nuovi acquisti di attivi) hanno già creato un leggero vento a favore.

**A cosa prestare attenzione:** la nuova leadership dell'Unione europea (UE) e della Banca centrale europea (BCE) potrebbe portare nuovo slancio politico. Più concretamente, il 2020

potrebbe segnare il primo anno di espansione finanziaria dell'eurozona in oltre un decennio. Potremmo inoltre vedere un'interpretazione più generosa del Patto di stabilità e crescita da parte della Commissione europea, che consentirebbe all'Italia e ad altri paesi di allentare ulteriormente la politica di bilancio. Il rischio maggiore è rappresentato da una continuazione della guerra commerciale e da una sua potenziale espansione in Europa, senza dimenticare una Brexit senza accordo.

Giappone

# Slancio olimpico

**Crescita:** nel 2020 è probabile un leggero rallentamento dell'economia giapponese (PIL allo 0,4%), ma la svolta prevista nella produzione globale dovrebbe limitarne l'intensità. Un freno potrebbe giungere ancora dall'aumento della tassa sui consumi dell'ottobre 2019. Tuttavia, in assenza di una recessione globale, l'economia giapponese sarà in grado di superare i venti contrari interni. Nel frattempo, l'aumento del turismo

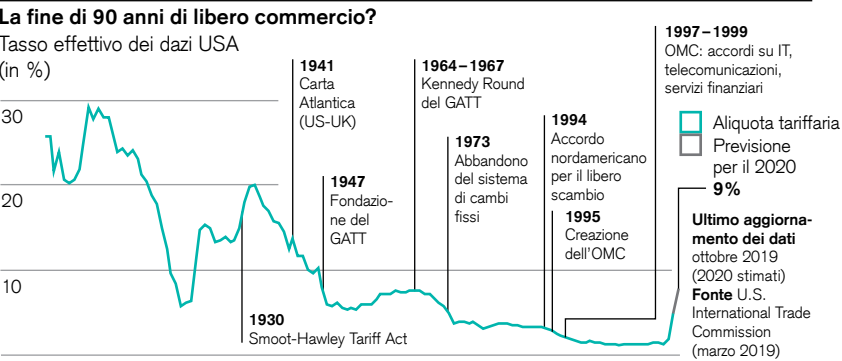
in entrata grazie alle Olimpiadi estive del 2020 porterà vento di poppa; nella prima metà dell'anno resteranno probabilmente forti anche gli investimenti pubblici.

**A cosa prestare attenzione:** l'allentamento della politica monetaria proseguirà nel 2020 e oltre. In effetti, la Banca del Giappone potrebbe innalzare il suo obiettivo

inflazionistico. L'aumento della tassa sui consumi sarà compensato in qualche misura dalla maggiore spesa pubblica. Vista la sua sensibilità nei confronti del commercio globale e dell'economia cinese, importanti sono anche gli esiti della guerra commerciale e l'evoluzione della domanda in Cina. Nuovi accordi commerciali con l'UE e gli Stati Uniti offrono vantaggi a lungo termine.

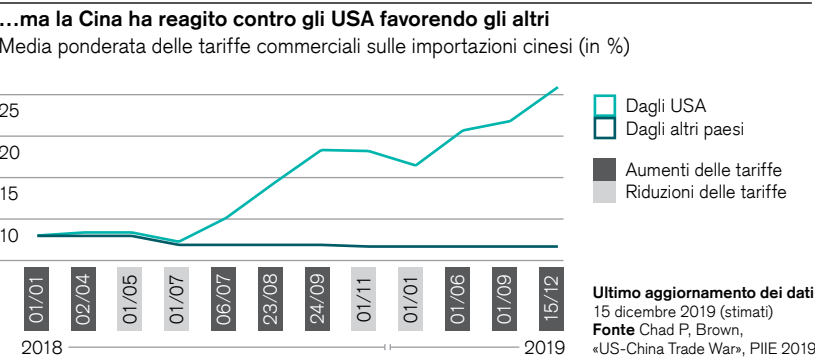
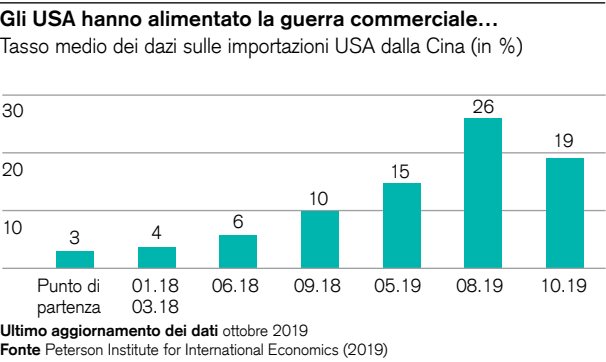
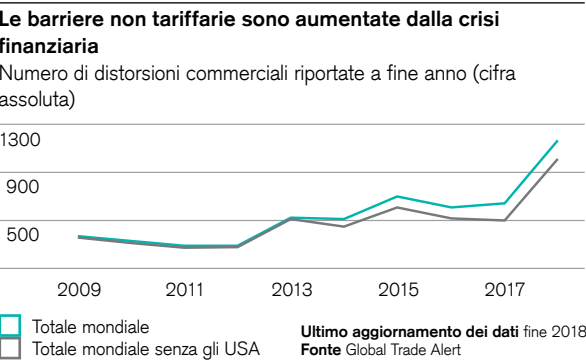
# Capire la guerra commerciale

## Dalla pace commerciale alla guerra commerciale



“ Le guerre commerciali sono buone e facili da vincere.

**Donald Trump**  
Presidente degli Stati Uniti,  
2 marzo 2018 su Twitter



“ Non credo in ritorsioni [contro di noi] da parte di alcun paese al mondo.

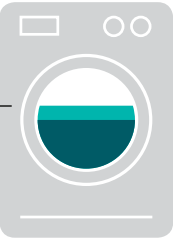
**Peter Navarro**  
Consigliere speciale per il commercio del Presidente degli Stati Uniti,  
2 marzo 2018 su Fox News

## Tanti perdenti...

I dazi danneggiano i consumatori, in modo diretto...

**Aumento dei prezzi delle lavatrici**  
dopo l'imposizione dei dazi USA nel febbraio 2018

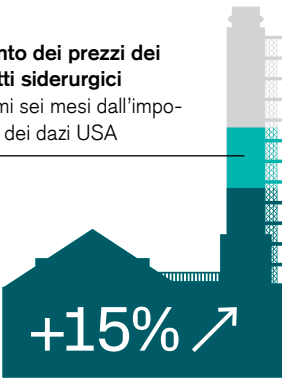
+9%



...o indirettamente, con l'aumento dei fattori di produzione

**Aumento dei prezzi dei prodotti siderurgici**  
nei primi sei mesi dall'imposizione dei dazi USA

+15%

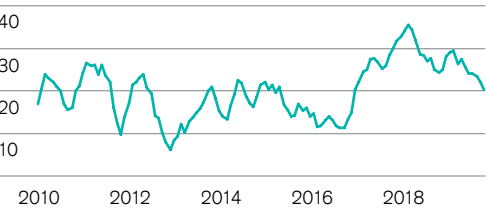


“ ...Si fanno meno affari. Meno investimenti. Cresce l'incertezza. Incombe come una minacciosa nube nera sull'economia globale.

**Christine Lagarde**  
Intervista CNBC,  
23 settembre 2019

### Più preoccupazioni...

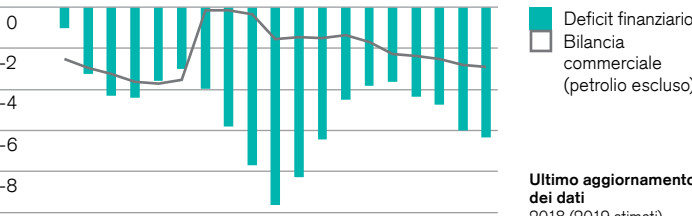
Sondaggio sulle capex previste di società USA (Empire State e Philly Fed), indicizzato



Ultimo aggiornamento dei dati ottobre 2019  
Fonte Datastream, Credit Suisse

### ...senza risolvere le questioni strutturali

Bilancia strutturale delle amministrazioni pubbliche USA e bilancia commerciale (in % del PIL)

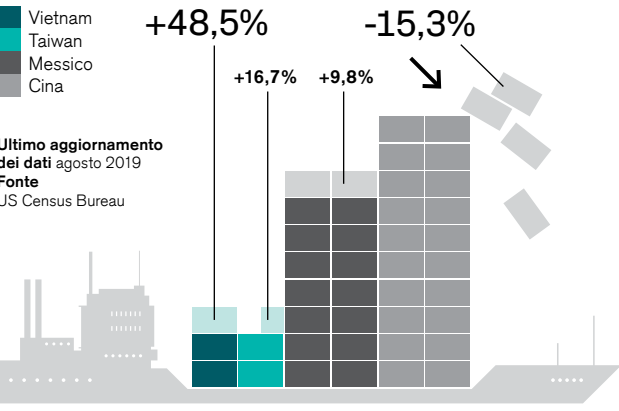


Ultimo aggiornamento dei dati 2018 (2019 stimati)  
Fonte IMF, Bloomberg

## ...e pochi fortunati vincitori

### Alcuni paesi ci guadagnano dalla guerra commerciale...

Quote delle importazioni USA e relative variazioni, dal 2015 al 2019, da...



### ...e anche i produttori di soia brasiliani

Importazioni di soia da parte della Cina dall'inizio del conflitto commerciale

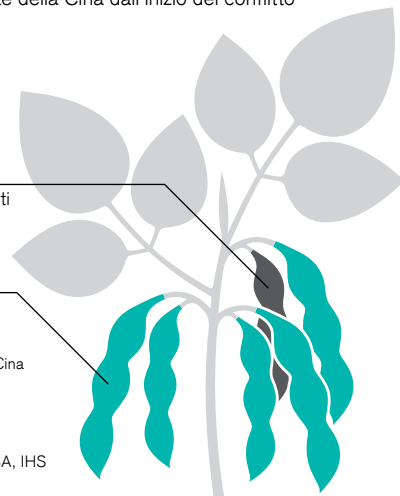
Brasile 78%\*  
Stati Uniti 5%\*

-83% Stati Uniti

+30% Brasile

\* Quota delle importazioni di soia in Cina dall'ottobre 2018 al febbraio 2019

Ultimo aggiornamento dei dati febbraio 2019  
Fonte Ministero dell'Agricoltura USA, IHS



Regno Unito

# Gira ancora tutto intorno alla Brexit

**Crescita:** supponendo un andamento regolare della Brexit, la nostra aspettativa centrale per il 2020 è che il Regno Unito cresca in misura leggermente superiore al 2019. Una maggioranza conservatrice consentirebbe al Regno Unito di lasciare l'Unione Europea (UE) con un accordo, mentre un esecutivo laburista (monocolore o in coalizione) aprirebbe la porta a un secondo referendum. Un parlamento senza una maggioranza causerebbe uno stallo e farebbe

aumentare l'insicurezza. Una Brexit senza accordi è improbabile; in ogni modo, a nostro avviso un tale scenario causerebbe una recessione significativa, con un calo del PIL reale dell'1-2% anche in caso di allentamento della politica monetaria da parte della Banca d'Inghilterra (BoE) e, in risposta, di quella finanziaria da parte del governo.

**A cosa prestare attenzione:** è probabile che l'approccio attendista della BoE continui mentre l'incertezza sulla Brexit rimane elevata. In caso di accordo con l'UE o di annullamento della Brexit, investimenti aziendali e crescita complessiva riceverebbero un impulso considerevole. La BoE potrebbe quindi iniziare ad aumentare i tassi di interesse nel corso del 2020.

Svizzera

# La chiave della ripresa è nel commercio

**Crescita:** alla luce di un contesto globale ancora sommerso, per il 2020 prevediamo una crescita del PIL moderata dell'1,4%. La domanda interna dovrebbe essere ancora sostenuta da immigrazione costante, occupazione solida e salari leggermente più alti. Il trend dell'esportazione di prodotti farmaceutici resterà probabilmente in chiaro rialzo. Il settore dell'ingegneria meccanica ed elettrica (MEM) rimarrà probabilmente sotto pressione a causa della domanda

ancora debole dei principali mercati di esportazione, tra cui Germania e Cina.

**A cosa prestare attenzione:** la Banca nazionale svizzera (BNS) farà il possibile per evitare un apprezzamento del CHF. Un taglio dei tassi non è il nostro scenario di base, potrebbe però succedere in caso di economia globale più debole del previsto e di riduzione dei tassi da parte di altre banche centrali. Un rischio giunge dai dazi

statunitensi sulle esportazioni di prodotti farmaceutici o dalla classificazione della Svizzera come manipolatore di valute. Un aumento delle tensioni geopolitiche farebbe salire il rischio di nuovi afflussi nel CHF, considerato un porto sicuro.

ME asiatici (Cina esclusa)

# Nord debole, sud forte

**Crescita:** le prospettive per i paesi più avanzati dell'Asia del Nord, vale a dire la Corea del Sud e Taiwan, rimangono contenute a causa della debolezza degli scambi commerciali cinesi, con una crescita appena superiore al 2%. Le aspettative per Hong Kong dipenderanno fortemente dagli sviluppi politici locali. Nel frattempo, la crescita economica resta molto più forte in gran parte del sud-est asiatico, che ha un maggiore potenziale di recupero ed è meno integrato in filiere legate alla Cina. Alcuni paesi, in

particolare il Vietnam, ne beneficeranno poiché la produzione continuerà a spostarsi verso di loro. Singapore ha subito una battuta d'arresto significativa nel 2019, dovuta in parte al rallentamento del commercio globale e verso la Cina; se le tensioni commerciali diminuiranno, nel 2020 pare probabile un leggero rimbalzo dell'1,7% circa. È probabile che la crescita in India rimanga intorno al 6%: elevata in termini assoluti, ma ben inferiore al suo potenziale a causa dell'attuale debolezza nei settori bancario e immobiliare.

**A cosa prestare attenzione:** una distensione nella guerra commerciale USA-Cina gioverebbe in modo significativo ai paesi strettamente legati a filiere cinesi. Di importanza ancora maggiore è l'evoluzione della domanda interna in Cina e il suo impatto sulle importazioni dalla regione. In India, che dipende molto meno dal commercio globale, i fondamenti per una ripresa di successo sono la stabilità monetaria e finanziaria interna.

Australia

# Attenzione al debito delle famiglie

**Crescita:** nel 2019, la bassa crescita del reddito familiare, l'indebolimento del mercato immobiliare e l'elevato debito delle famiglie hanno pesato sui consumi; un aumento della spesa pubblica ha sostenuto la crescita economica. Nel 2020 proseguirà il sostegno fornito dagli investimenti infrastrutturali. Dopo un 2019 relativamente in sordina, ci aspettiamo una ripresa dell'economia australiana con un tasso di crescita stimato del 2,8%.

**A cosa prestare attenzione:** i prezzi delle case hanno già corretto in una certa misura, ciononostante, le abitazioni restano poco convenienti. Il settore immobiliare resta quindi in cima all'agenda politica e sono molto probabili ulteriori riforme dell'offerta di alloggi. Per sostenere l'economia, nel 2019 la Banca nazionale dell'Australia ha abbassato a più riprese il suo tasso di interesse e potrebbe continuare a farlo

nel 2020. Allo stesso tempo, dati i rischi di stabilità legati agli immobili, sarà importantissima la vigilanza finanziaria.

EMEA

# Superare le battute d'arresto

**Crescita:** pare che la Turchia sia emersa dalla recessione nel secondo trimestre 2019, ed è probabile raggiunga una crescita del 2-3% nel 2020. Il tasso d'inflazione primaria, previsto al 12% per fine 2019, potrebbe rallentare ancora dopo il primo trimestre 2020. La crescita in Russia resterà probabilmente anemica (solo un 1-2% circa) a causa della demografia sfavorevole, del peso della burocrazia e della bassa efficienza degli investimenti pubblici. Il Sudafrica resta frenato dalla debolezza dei prezzi dei metalli e da questioni strutturali, come le rigidità del mercato del lavoro e la mancanza di investimenti pubblici. Svariate

economie dell'Europa orientale hanno subito battute d'arresto a causa dei loro stretti legami con l'industria automobilistica tedesca, tuttavia, vista la forte domanda interna e la forte competitività di questi paesi in altre aree commerciali, è probabile che la crescita rimanga ragionevolmente robusta.

**A cosa prestare attenzione:** in Turchia, per il prossimo anno il presidente Recep Tayyip Erdogan ha posto come obiettivo tassi d'interesse a una cifra e crescita del PIL reale del 5%; il rischio principale per questo scenario è la cattiva gestione delle politiche. A nostro parere, la prospettiva è

offuscata anche dal mutamento del paesaggio politico locale e dai perduranti (anche se smorzati) rischi geopolitici. In Russia, l'inflazione contenuta (per le ragioni spiegate in precedenza) dovrebbe spianare la strada a tassi di interesse più bassi. Una ripresa in Germania farebbe bene all'Europa orientale. In Sudafrica si vanno formando rischi significativi di calo dell'inflazione. Se si avverassero, il Sudafrica sarà probabilmente uno dei pochissimi paesi che potrebbe implementare politiche di allentamento nel 2020. Gli investitori saranno anche molto attenti a vedere se Moody declasserà il suo rating per il Sudafrica dopo il bilancio 2020.

America latina

# Si tocca il fondo

**Crescita:** Brasile e Messico, le due maggiori economie della regione, hanno mostrato una crescita solo appena positiva nel 2019. Ciò è stato in parte dovuto al rallentamento della produzione globale; ancora maggiore, però, il ruolo svolto dall'incertezza politica interna. Le prospettive per il Brasile sono migliorate, ma solo con l'approvazione della riforma pensionistica che rafforzerà la stabilità fiscale a lungo termine, e dovrebbero essere positive per le privatizzazioni e il prosieguo del processo di risanamento del bilancio. Per il 2020 ci attendiamo

una crescita del PIL del 2,7%. La crescita dovrebbe migliorare un po' anche in Messico (1,6% nel 2020) come parziale risposta all'alleggerimento monetario. Alcuni rischi interni sono nel frattempo diminuiti, tra questi l'incertezza sul bilancio 2020 e le pressioni finanziarie sulla società petrolifera statale Pemex. Detto questo, visto il calo dei prezzi globali del greggio, resta il dubbio se i maggiori investimenti pubblici nel settore petrolifero produrranno rendimenti adeguati.

**A cosa prestare attenzione:** nonostante le tensioni politiche, in Messico sembrano più probabili nuove riforme, come ad esempio quella fiscale. Inoltre, una ratifica del Congresso degli Stati Uniti al nuovo accordo di libero scambio (United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA) farebbe aumentare la fiducia, ma questa non è certa. L'inflazione in Messico è scesa sino all'obiettivo del 3% della banca centrale; in Brasile dovrebbe rimanere abbastanza stabile sotto al 4%.

Regioni

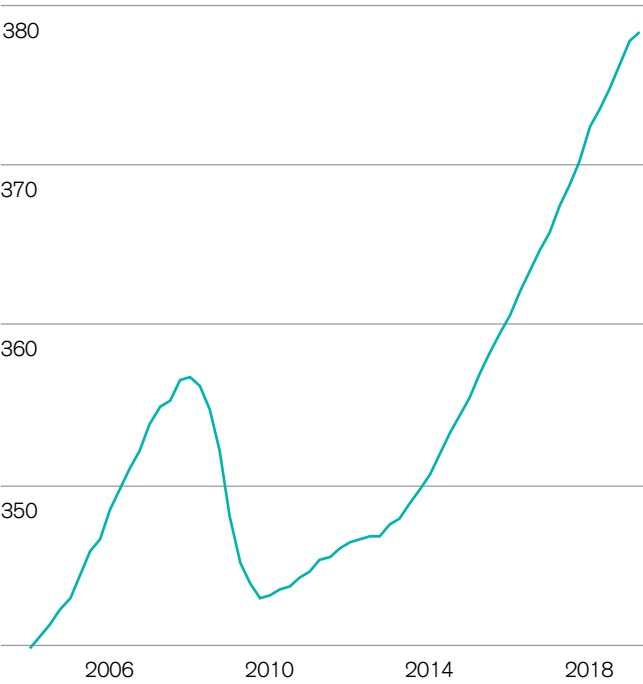
# Riepilogando

La nostra panoramica regionale risulta in un quadro di crescita globale non univoco. La crescita di Stati Uniti e Cina dovrebbe essere un po' inferiore rispetto al 2019. Allo stesso tempo, la prevista ripresa nell'area dell'euro e in alcuni ME dovrebbe compensare parte della perdita. A nostro avviso, vista la politica monetaria

costantemente accomodante, l'ampio credito bancario nella maggior parte delle regioni e i prezzi moderati del petrolio, una grave battuta d'arresto per la crescita globale è improbabile. Ad eccezione delle tensioni commerciali globali, non intravediamo traumi palesi in grado di innescare una recessione.

L'economia globale si è però avvicinata alla recessione nel 2019 (misurata, ad esempio, dal rallentamento del commercio globale), il che suggerisce che anche shock limitati, che siano di natura geopolitica o economica, potrebbero trasformare una contrazione in qualcosa di più grave.

**Occupazione elevata e in ulteriore crescita**  
Occupazione totale in USA, Eurozona e Giappone (in milioni)



Ultimo aggiornamento dei dati Q2 2019  
Fonte Datastream, Credit Suisse

**Fiducia dei consumatori vicina ai massimi**  
Fiducia dei consumatori in USA, Eurozona e Giappone (media aggiustata al PIL, standardizzata)



Ultimo aggiornamento dei dati settembre 2019  
Fonte Datastream, Credit Suisse



# Classi di attivi principali

# Rendimenti più modesti

La performance di molte classi di attivi è stata robusta nel 2019. Gli investitori non dovrebbero contare che nel 2020 si ripeta questo successo, anche se le attività finanziare probabilmente continueranno a beneficiare dei rendimenti generalmente bassi.

Nel 2019, mentre la guerra commerciale si intensificava e l’economia globale peggiorava, la maggioranza delle classi di attivi mostrava una performance forte. Ciò grazie al miglioramento del sentiment degli investitori dopo la brusca svolta verso l’allentamento vista dalla Federal Reserve (Fed) degli Stati Uniti. La nostra previsione per il 2020 è che la maggior parte delle classi di attivi offrirà rendimenti inferiori rispetto al 2019. Ci aspettiamo che la produzione si stabilizzi e che le tensioni commerciali diminuiscano, tuttavia, è probabile che determinati fattori pesino sulla performance.

Geopolitica, dinamismo economico e politica delle banche centrali hanno giocato un ruolo chiave sui mercati finanziari nel 2019, e senza dubbio rimarranno influenti nel 2020, è però probabile che alcuni di questi fattori cambino direzione. Importanti saranno anche i fondamentali delle aziende e il sentiment degli investitori.

**La dinamica economica si stabilizzerà**  
Prevediamo che la crescita complessiva del prodotto interno lordo (PIL) risulterà più modesta rispetto al 2019 e, inoltre, una leggera

accelerazione della produzione industriale (PI). La nostra ricerca ha dimostrato uno stretto legame tra dinamica della PI e mercati finanziari. Tendenzialmente, un migliore slancio della PI sostiene gli attivi di rischio ed esercita pressione sulle obbligazioni di qualità elevata.

**Banche centrali più moderate**  
Il nostro scenario economico globale di base suggerisce un sostegno meno pronunciato rispetto al 2019 da parte della politica monetaria. I nostri economisti si aspettano che Fed e Banca centrale europea (BCE) tengano fermi i tassi di interesse, quest’ultima, però, proseguirà il suo programma di allentamento quantitativo (QE). Probabilmente, una politica monetaria meno accomodante limiterà i rendimenti della maggior parte delle attività.

**Incognite (geo)politiche**  
Le previsioni geopolitiche sono sempre molto incerte, ma il nostro caso di base vede l’amministrazione USA cercare di raggiungere un qualche tipo di accordo commerciale con la Cina. In caso di successo, tale esito favorirebbe gli attivi di rischio, in particolare le azioni asiatiche.

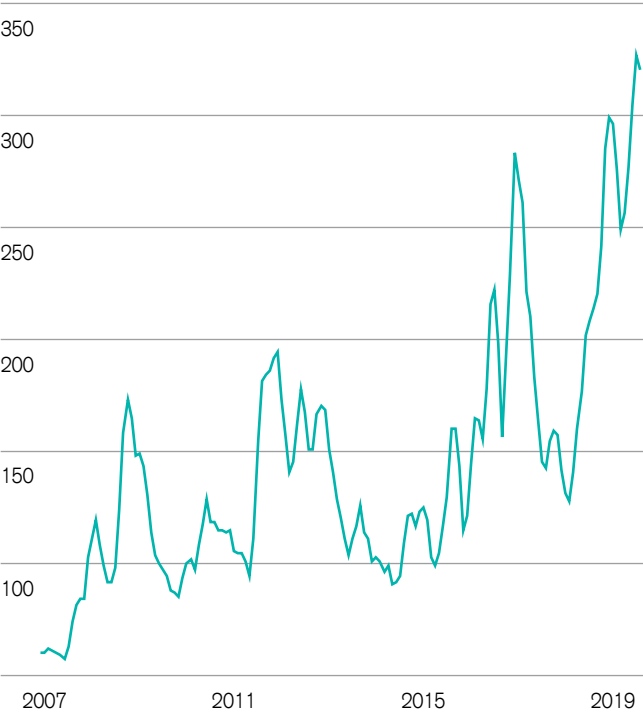
Una campagna elettorale presidenziale straordinariamente polarizzata (come possibile negli USA nel 2020) potrebbe danneggiare il sentiment degli investitori. Una risoluzione dell’incertezza sulla Brexit, invece, sosterebbe gli attivi di rischio europei e il PIL. Non è possibile escludere ulteriori fiammate in Medio Oriente, un grave conflitto militare resta però improbabile.

**Sale la pressione sui margini**  
Le società statunitensi hanno raggiunto un’elevata redditività negli ultimi anni: le vendite aumentavano e i salari contenuti facevano crescere i profitti. A loro volta, i tagli USA alla tassazione societaria rimpolpavano gli utili. Ma questa «favola» sta per finire: per il futuro prevediamo margini soggetti a pressioni ribassiste. I costi d’interesse dovrebbero rimanere contenuti, mentre è probabile che quelli del lavoro continuino ad aumentare. Un altro fattore che può incidere sulla redditività sono i dazi sulle importazioni dalla Cina, che innalzano i costi di input per molte aziende.

**Quotazioni ancora a favore delle azioni**  
In ogni caso, le quotazioni relative favoriscono ancora nettamente le azioni. Sebbene il rapporto corso/utile (P/E ratio) delle azioni globali sia leggermente risalito nell’ultimo anno, più netto è stato l’aumento di valutazione delle obbligazioni di alta qualità con il calo dei rendimenti reali. Detto questo, visti i vari venti contrari, prevediamo rendimenti assoluti inferiori al 2019 sui principali mercati azionari.

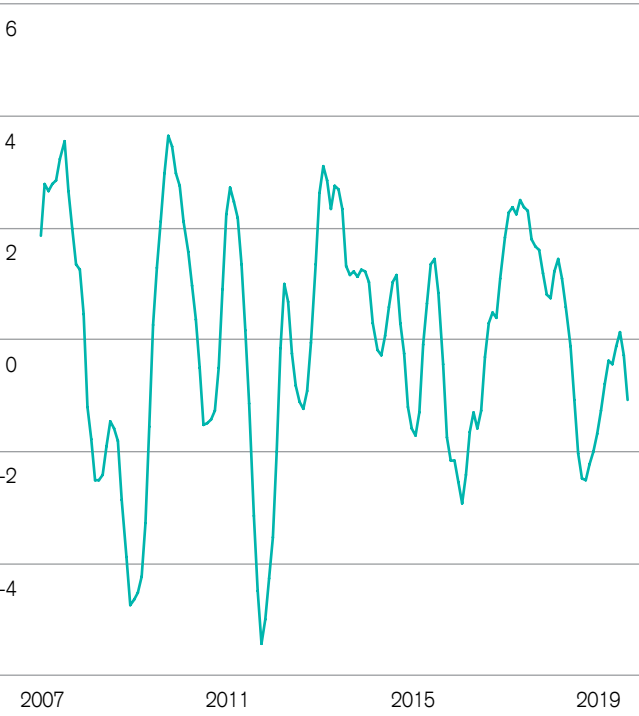
**La leva finanziaria delle società è un rischio per i crediti di bassa qualità**  
Negli ultimi anni, la leva utilizzata dalle società non finanziarie è aumentata e, secondo alcuni rilevamenti, ha superato i livelli visti prima della crisi finanziaria globale del 2008. Tuttavia, i tassi di interesse molto bassi consentono oggi di finanziare il debito molto più facilmente. A nostro parere, però, sono aumentati i rischi sui crediti di bassa qualità. Per questa ragione diamo la preferenza a un rischio creditizio medio, comprendente vari segmenti del debito dei mercati emergenti.

**L’incertezza in politica economica s’è impennata...**  
Indice dell’incertezza politica



Ultimo aggiornamento dei dati settembre 2019  
Fonte Datastream, Credit Suisse

**...ma gli investitori hanno mantenuto una relativa calma**  
Indice Credit Suisse della propensione al rischio



Ultimo aggiornamento dei dati 15 ottobre 2019  
Fonte Datastream, Credit Suisse

# Zone calde nel credito

Anche se i rendimenti sulle obbligazioni di altissima qualità dovrebbero restare negativi nel 2020, non mancano le opportunità, specie nel segmento BB per i bond ad alto rendimento.

Per buona parte del 2019 i rendimenti obbligazionari hanno teso al ribasso a seguito del raffreddamento dell'economia globale dovuto alle tensioni commerciali tra USA e Cina, generando utili di capitale sostanziosi. Mentre scriviamo, i titoli sovrani e investment grade (IG) sono sulla buona strada per una performance significativamente migliore rispetto al 2018, nonostante il fatto che più del 35% dei corporate bond IG europei registrassero un rendimento negativo a inizio 2019.

**Rendimenti in ripresa**

Stando al nostro scenario di base, l'economia globale dovrebbe dare segni di lieve miglioramento nell'anno venturo, pertanto i rendimenti obbligazionari corporate e IG dovrebbero salire, causando perdite di capitale. Le curve dei rendimenti sono ancora piuttosto piatte, quindi la battuta d'arresto sarebbe più grave per le lunghe scadenze. Numerose obbligazioni di alta qualità, pertanto, offriranno probabilmente rendimenti negativi nel 2020. Se i rendimenti di partenza sono molto bassi o addirittura negativi, sarà quasi impossibile evitare una performance negativa.

Prevediamo rendimenti positivi solo in alcuni mercati di alto livello, come i titoli del Tesoro USA o i titoli di Stato australiani, mentre saranno probabilmente negativi in buona parte dell'eurozona e in Svizzera.

I rendimenti positivi sono probabili soltanto in caso di grave recessione o crisi geopolitica. In tal caso, i rendimenti per il segmento high grade scenderebbero ancora e gli utili di capitale che ne deriverebbero potrebbero persino compensare i rendimenti negativi iniziali.

**Tempi più duri per il credito**

Nel 2019 si è ridotto lo spread (il differenziale di rendimento tra le obbligazioni più rischiose e i titoli sovrani) nella maggior parte dei segmenti creditizi, facendo così crollare i rendimenti assoluti a livelli estremamente bassi. In alcune aree, i rendimenti al momento non sembrano adeguati a compensare il rischio di peggioramento dei fondamentali e l'aumento delle inadempienze.

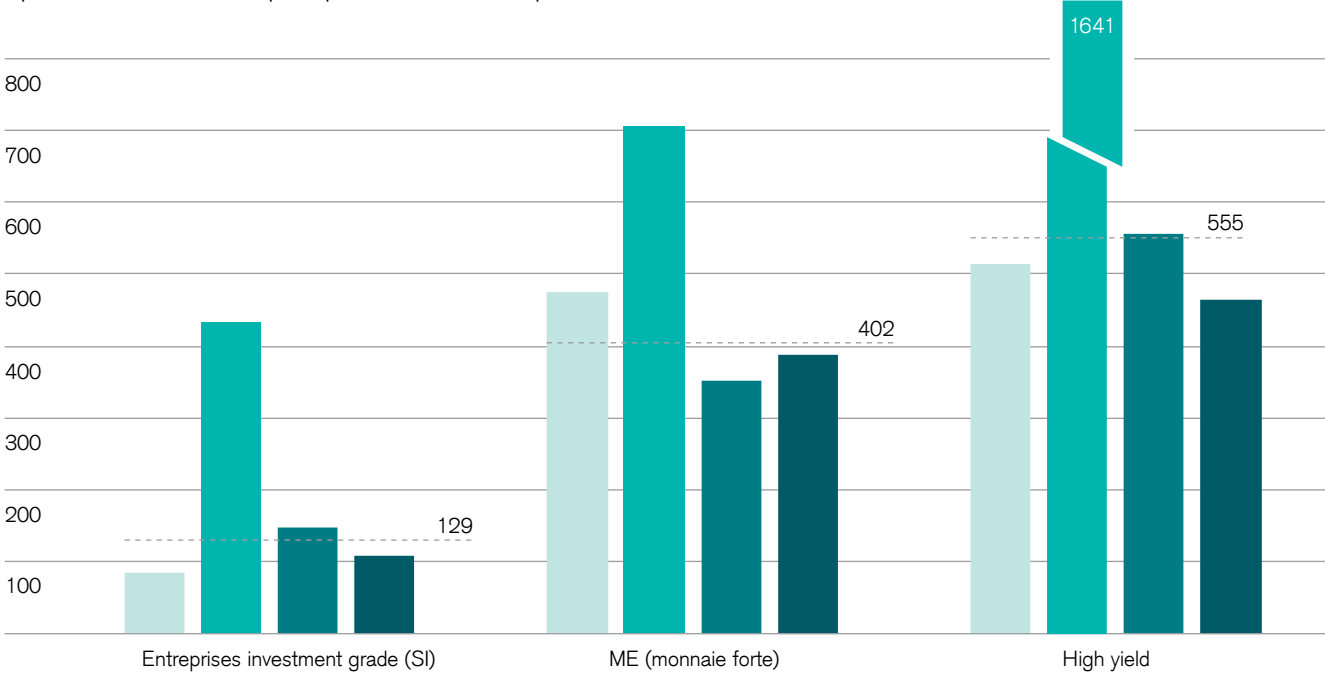
Ciò vale in particolare per quei debitori con un rating molto basso (ad esempio singola B), fortemente esposti nel caso in cui l'economia globale si indebolisca ulteriormente. Per di più, la leva finanziaria è aumentata in aree ciclicamente vulnerabili come l'acciaio e l'energia.

I rendimenti in alcuni segmenti, tuttavia, sia per IG sia per high yield (HY), sembrano sufficienti per compensare tali rischi, pur restando bassi. Le seguenti pagine forniscono ulteriori dettagli sulle opportunità e sui rischi per il reddito fisso nel 2020.



**Le obbligazioni dei mercati emergenti offrono un buon compromesso rischio/rendimento**

Spread nei confronti dei principali titoli di Stato in punti base



SI: Bloomberg Barclays Global Agg Credit  
ME: JPMorgan EMBI  
High yield: Bloomberg Barclays Global High Yield

Media 2001 – 2007  
Media 2009 – 2018  
Media dal 2001

Crisi finanziaria globale (nov – dic 2008)  
Corrente

Ultimo aggiornamento dei dati 25 ottobre 2019  
Fonte Bloomberg, Credit Suisse

# Approccio mirato nell’investment grade

**Scenario:** sebbene i rendimenti degli IG siano molto bassi in termini assoluti, continuiamo a vedere opportunità interessanti. È improbabile che la maggior parte di queste obbligazioni subisca declassamenti anche in un contesto di crescita economica modesta.

**Opportunità:** vediamo interessanti opportunità tra le obbligazioni societarie investment grade in dollari dei mercati emergenti (ME), e anche in alcuni mercati asiatici, dove le preoccupazioni sull’impatto della guerra commerciale USA-Cina hanno innescato aumenti degli

spread, anche se i fondamentali societari restano solidi. Anche alcuni ibridi europei in settori non ciclici, come utility e comunicazione, offrono interessanti rendimenti aggiustati per il rischio.

# High yield: puntare sui subordinati finanziari

**Scenario:** un ampliamento degli spread HY è possibile fino a quando non saranno superati i timori di recessione; i bond con rating B sono i più vulnerabili a un aumento marcato dei rendimenti. Tuttavia, intravediamo ancora opportunità nel segmento BB, leggermente migliore.

**Opportunità:** include anche le obbligazioni finanziarie subordinate. La costante pressione normativa volta a rafforzare i bilanci bancari e il calo tendenziale dei prestiti in sofferenza, non da ultimo nella periferia europea, dovrebbero essere di sostegno. Sempre più interessanti e importanti sono

le obbligazioni HY conformi agli standard ambientali, sociali e di governance (ESG).

# Obbligazioni dei mercati emergenti: buon rapporto rischio/rendimento

**Scenario:** dalla crisi finanziaria del 2008, gli spread sono diminuiti meno sui principali indici obbligazionari ME che non in numerosi segmenti creditizi a rischio più alto dei mercati sviluppati, in cui la leva finanziaria è spesso superiore. Questi ultimi potrebbero aver beneficiato maggiormente, anche se indirettamente, dei programmi di acquisto di attivi delle banche centrali, incentrati sulle obbligazioni dell’economia avanzata. Per contro, le obbligazioni ME offrono ora un premio di rischio più elevato, e gli investitori possono beneficiarne.

**Opportunità:** la posizione più accomodante della Federal Reserve americana dovrebbe continuare a favorire i ME dipendenti dai finanziamenti in USD. I fondamentali economici in alcuni dei maggiori paesi debitori (come Brasile, Messico e Turchia) dovrebbero continuare a migliorare nel 2020. Il calo dei tassi di inflazione dovrebbe contribuire a ridurre anche quelli nazionali in svariati paesi; ciò sosterebbe in particolare le obbligazioni ME in valuta locale. È tuttavia necessario un approccio selettivo, poiché alcune valute possono finire sotto pressione.



**Mercati di frontiera: il nuovo comparto high yield**

Per saperne di più:  
[credit-suisse.com/frontiermarkets/it](https://www.credit-suisse.com/frontiermarkets/it)

# Meglio essere conservatori con gli asset backed securities

**Scenario:** gli strumenti di credito strutturato, più comunemente noti come asset-backed securities (ABS, titoli garantiti da cartolarizzazioni), sono considerati uno dei principali catalizzatori della crisi finanziaria del 2008 e da allora sono stati spesso guardati con scetticismo. Noi, però, vediamo varie opportunità interessanti in questo comparto. Tuttavia, si consiglia cautela in alcune aree, tra cui alcuni dei tradizionali mercati ABS statunitensi ed europei.

**Opportunità:** le obbligazioni garantite europee offrono ancora rendimenti moderati e rating creditizio elevato. Anche gli obblighi di prestito collateralizzato (Collateralized Loan Obligations, CLO), in particolare le tranche senior e intermedie, offrono un buon compromesso tra rischio e rendimento. Questi sono generalmente molto meno colpiti dall’aumento delle insolvenze rispetto alle obbligazioni HY o ai leveraged loan (prestiti a elevata leva finanziaria). La loro

natura a tasso variabile, inoltre, fornisce un cuscinetto rispetto all’aumento dei rendimenti a lungo termine. Oltre la metà degli emittenti statunitensi di ABS proviene invece dall’industria automobilistica (sottoposta a un cambiamento strutturale).

# Focus su settori di crescita e dividendi

Nonostante numerosi venti contrari, il MSCI World Index ha assicurato agli investitori un rendimento del 20% nei primi dieci mesi del 2019, ben oltre il rendimento di un anno nella media. Nel 2020 ci aspettiamo una performance più contenuta, poiché le banche centrali globali rimandano il taglio dei tassi d’interesse.



Nel 2019 l'impatto negativo sulle azioni del minor slancio della crescita è stato più che compensato dalla notevole spinta dei tassi bassi. Per il 2020 ci aspettiamo una stabilizzazione della crescita economica. Prevediamo che le banche centrali forniranno un supporto addizionale limitato, tuttavia, la liquidità non dovrebbe mancare. A nostro modo di vedere, la Federal Reserve USA (Fed), in particolare, non ridurrà i tassi d'interesse, o al massimo lo farà di poco, a differenza delle attese attuali del mercato. Le pressioni sui margini, inoltre, tenderanno a salire parallelamente al costo del lavoro. Questo sembra indicare che i rendimenti azionari saranno probabilmente più in linea con quelli di un anno medio.

**Scenario di base positivo per le azioni**

In ogni caso manteniamo una visione positiva per le azioni. Con la moderazione delle tensioni geopolitiche e la distensione almeno parziale della guerra commerciale, il sentiment delle aziende dovrebbe migliorare, contribuendo a una ripresa della produzione industriale. La spesa fiscale supplementare, specie in Europa, e le conseguenze dell'allentamento monetario del 2019 dovrebbero sostenere la crescita economica e le vendite. Le valutazioni relative, inoltre, saranno ancora nettamente a favore delle azioni. I settori e i titoli orientati alla crescita che traggono beneficio dai cambiamenti della società nel lungo termine dovrebbero continuare a sovraperformare. Anche le azioni che assicurano dividendi stabili sono favorite.

**Attenzione ai margini**

Fin dalla crisi finanziaria, gli utili aziendali hanno tratto giovamento dai costi ridotti. Anche se alcuni fattori di costo resteranno sotto controllo, per altri non sarà così. Il costo dell'interesse resterà estremamente basso per il futuro prossimo e potrebbe addirittura calare se il debito in maturazione sarà rifinanziato a tassi inferiori. I salari, tuttavia, sono cresciuti più rapidamente nei paesi sviluppati, in particolare negli Stati Uniti.

L'aumento della quota dei salari è un classico fenomeno di fine ciclo che dovrebbe durare per qualche anno anche se l'economia dovesse entrare in recessione. Peraltro, anche se la crescita della produttività si è fatta più marcata, è improbabile che possa compensare interamente tali costi addizionali. L'incremento dei costi del lavoro potrebbe condurre a un flusso di cassa più contenuto. Insieme alla leva finanziaria già estesa, potrebbe limitare il riacquisto di azioni proprie, che negli ultimi anni è stato un fattore rilevante.

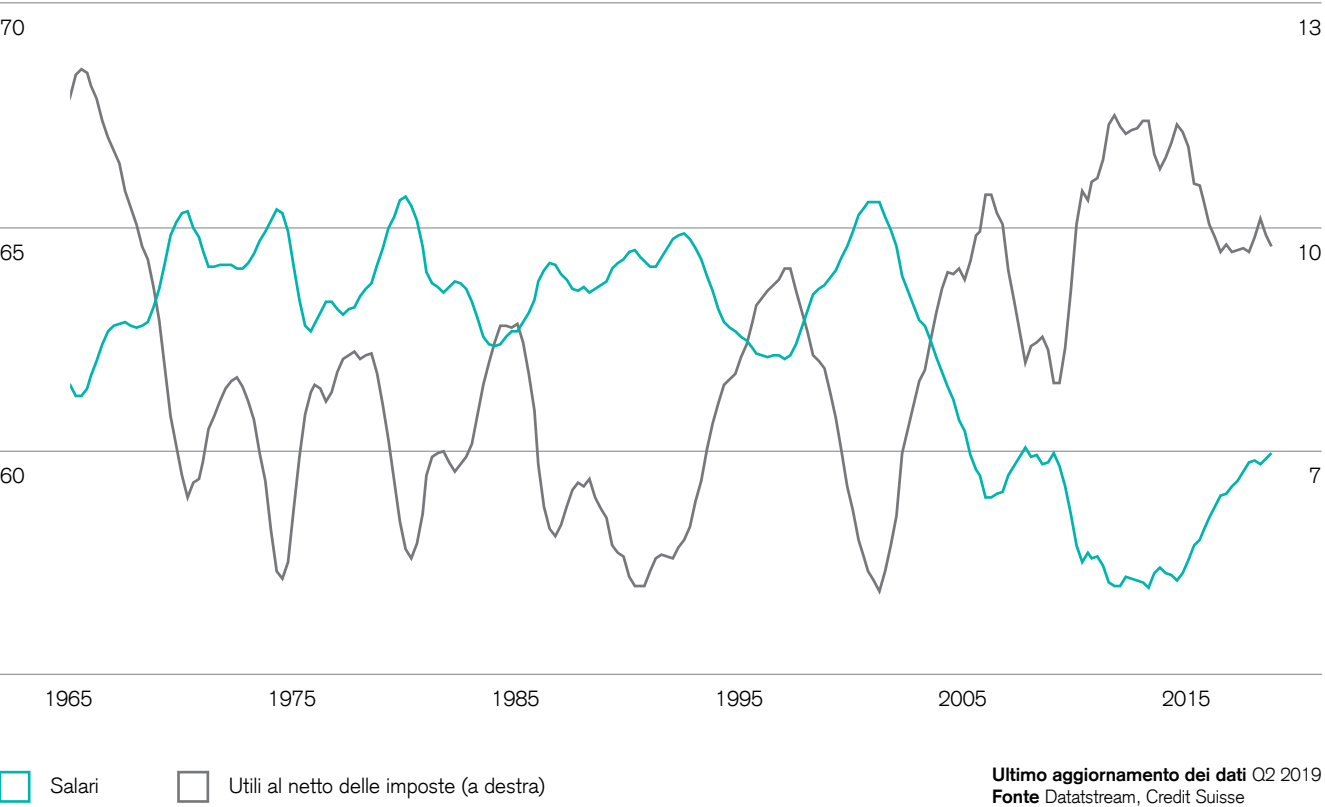
**L'incognita: le elezioni presidenziali statunitensi**

La strada verso le elezioni del Congresso e del Presidente degli Stati Uniti nel novembre 2020 potrebbe altresì avere un impatto significativo sui mercati azionari, anche se mancano prove statistiche indubbie che la performance delle azioni nell'anno delle elezioni sia diversa rispetto agli altri anni.

Questa volta la situazione potrebbe essere più turbolenta del solito per via della profonda frattura nell'elettorato statunitense. Se i sondaggi dovessero favorire nettamente uno dei candidati democratici vicini alla sinistra, inoltre, alcuni settori esposti a potenziali interventi futuri (come la sanità, l'energia e la finanza) potrebbero sentirsi sotto pressione.

**La partecipazione degli utili potrebbe calare ancora con la ripresa del lavoro**

Parte dei profitti al netto delle imposte e dei salari nel reddito nazionale USA (in %, media mobile di 4 trimestre)



**Generare reddito in un contesto di bassi rendimenti**

Anche se ci aspettiamo rendimenti azionari intorno al 5% nell'anno a venire, questi saranno probabilmente ben più elevati rispetto a quelli delle obbligazioni investment grade. Le azioni di aziende che distribuiscono dividendi sostenibili dovrebbero godere di un buon supporto.

Sulla base dei prezzi di listino odierni, prevediamo un rendimento da dividendi per l'aggregato MSCI World di circa il 2,5%. Alcuni settori come finanziari, energia o servizi pubblici dovrebbero continuare a pagare dividendi superiori alla media.

**Cacciatori di crescita**

Gli investitori più orientati alla crescita potrebbero prendere in considerazione settori o tematiche ad alta convinzione che probabilmente registreranno una forte crescita degli utili. Uno di questi ambiti è la tecnologia dell'istruzione, che è in ascesa poiché l'istruzione è sempre più digitale e pertanto caratterizzata da maggior efficienza e impatto.

D'altro canto, la sostenibilità sta diventando più importante non solo per i consumatori e le aziende, ma anche per gli investitori. Riteniamo di essere all'inizio di una transizione verso un'economia più sostenibile. Sebbene alcune aziende e settori potrebbero finire sotto pressione, dovrebbero crearsi nuove considerevoli opportunità. I nostri cinque Supertrend ad alta convinzione trattano questi e altri argomenti rilevanti: passate alla pagina 40 per ulteriori dettagli.

# Una panoramica dei mercati principali

**USA: prevista sovraperformance malgrado gli ostacoli?**

Fin dall'inizio del mercato rialzista nel marzo 2009, l'S&P 500 ha ottenuto risultati decisamente migliori rispetto ad altri mercati (del 210% circa rispetto al MSCI EMU e circa del 245% rispetto al MSCI Giappone). Il nostro scenario di base prevede ancora una performance brillante per il mercato USA grazie alla crescita economica superiore e alla forte ponderazione del settore IT. Tuttavia, il potenziale è limitato dalla strisciante pressione sui margini che deriva dai salari in aumento, dal venir meno degli effetti dei tagli fiscali per le aziende del 2018, da una FED meno favorevole e probabilmente dalle incertezze legate alle elezioni presidenziali.

**Area euro: supporto BCE e guerra commerciale**

Tenuto conto dei timori politici e della debolezza manifatturiera, le azioni dell'area euro hanno retto sorprendentemente bene nel 2019. Il ritorno all'allentamento monetario e il relativo indebolimento dell'EUR hanno certamente contribuito. Misurando in USD, però, il mercato ha sottoperformato l'S&P 500 del 4,3%. Guardando al 2020, crediamo che il mercato sarà sostenuto, tra gli altri fattori, dalla politica monetaria accomodante della Banca centrale europea, una probabile soluzione per la Brexit e dalla sua valutazione poco esigente. I rischi principali sono una potenziale escalation del conflitto commerciale tra USA e Cina e gli eventuali dazi statunitensi sulle auto europee.

**Regno Unito: oltre la Brexit**

Il mercato britannico ha sottoperformato nettamente le azioni globali nel 2019. Questo, però, non si deve in particolar modo all'incertezza sulla Brexit, bensì alla debolezza nel settore delle materie prime, che costituisce una quota ampia del mercato azionario britannico. Nel 2020 crediamo, crediamo che il mercato risulterà piuttosto debole, poiché la crescita in Cina rimane lenta e pesa sulle materie prime. Una Brexit senza problemi, paradossalmente, metterebbe ancora più sotto pressione i settori orientati all'esportazione, poiché il GBP si apprezzerrebbe in modo significativo; le PMI orientate al mercato nazionale, invece, ne gioverebbero. Nell'improbabile eventualità di una Brexit dura, prevediamo un allentamento deciso da parte della Banca d'Inghilterra e un GBP infiacchito.

**Svizzera: chi va piano va sano e va lontano**

Le azioni svizzere hanno registrato nuovamente una performance brillante nel 2019, trainate del gigante dei beni di prima necessità. Le nostre proiezioni per il 2020 indicano una performance regolare ma non straordinaria, poiché il mercato svizzero con la sua natura difensiva sottoperformerebbe mercati più ciclici in caso di miglioramento della produzione globale. Se dovesse riuscire, l'impegno della Banca nazionale svizzera per evitare il rincaro del CHF avrebbe un effetto di sostegno. Un CHF più debole unito a una curva dei rendimenti più ripida gioverebbe in particolare ai titoli finanziari. Un cambio della politica sanitaria USA dopo le elezioni presidenziali statunitensi del 2020 potrebbe mettere a rischio il settore farmaceutico svizzero.

**Azioni cinesi / EM: conta smorzare i toni della guerra commerciale**

Le azioni dei mercati emergenti (EM) hanno sottoperformato i mercati sviluppati in maniera sostanziale dall'inizio del 2018. La politica restrittiva della FED aveva indebolito vari mercati dipendenti dai finanziamenti USD a basso costo. La situazione è peggiorata quando ha preso il via il conflitto commerciale tra USA e Cina: si ricorda che la Cina e altri mercati dell'Asia settentrionale costituiscono più del 55% dell'indice MSCI EM. Smorzare i toni della guerra commerciale andrebbe a favore delle azioni EM, anche se altri fattori quali la crescita più debole in Cina potrebbero attenuare la ripresa. L'inflazione al ribasso e la politica monetaria più accomodante dovrebbero continuare a sostenere mercati emergenti come il Brasile.

**Giappone: sperando che migliori il ciclo della produzione industriale**

L'anno trascorso è stato deludente per chi ha investito in azioni giapponesi, poiché l'economia nazionale e globale ha subito un rallentamento dovuto alla controversia commerciale tra USA e Cina. Per il 2020 prevediamo un miglioramento delle sorti di questo mercato: una ripresa del ciclo di produzione industriale globale e delle spese d'investimento in particolare andranno a beneficiare il mercato ciclico del Giappone più di altri. È un mercato, peraltro, dalla valutazione interessante, con un rapporto prezzo-utili di poco superiore a 13x. L'impegno della Banca del Giappone a mantenere un approccio accomodante e a limitare l'apprezzamento del JPY è un altro fattore positivo.

# Giudizi settoriali

Rappresenta le opinioni tattiche  
a ottobre 2019; orizzonte di 3-6 mesi

Venti favorevoli

- L'innovazione – ad esempio 5G, Internet delle cose, intelligenza artificiale (IA), digitalizzazione – trascina la crescita
- Il software è determinante per migliorare la produttività



IT

- La saturazione del mercato degli smartphone limita le vendite di hardware
- L'incertezza rallenta gli investimenti aziendali

Venti contrari

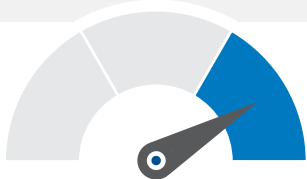
- Il «tiering» della banca centrale dovrebbe accrescere la redditività delle banche europee
- Valutazioni interessanti, miglioramento dei fondamentali (ad esempio rendimento del capitale proprio)



Titoli finanziari

- La piattezza della curva dei rendimenti riduce i margini di interesse netti
- Pressioni sui margini nel retail e nella gestione patrimoniale

- L'intrattenimento mobile (videogiochi, streaming video) registra tassi di crescita significativi
- Il passaggio dalla pubblicità tradizionale a quella online offre un potenziale di guadagno significativo



Servizi di comunicazione

- La pressione normativa (ad esempio antitrust, indagini sulla privacy) mette alla prova i modelli di business
- La creazione di contenuti e le pressioni derivanti dalla compliance richiedono spese significative

- Rendimenti di dividendo interessanti
- Settore difensivo: l'incertezza economica o le dispute commerciali hanno un'influenza limitata



Servizi pubblici

- Valutazioni elevate
- Rendimenti obbligazionari un po' più alti ridurrebbero l'attrattiva di questo sostituto per le obbligazioni

- Rendimenti di dividendo interessanti
- Commercio al dettaglio escluso, i prezzi degli immobili commerciali dovrebbero rimanere stabili



Settore immobiliare

- Rendimenti obbligazionari un po' più alti ridurrebbero l'attrattiva di questo sostituto per le obbligazioni
- L'e-commerce riduce l'interesse verso gli immobili per il commercio al dettaglio

Venti favorevoli

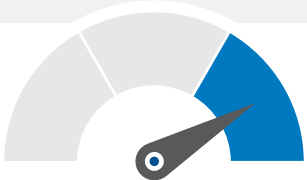
- Invecchiamento della popolazione
- Miglioramento della copertura e della convenienza sanitaria nei mercati emergenti



Sanità

- Rischi politici elevati nel corso delle elezioni statunitensi del 2020: i costi e la copertura sanitaria sono temi di tutti i candidati
- Rischio di controversie legate all'epidemia di oppioidi

- Anche una risoluzione solo parziale della dispute commerciale ridurrebbe l'incertezza economica
- Possibile aumento della spesa per infrastrutture in vari paesi



Titoli industriali

- L'incertezza economica riduce investimenti aziendali e produzione industriale
- La crescita degli utili potrebbe risultare deludente

- Rendimento di dividendo solido
- Settore difensivo: favorito in caso di ulteriore incertezza economica



Beni di consumo non ciclici

- Valutazioni elevate
- Il ricorso a questo sostituto per le obbligazioni svanirà gradualmente con l'arretramento dei tassi di interesse

- I mercati del lavoro solidi, la crescita dei salari e i bilanci dei nuclei familiari sostengono la domanda e la spesa dei consumatori
- I bassi tassi di interesse sostengono la spesa per beni durevoli legati alla casa



Beni di consumo ciclici

- Il rallentamento della produzione potrebbe estendersi ai mercati del lavoro e alla domanda al consumo in caso di proseguimento della disputa commerciale tra Stati Uniti e Cina
- La vendita al dettaglio tradizionale deve affrontare la sfida dell'e-commerce

- Tensioni geopolitiche in grado di bloccare l'offerta potrebbero far aumentare il premio di rischio compreso nel prezzo del petrolio
- Rendimento di dividendo interessante



Energia

- Produzione debole e rallentamento in Cina riducono la crescita della domanda; la produzione USA di olio di scisto accresce l'offerta già abbondante
- Le questioni ambientali potrebbero accelerare il passaggio a soluzioni energetiche sostenibili

- I tassi di interesse bassi potrebbero sollevare la domanda legata all'edilizia
- Valutazione interessante



Materiali

- Bassa crescita economica e dollaro forte fanno da freno
- Il rallentamento della crescita in Cina è un rischio

# Supertrend

Cosa hanno in comune tra loro la crescita della diffusione di animali domestici, gli scioperi per il clima nelle scuole di tutto il mondo e il lancio del 5G, la rete mobile di nuova generazione? Sono tutti testimonianza dei radicali mutamenti sociali che segnalavamo al lancio dei nostri cinque Supertrend nel 2017.

I nostri cinque Supertrend trattano un'ampia varietà di temi d'attualità: il nostro mondo sempre più multipolare, infrastrutture, invecchiamento della popolazione, l'influenza delle prossime generazioni e la rapida innovazione tecnologica. I Supertrend si focalizzano sulle forze in grado di portare cambiamenti strutturali e sono pensati per trascendere i cicli economici. Il loro scopo è migliorare il profilo di rischio/rendimento complessivo di un portafoglio e sovraperformare nel lungo periodo il mercato più ampio. Restiamo fortemente convinti delle tendenze identificate.

**Con un nuovo arrivo: la tecnologia dell'istruzione**  
Nel giugno 2019 abbiamo aggiunto all'impalcatura dei nostri Supertrend nuove prospettive. Se, ad esempio, prendiamo in considerazione il Supertrend «Silver Economy», riscontriamo un numero crescente di anziani che vivono con animali domestici. Gli animali hanno le loro esigenze dietetiche e veterinarie; entro il 2025 queste dovrebbero alimentare la crescita nel mercato globale della cura degli animali domestici a oltre 200 miliardi di dollari. Se esaminiamo il nostro Supertrend «I valori dei Millennials», essere online, e utilizzare social media sono attività naturali per la Generazione Z. Ora tocca alla tecnologia educativa (istruzione con un tocco tecnologico), che è agli inizi di ciò che crediamo sarà una grande trasformazione. Secondo alcune stime, il mercato dell'istruzione digitale supererà la soglia dei 400 miliardi di USD entro il 2023. All'interno del nostro Supertrend

«Tecnologia», estendiamo ulteriormente l'ambito del sottotema «digitalizzazione», concentrandoci sul 5G e sulla sua influenza sui big data. Inoltre i criteri ESG (ambiente, società e governance) restano un tema chiave e un focus d'investimento in particolare per i Millennial, che fanno sempre più sentire la loro voce di consumatori responsabili.

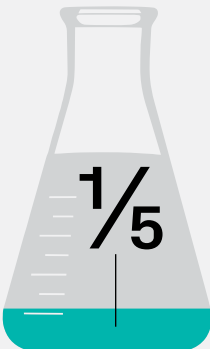
**Tematiche di lungo periodo in ogni settore**  
Grazie alla concezione modulare dei Supertrend, è possibile investire nelle tendenze generali che rappresentano o in azioni singole e temi di nicchia. Insieme, i cinque Supertrend offrono un'ampia diversificazione nella selezione di singoli titoli da parte di Credit Suisse, con ogni settore del MSCI World parte di un portafoglio. In un portafoglio Supertrend le esposizioni maggiori sono nei settori IT, sanità e industria, che in questa fase rappresentano quasi i due terzi della selezione in titoli singoli. A livello regionale, gli Stati Uniti rappresentano quasi il 50% della nostra selezione azionaria Supertrend — meno del suo peso effettivo nell'universo MSCI. In compenso, abbiamo un'esposizione superiore nei mercati emergenti, che riflette le opportunità di crescita a lungo termine in molti di questi paesi, nonché le tendenze sociali e demografiche mondiali.

## Per il cambiamento

I consumatori, e in particolare i millennial, denunciano le inefficienze dell'industria dei beni di consumo.

 →  
**T-shirt**  
mix di cotone e fibre sintetiche

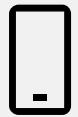
**2700 litri d'acqua,**  
**30**  
l'equivalente di  
vasche da bagno, per produrre una sola maglietta.

  
**1/5**  
dell'inquinamento idrico industriale è causato dalla tintura e dal trattamento dei tessuti.

**80 miliardi**  
di nuovi capi d'abbigliamento ogni anno.  
**+400%**  
↗ 2015


**10%**

delle emissioni globali di gas a effetto serra è riconducibile all'industria dell'abbigliamento.

 →  
**Smartphone**

**1000+**  
**materiali diversi**  
vengono utilizzati per produrre un singolo smartphone.  
 **Microsito Supertrend**  
credit-suisse.com/supertrends

Allungare di  
**un anno**  
la vita di tutti gli smartphone europei =  
  
**2 milioni**  
di auto.  
rimuovere dal traffico

  
**70%**  
di tutti i rifiuti pericolosi nelle discariche è costituito da rifiuti elettrici ed elettronici.

Fonti  
cfr. pag. 65

# USD verso il picco

L’USD dovrebbe reggere inizialmente, ma l’EUR dovrebbe apprezzarsi nel secondo semestre con l’affermazione di una ripresa nell’eurozona. Il CNY potrebbe deprezzarsi in misura leggermente superiore nei confronti del dollaro USA a causa della debolezza interna. Il GBP dovrebbe salire decisamente in seguito alla risoluzione della Brexit.

**Principali valute: il carry USD perderà influenza**  
Nel 2019 l’USD ha continuato a crescere rispetto alle valute dei principali mercati sviluppati. Se la crescita globale e gli scambi si stabilizzano, come prevediamo, l’EUR, sensibile ai cicli, dovrebbe guadagnare terreno. Se però la situazione geopolitica dovesse peggiorare o se la crescita globale risultasse deludente, l’USD continuerebbe ad avere supporto, mentre il JPY e il CHF sarebbero i principali beneficiari.

**USD:** entrando nel 2020 l’USD dovrebbe rimanere sostenuto, poiché ha un vantaggio in termini di crescita e di tassi d’interesse, il «carry», sulla maggior parte delle altre valute G10. Questi vantaggi, tuttavia, probabilmente si indeboliranno nel corso dell’anno. I partecipanti al mercato, inoltre, potrebbero spostare l’attenzione alla sopravvalutazione dell’USD, stimolando un deflusso dagli attivi in USD.

**EUR:** dopo aver deluso nel 2019, l’eurozona dovrebbe registrare una crescita modesta nel 2020, sostenuta in parte dallo stimolo fiscale supplementare e dal venir meno dell’incertezza sulla Brexit. Questi fattori dovrebbero sostenere l’EUR, insieme ad altri, più di lungo termine, in particolare il surplus crescente delle partite correnti della regione. Le rinnovate preoccupazioni sulla stabilità politica e fiscale dell’Italia costituiscono un rischio (con bassa probabilità).

**JPY:** il JPY resta sottovalutato rispetto all’USD. Il fatto che la Banca del Giappone sia vincolata in materia di tagli ai tassi d’interesse costituisce un elemento di supporto. Se l’avversione al rischio a livello globale si riduce, come prevediamo, è improbabile che questa valuta rifugio cresca in maniera significativa.

**GBP:** nel 2019 il GBP ha subito picchi di debolezza per via della continua incertezza sulla Brexit. Riteniamo che nel 2020 il GBP abbia il maggior potenziale di apprezzamento, data la sua sottovalutazione rilevante e la crescente probabilità di un accordo sulla Brexit che dovrebbe essere votato e attuato nei mesi a venire. In tal caso, la Banca d’Inghilterra tenderebbe più probabilmente a inasprire la politica e sostenere ulteriormente il GBP.

**CHF:** il CHF è sopravvalutato rispetto all’EUR. Se l’economia dell’area dell’euro si riprende, il CHF potrebbe perdere terreno nei confronti dell’EUR. Se le prospettive politiche ed economiche globali dovessero peggiorare, la Banca nazionale svizzera probabilmente continuerebbe ad intervenire per limitare l’apprezzamento del CHF.

**Stabilizzare la crescita**  
La maggior parte delle valute dei mercati emergenti (EM) hanno ottenuto risultati migliori nel 2019 rispetto all’anno precedente. Grazie all’allentamento della politica della Federal Reserve USA, il loro carry ha assicurato un supporto. Oltre a questo fattore generale, le performance hanno variato considerevolmente tra le regioni e i paesi. In Asia, la Cina ha permesso al CNY di indebolirsi per compensare parte dell’onere legato ai dazi statunitensi, mettendo sotto pressione altre valute della regione. Le valute a basso rendimento in Europa, Medio oriente e Africa hanno registrato la performance meno brillante.

Guardando avanti, le valute EM iniziano l’anno con meno vantaggio in termini di carry; i tassi d’interesse reali sono calati notevolmente nel 2019 per via dell’allentamento della politica monetaria. Per contro, le valutazioni in genere sono diventate più interessanti. La crescita dovrebbe altresì riprendere vigore in numerosi EM grazie alle condizioni finanziarie più rilassate.

**CNY:** la valuta cinese ha sottoperformato buona parte delle monete asiatiche nel 2019. Anche un leggero smorzamento dei toni nel conflitto commerciale allenterebbe la pressione, in particolare ora che la valuta è più vicina al valore equo. Tuttavia, col tasso di crescita cinese in calo e il surplus della partita corrente decisamente ridotto, non vediamo alcun potenziale upside più esteso.

**KRW:** il KRW ha perso terreno nei primi mesi del 2019 per via della stretta integrazione dell’economia con le catene di fornitura basate sulla Cina, ma poi si è ripreso. Dovrebbe continuare a recuperare se la guerra commerciale sarà risolta e il sentiment nel settore tecnologico migliorerà ancora, anche perché ora è nettamente sottovalutato.

**INR:** eventuali riforme in materia di fiscalità, lavoro e legislazione sugli investimenti potrebbero attrarre flussi di investimenti esteri con il tempo, andando a sostenere la valuta. La valutazione è equa, ma il carry si sta indebolendo.

**MXN:** il MXN trae giovamento dalla guerra commerciale, poiché le esportazioni messicane migliorano grazie alle difficoltà della Cina. La pressione politica, intanto, non si sente più ora che gli USA, il Canada e il Messico hanno firmato un nuovo trattato commerciale. Con la prevista ripresa moderata della crescita e l’approccio cauto della banca centrale, il carry del MXN dovrebbe ridursi soltanto in modo graduale. La valutazione è di supporto.

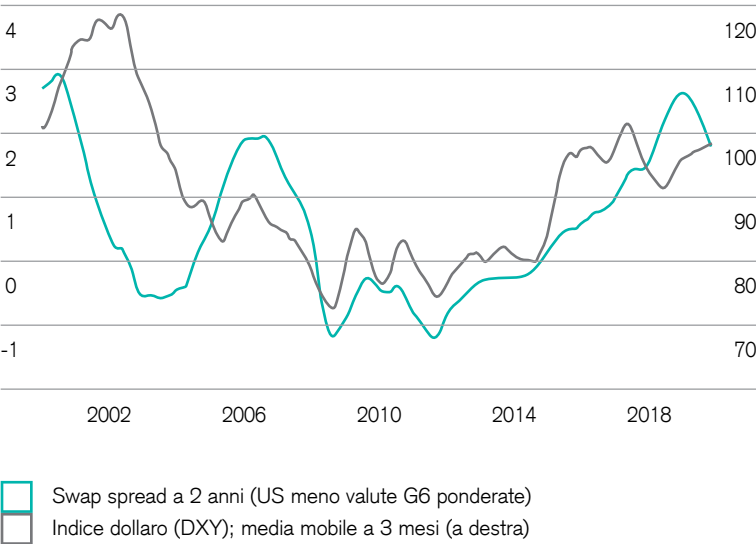
**BRL:** la valutazione è migliorata e la crescita appare in via di stabilizzazione, con gli indici di sorpresa economica ai massimi livelli da un anno a questa parte. La riforma delle pensioni è quasi completa, l’attenzione passerà alla riforma fiscale. Non riteniamo che la banca centrale taglierà il tasso benchmark Selic più di quanto anticipato dal mercato. La valuta dovrebbe tenere il passo.

**RUB:** un netto surplus della partita corrente e i livelli bassi del debito sono elementi di supporto. Dopo un forte apprezzamento nel 2019, però, il RUB non è più interessante dal punto di vista della valutazione.

**TRY:** la valutazione dei fondamentali, un carry ancora elevato e il miglioramento dell’economia dovrebbero compensare l’incertezza politica. La volatilità, tuttavia, potrebbe rimanere elevata.

**ZAR:** il Sudafrica resta indietro per gli squilibri economici persistenti e le prospettive ancora desolanti in materia di riforme strutturali. È probabile che la valuta resti sotto pressione.

**Viene meno il supporto dei tassi d’interesse per l’USD**  
Spread in punti percentuali e indice del dollaro (a destra)



Ultimo aggiornamento dei dati 24 ottobre 2019  
Fonte Datatstream, Credit Suisse



# Investimenti alternativi

# I rendimenti restano convincenti

Gli investimenti alternativi sono sempre più affermati come una componente basilare del portafoglio, specie nel mondo di oggi caratterizzato da tassi e rendimenti bassi nel lungo periodo. Sono apprezzati non solo per i benefici di diversificazione, ma anche perché donano stabilità al portafoglio. Iniziamo dal settore immobiliare che nel 2020 dovrebbe restare un contesto positivo, secondo le nostre previsioni.

Negli ultimi anni, gli investitori immobiliari sono stati testimoni di svariati mutamenti strutturali. Di conseguenza, hanno dovuto adeguare la propria strategia per cogliere le opportunità più promettenti.

**L'e-commerce favorisce le attività industriali**  
Parlando del settore immobiliare, crediamo che la tendenza strutturale all'abbandono di punti vendita fisici per spostarsi sull'e-commerce continuerà a mettere pressione sugli esercizi tradizionali (vale a dire centri commerciali e negozi non di prima fascia). Le attività industriali, invece, dovrebbero beneficiare di questa tendenza, in quanto la catena di fornitura del commercio elettronico richiede molto più spazio per magazzini e logistica.

Un altro cambiamento strutturale molto discusso è la crescita di spazi flessibili per uffici, che al momento rappresentano una percentuale considerevole dell'utilizzo totale: secondo Property Market Analysis, circa il 10% nei principali mercati statunitensi, il 15% nel Regno Unito e il 12% nel resto d'Europa. Collaborando con fornitori di spazi flessibili per uffici, gli investitori potrebbero aumentare i livelli di locazione e ampliare la

propria base di affittuari. Detto questo, l'impatto a lungo termine sul valore degli affitti è discutibile, inoltre sussiste il rischio che un gran numero di spazi per uffici giunga sul mercato alla scadenza dei contratti di locazione a breve termine.

**Attenzione puntata su creazione di reddito e investimenti non correlati**  
Prevediamo uno scenario di moderata espansione economica e politica monetaria accomodante, generalmente favorevole in tutto il mondo sia alla proprietà immobiliare quotata che a quella diretta. In questo contesto, privilegiamo una proprietà immobiliare diretta nella quale i tassi di interesse più bassi non sembrano ancora pienamente riflessi nel prezzo. Malgrado i rendimenti sulla proprietà siano ai minimi storici nella maggior parte dei mercati immobiliari, è probabile che i recenti tagli dei tassi attraggano ulteriore capitale di investimento. Grazie alla componente di reddito degli affitti, la proprietà immobiliare diretta tende a generare rendimenti piuttosto stabili, cosa favorevole nell'ambiente potenzialmente volatile dovuto al ciclo avanzato.

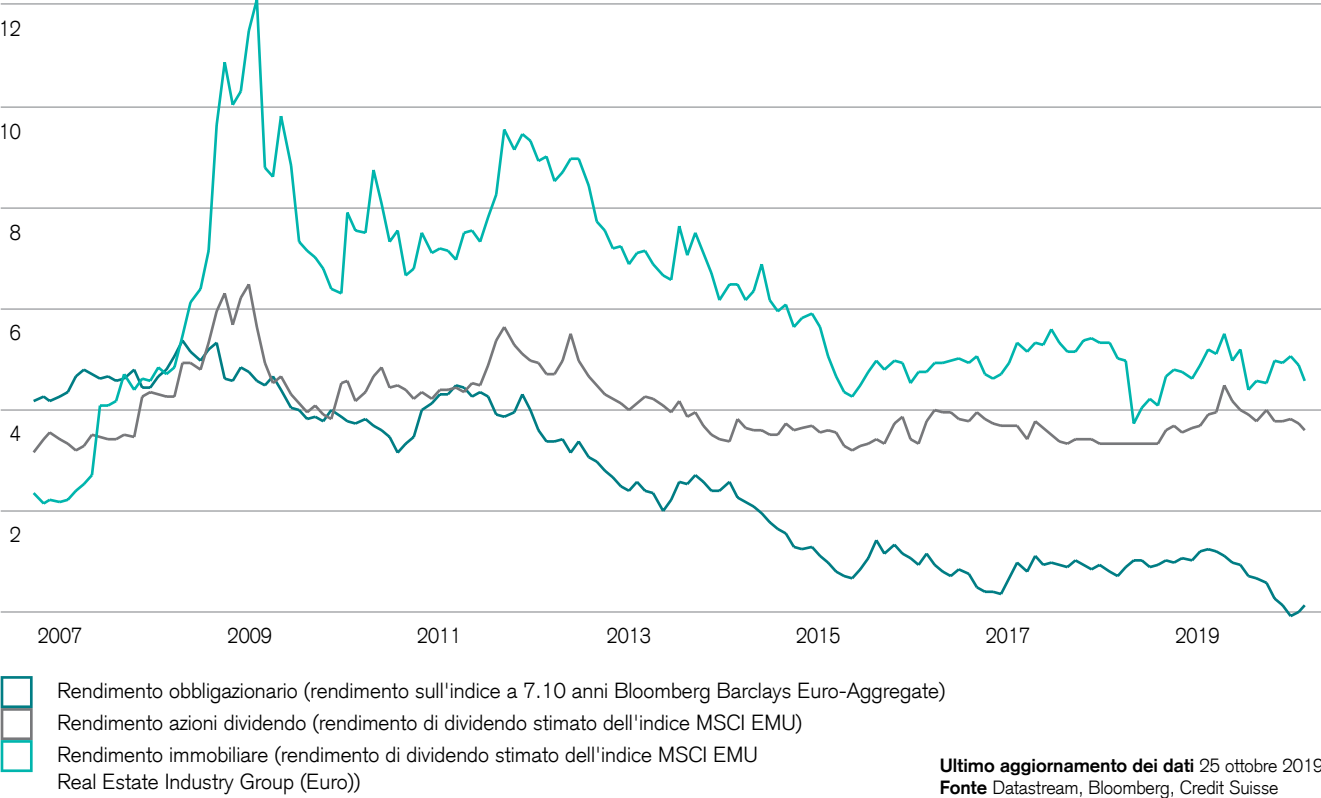
La nostra strategia di investimento ci porta a cercare asset di alta qualità in cui il calo dei rendimenti non si rifletta ancora pienamente nelle valutazioni (ad esempio investendo su proprietà in buone posizioni con contratti di locazione a lungo termine). Anche le cosiddette strategie a valore aggiunto, a bassa correlazione con il mercato globale, possono generare rendimenti extra. In questi casi il valore viene, ad esempio, innalzato ristrutturando e rinnovando attivamente le proprietà.

Le azioni immobiliari globali, invece, riflettono già tassi più bassi e valutazioni storicamente elevate. La crescita degli utili, inoltre, è limitata dal rallentamento della crescita nei mercati sottostanti. Espansione multipla e calo dei rendimenti hanno trainato gran parte della solida performance del 2019, tuttavia, prevediamo che nel 2020 ciò accada in misura minore.

**Alla ricerca di regioni dai dividendi elevati**  
Per quanto riguarda le regioni, preferiamo concentrarci su dividendi relativamente alti piuttosto che sulla crescita. Favoriamo, quindi, l'eurozona, il cui rendimento (alla chiusura redazionale) supera di circa 500 pb quello dei titoli di Stato, il che è al di sopra della media di lungo periodo. Crediamo anche che, in caso di Brexit ordinata, gli immobili quotati nel Regno Unito offrano potenziale, viste le valutazioni poco impegnative, la struttura conservativa del debito delle società immobiliari e un possibile rimbalzo nei mercati sottostanti (in particolare quello per gli uffici a Londra). Le possibilità di rialzo degli immobili quotati negli Stati Uniti paiono invece limitate poiché i tassi di interesse più bassi e il miglioramento delle aspettative d'utile si riflettono già nei prezzi.

## Il rendimento immobiliare resta superiore

Rendimento di obbligazioni, azioni globali e azioni immobiliari (in %)



Ultimo aggiornamento dei dati 25 ottobre 2019  
Fonte Datastream, Bloomberg, Credit Suisse

# La due diligence è un pilastro

I mercati privati sono sempre più «mainstream» da quando i gestori patrimoniali e i family office più piccoli hanno iniziato a cercare esposizione e l’investimento minimo è sceso. Tuttavia, data la natura illiquida dei private market, sono fondamentali la due diligence e la scelta di fondo e manager.

Negli ultimi anni, la popolarità delle private equity è cresciuta costantemente, questo sviluppo ha però avuto il suo prezzo. Le valutazioni delle attività e la concorrenza nell’investire rimangono le principali preoccupazioni del settore, si ripresenta il debito cov-lite e nuovi soggetti mettono continuamente alla prova i profitti del settore.

**Incrementare la diversificazione**

Detto questo, la dimensione dei mercati privati è quasi raddoppiata rispetto a un decennio fa, l’ascesa dei fondi secondari offre profondità ed esposizione differenziata, mentre le normali operazioni solitamente utilizzano meno l’effetto leva. In un universo più grande, gli investitori trovano migliori opportunità di diversificazione. Ci attendiamo che nel 2020 il private equity (PE) distribuisca un total return annuo dell’8% circa, di poco inferiore alla media storica del 9,2%. Un limite ai rendimenti previsti può giungere da condizioni creditizie meno favorevoli e da livelli elevati di capitale inattivo, ma anche da un rischio complessivo inferiore. Ciò premesso, il PE offre comunque un premio di illiquidità equo rispetto all’azionariato pubblico.

**Accesso a prezzi migliori e potenziale a più lungo termine**

I fondi PE possono aiutare a migliorare i rendimenti aggiustati per il rischio di un portafoglio poiché puntano su società che investono in una crescita fondamentale a lungo termine in mercati privati altrimenti inaccessibili. Nel PE, i prezzi delle operazioni di accesso dipendono dallo stato dei mercati dei capitali, mentre le uscite normalmente riflettono l’evoluzione significativa di un’azienda, che è meno correlata all’andamento dei mercati dei capitali. Per queste ragioni, il PE offre agli investitori un certo grado di diversificazione. Tuttavia, i volumi di investimento storicamente più elevati e il profilo di rischio più basso degli investimenti implicano che i rendimenti attesi probabilmente diminuiranno nel tempo.

In questo scenario, prediligiamo gestori di PE esperti in grado di approvvigionarsi in modo proattivo al di fuori dei frequentatissimi mercati primari. Investimenti di questo tipo dovrebbero beneficiare delle valutazioni inferiori rispetto al maggiore potenziale di crescita delle imprese. L’analisi storica del rendimento, inoltre, mostra che i fondi dei gestori posizionati nel primo quartile tendono a rimanere nello stesso quartile nel 30% circa dei casi (periodo di campionamento dal 1980 al 2015 basato su dati Preqin).

Di conseguenza, nell’attuale contesto di bassa crescita e di rischi percepiti legati al ciclo avanzato, affidarsi in parte a gestori esperti che investono in mercati altrimenti inaccessibili dovrebbe contribuire a mitigare alcuni di tali rischi dovuti al ciclo avanzato.

**Attenzione puntata sui fornitori migliori e sulle strategie difensive**

Crediamo che il private equity possa generare rendimenti superiori ai mercati liquidi anche in contesti sempre più difficili. Tuttavia, vista

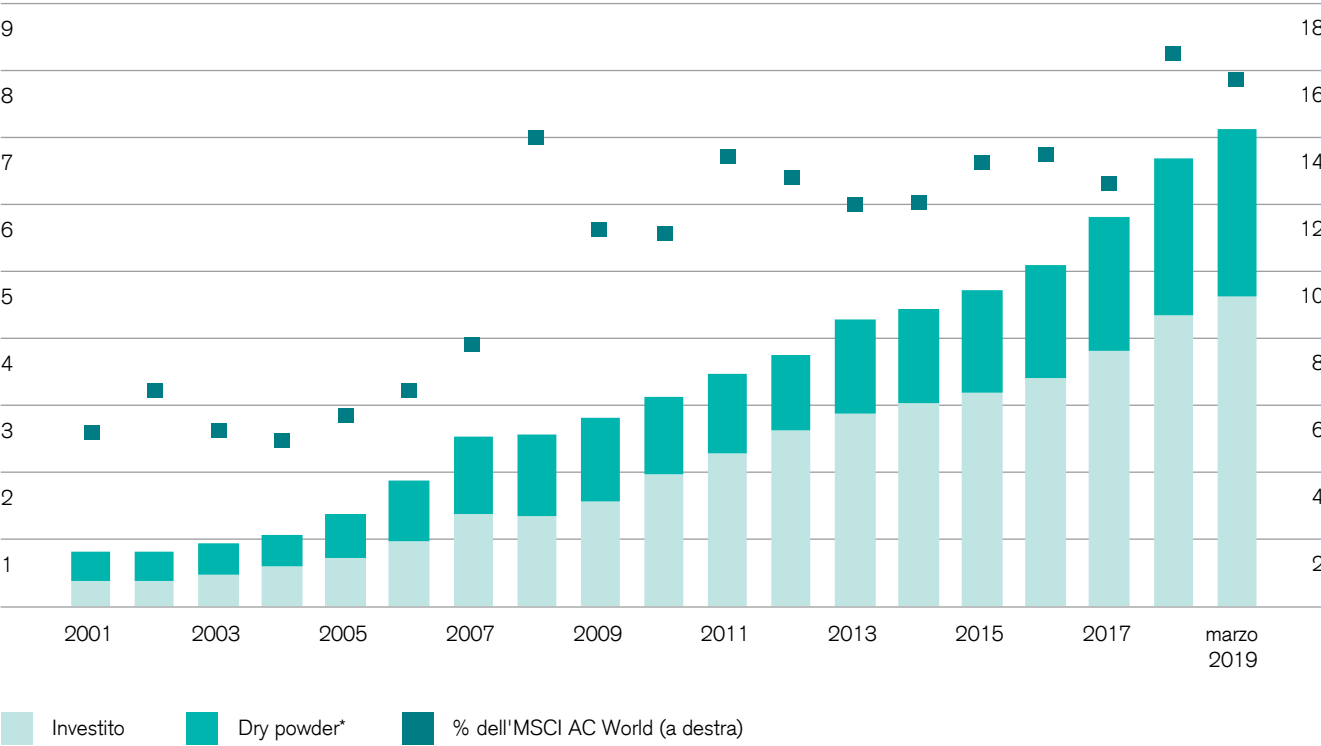
la persistente incertezza e i tassi di interesse storicamente bassi, privilegiamo strategie che offrono rialzi paragonabili al private equity e una certa protezione dai ribassi, ad esempio beni reali e capitale di crescita. I rischi principali comprendono: illiquidità, orizzonti di investimento a lungo termine, leva finanziaria e complessità delle transazioni. Detti rischi possono essere mitigati con investimenti diversificati lungo tutto il ciclo e selezionando manager abili ed esperti, capaci di avere buoni risultati. Data la natura illiquida dei mercati privati, la due diligence e la selezione di fondi e gestori sono fondamentali.



**Cos’è il private equity?**

Per saperne di più:  
[credit-suisse.com/  
private-equity](https://credit-suisse.com/private-equity)

**Volumi di investimento significativi mirano al private equity**  
Patrimonio gestito in private equity (in migliaia di miliardi di USD)



\*Dry powder: capitale raccolto, ma non investito

# Stabilizzatori del portafoglio

In un mondo di rendimenti obbligazionari estremamente bassi e quotazioni piuttosto elevate degli attivi di rischio, è molto sensato detenere un portafoglio diversificato di hedge fund (HF). La performance dei gestori esperti di hedge fund resterà probabilmente modesta, ma comunque superiore alle obbligazioni investment grade.

A fine agosto 2019, la performance in USD dell'indice allargato per gli hedge fund (HFRI) è stata intorno al 5%: significativamente migliore rispetto al 2018 (-4,7%), ma solo vicina alla media decennale del 4,28%. Inoltre, la differenza di rendimento tra i diversi gestori di HF è stata elevata, e qualcuna ha anche generato rendimenti negativi.

**La selezione dei manager specializzati è fondamentale**

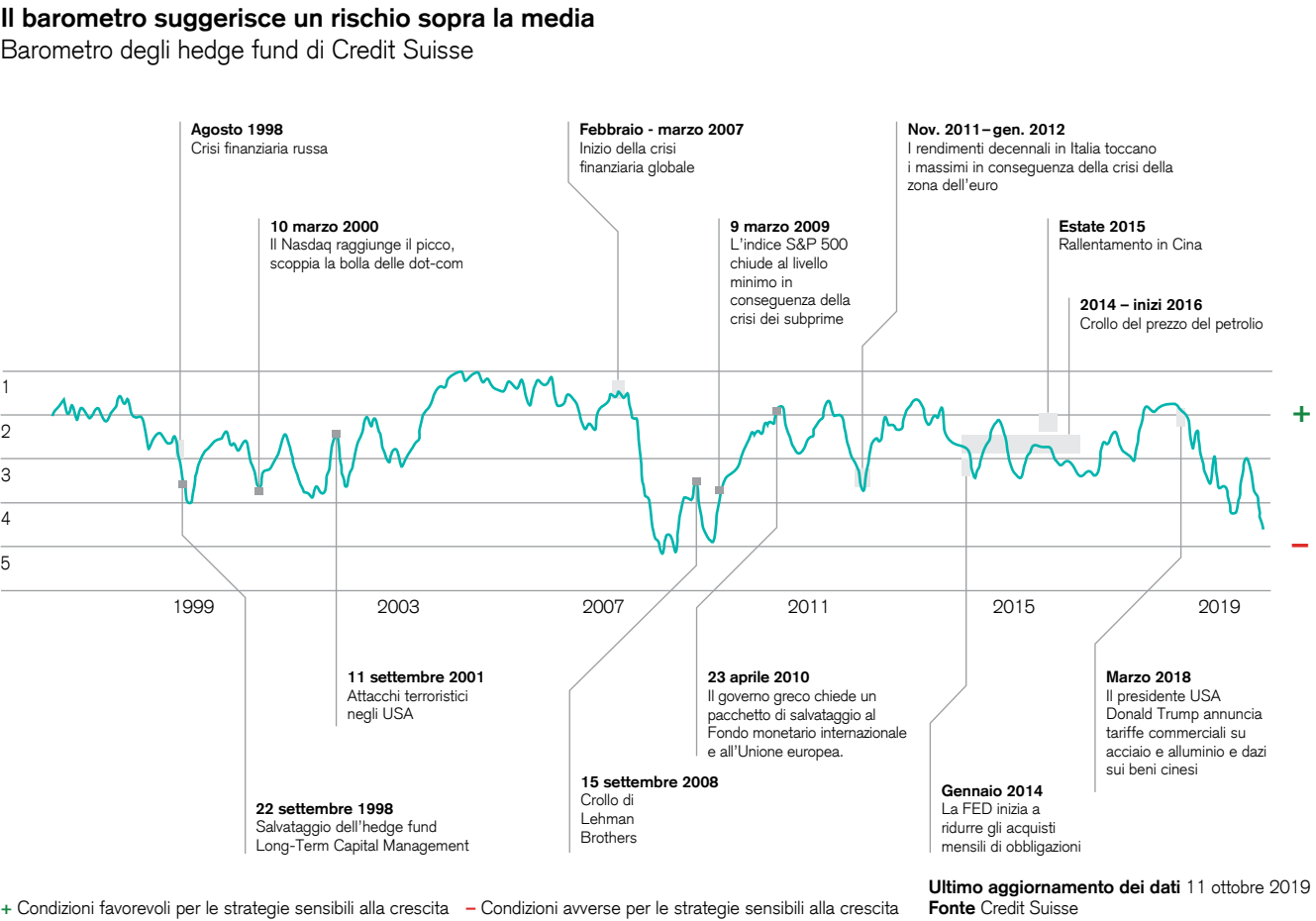
Negli ultimi dieci anni gli hedge fund hanno aumentato la leva finanziaria, noi però crediamo che un approccio più istituzionalizzato alla gestione del rischio e misure di liquidità più prudenti mitighino buona parte dei rischi. Per questo motivo, a differenza degli anni che precedettero la crisi finanziaria globale del 2008, l'industria premia gli investitori corredati di un rischio inferiore, ma anche di rendimenti più modesti. Detto questo, i rendimenti del settore nel complesso rimangono impegnati in misura significativa in investimenti tradizionali. In prospettiva, riteniamo che i gestori esperti di hedge fund con comprovate capacità di creare valore in ogni fase del ciclo possano ottenere buoni risultati. Mentre ci avviciniamo al 2020,

la selezione di specialisti nella gestione di fondi è quindi fondamentale per il nostro processo di investimento.

**Il barometro predilige i fondi con beta basso**

Il barometro degli hedge fund di Credit Suisse (che misura volatilità di mercato, liquidità, rischio sistemico e indicatori del ciclo congiunturale) fornisce una guida ai clienti sul tipo di impegno in HF più appropriato all'interno di un determinato regime di mercato. La lettura più recente del barometro è sotto lo zero, il che suggerisce che all'interno dell'universo HF andrebbe evitata l'esposizione al rischio del mercato azionario (beta). Ciò si pronuncia a favore di strategie macroeconomiche diversificate e di strategie azionarie long/short opportunistiche, nonché di strategie non correlate aperte a premi di rischio alternativi, come momentum o carry. Al di là delle strategie specifiche, resta fondamentale affidarsi a esperti che svolgono due diligence approfondite e bene informate sui vari manager di HF.

“ Un’allocazione in hedge fund funge da stabilizzatore nel portafoglio.



# In attesa del rialzo

Nello scorso anno le commodity hanno preso sentieri divergenti, con i segmenti ciclici nella scia dei metalli preziosi mentre la produzione industriale rallentava. Ci aspettiamo una riduzione di questa divergenza nel futuro.

Nel 2019 l'oro è risalito, i metalli industriali sono invece stati fiacchi. Se si concretizzasse il nostro scenario di base (crescita globale più stabile; rendimenti obbligazionari da piatti a lievemente più alti), i metalli industriali avrebbero un potenziale di rialzo modesto e sarebbe probabile un consolidamento dei prezzi dell'oro. I prezzi del petrolio potrebbero dover affrontare una fase di debolezza tesa a forzare adeguamenti dell'offerta, per poi riprendersi a un certo punto.

**Commodity cicliche in attesa di un miglioramento della produzione industriale**  
Le prospettive per le commodity cicliche restano fievoli sino a un risveglio della produzione industriale (PI). Per una ripresa sarebbero necessari un alleggerimento delle dispute commerciali e una maggiore fiducia. Resta, però, da vedere se tutto questo accadrà già nel primo semestre. I prezzi dei metalli industriali scontano inoltre uno scenario di crescita negativa in Cina. Prevediamo rialzi sorprendenti in caso di stabilizzazione della crescita, particolarmente per il rame; le prospettive degli altri metalli paiono più tenui a meno di una forte ripresa della PI.

**Petrolio: offerta eccessiva vs tensioni in Medio Oriente**  
Una crescita modesta della domanda e una solida offerta da parte di paesi non appartenenti all'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC), in particolare i produttori di scisto statunitensi, suggeriscono un eccesso di offerta sui mercati

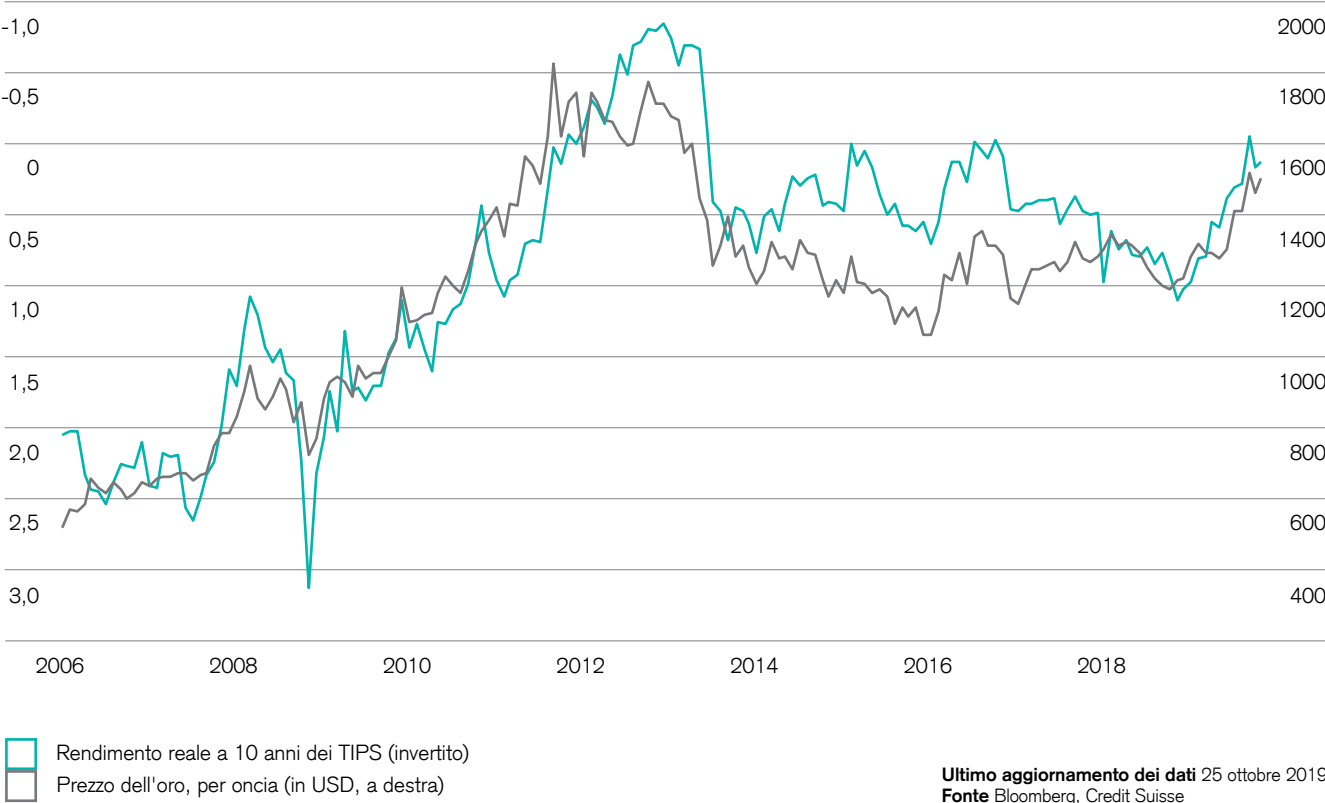
petroliferi nel 2020. Per evitare eccedenze, l'OPEC+ (che comprende anche la Russia) dovrà estendere o addirittura accentuare i tagli all'offerta esistenti, e dovrà rallentare la produzione di scisto negli Stati Uniti. Il nostro scenario di base prevede una temporanea debolezza dei prezzi mirata a forzare adeguamenti dell'offerta, che quindi aprirebbero la strada a una ripresa. Un conflitto militare nella regione del Golfo comporterebbe il rischio di un rialzo dei prezzi. Tuttavia, al momento le potenze regionali e gli USA stanno cercando di tranquillizzare la situazione.

**Oro: continua il sostegno da parte dei rendimenti bassi**  
È probabile che i prezzi dell'oro e gli altri metalli preziosi restino sostenuti finché i rendimenti (reali) resteranno bassi, o addirittura negativi, e l'incertezza economica continuerà. Le posizioni lunghe speculative in oro sono elevate, e non vediamo catalizzatori che diano chiaramente il via a una riduzione significativa di queste posizioni.

**Due scenari di rischio**  
Una ripresa anticipata o più consistente della PI favorirebbe al massimo i metalli industriali e danneggerebbe quelli preziosi. Ne riceverebbe sostegno anche il comparto energetico, ma in misura minore a causa dell'offerta elevata. In caso di recessione vera e propria, i metalli preziosi ne beneficerebbero ulteriormente mentre i prezzi dell'energia sarebbero particolarmente vulnerabili.

“ I Prezzi del petrolio potrebbero dover affrontare una fase di debolezza tesa a forzare adeguamenti dell’offerta, per poi riprendersi a un certo punto.

**I bassi rendimenti reali sostengono l'oro**  
Rendimenti reali dei Treasury (in %) e prezzi dell'oro (in USD/oncia)



Ultimo aggiornamento dei dati 25 ottobre 2019  
Fonte Bloomberg, Credit Suisse



# Strategia d'investi- mento 2020

# Investire in un universo di tassi bassi

Ora che i tassi di interesse nel mondo hanno toccato il fondo o sono scivolati sotto lo zero, anche gli investitori meno propensi al rischio dovranno acquisire attivi con rischio più elevato per generare rendimenti positivi. Vediamo una serie di opportunità per ottenere rendimenti addizionali senza assumere rischi eccessivi.

Vari sviluppi macroeconomici condizioneranno l'andamento del panorama degli investimenti nel 2020. Ci aspettiamo una politica monetaria ancora accomodante, poiché la Federal Reserve USA (Fed) dovrebbe mantenere i tassi allo stesso livello dopo aver optato per numerosi tagli nel 2019. Questo dovrebbe contribuire a mantenere ai livelli moderati attuali la crescita economica. Il timore di una recessione dovrebbe ridursi con la probabile ripresa del settore manifatturiero nel primo semestre 2020, che comporterà un'inclinazione più marcata della curva dei rendimenti.

**Non trascurate i rischi d'inflazione futura**

Le prospettive piuttosto modeste per la crescita in sé non incitano ad assumere una grande esposizione all'investimento ciclico. La pensiamo diversamente, tuttavia, date le previsioni debolissime o addirittura negative per i rendimenti dei mercati a pronti, delle obbligazioni sovrane e investment grade.

Il nostro aggiornamento annuale delle prospettive di rendimento per il nostro universo d'investimento indica tra l'altro che gli investitori avranno rendimenti all'osso per gli attivi a basso rischio. Persino

gli investitori tradizionali nel reddito fisso rischiano di subire perdite patrimoniali reali per via dell'inflazione.

**Diversificazione misurata**

A nostro parere, gli investitori dovrebbero assumere rischi in maniera misurata e diversificata applicando un quadro multi-asset. Un quadro di questo genere è in grado di beneficiare dalle sacche di valore rimanenti nei mercati a basso rischio, incrementando i rendimenti attesi grazie all'investimento in azioni e alla ricerca di soluzioni meno tradizionali nel reddito fisso.

Anche se le obbligazioni di qualità elevata svolgono ancora un ruolo importante nella diversificazione del rischio, gli investitori devono cercare una gamma di fattori pro-rendimento più ampia per ottenere buoni risultati. Nel credito garantito da attività, preferiamo il segmento dei covered bond europei, dal rating creditizio elevato. Per gli investitori che vogliono tutelarsi dall'impatto negativo dei crescenti rendimenti obbligazionari (rischio di duration), le tranche senior e intermedie delle collateralized loan obligation dovrebbero costituire un'interessante aggiunta al portafoglio per sostituire in parte le obbligazioni a breve termine che rendono meno.

**Aumentare l'esposizione alle obbligazioni emergenti**

Riteniamo altresì che gli investitori debbano incrementare l'esposizione alle obbligazioni dei mercati emergenti (EM) in valuta forte, che offrono rendimenti attesi analoghi alle classiche obbligazioni high yield, ma con un rating migliore. Anche i bond EM in valuta locale potrebbero essere presi in considerazione, anche se il rischio valutario richiede più attenzione per calibrare le quote nel portafoglio. In generale, pensiamo che l'inclusione di EM, anche da mercati di frontiera, nella sezione reddito fisso dei portafogli contribuisca anche alla diversificazione in un quadro multi-asset.

**Le azioni offrono un potenziale di rendimento**

Le azioni e gli investimenti alternativi offrono un maggior potenziale di rendimento. A nostro modo di vedere, le azioni presentano un vantaggio interessante in termini di rendimento atteso rispetto alle obbligazioni a bassa resa. Gli investitori più orientati al reddito dovrebbero preferire le aziende con dividendi stabili. A livello settoriale, diamo la priorità all'IT poiché è uno dei pochi ambiti a registrare un tasso di crescita elevato. Ci interessano anche i titoli finanziari, poiché

prevediamo che il miglioramento delle prospettive cicliche potrebbe favorire un'ulteriore rotazione nel settore nel primo semestre 2020.

**Opportunità alternative**

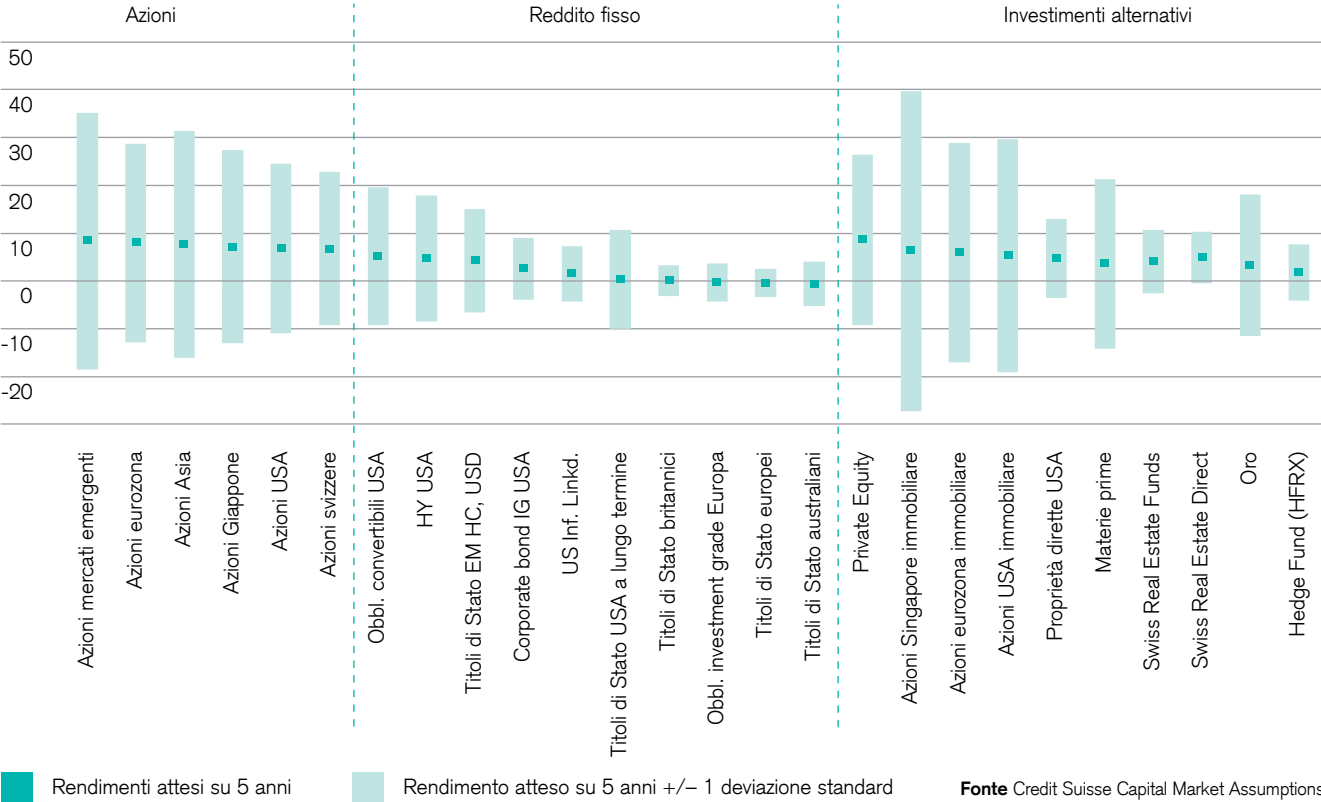
Tra gli investimenti alternativi, il settore immobiliare consente di diversificare ulteriormente il portafoglio e incrementare il potenziale di rendimento. Nei portafogli multi-asset, in genere incrementiamo l'esposizione agli hedge fund ai fini della diversificazione. Per gli investitori disposti a impegnare fondi per un periodo lungo in cambio di un premio di liquidità, il private equity offre l'opportunità di aumentare il rendimento nel lungo termine.



**Capital Market Assumptions (CMA)**

Per saperne di più:  
[credit-suisse.com/cma/it](https://credit-suisse.com/cma/it)

**Rendimenti sottotono per i bond di qualità elevata**



Fonte Credit Suisse Capital Market Assumptions

# Previsioni

Nel 2020 ci aspettiamo una crescita globale fiacca del 2,5%, quasi invariata rispetto al 2019. Sullo sfondo di una crescita degli utili limitata e di rendimenti obbligazionari tra il piatto tra il piatto e poco di più, nel 2020 è probabile che i rendimenti nei mercati azionari chiave siano solo a una cifra e per buona parte dei principali titoli di Stato risultino negativi.

## Previsioni di crescita e inflazione

PIL reale (% a/a)				Inflazione (media annua % a/a)			
	2018	2019S*	2020P**		2018	2019S*	2020P**
Mondo	3,2	2,6	2,5	Mondo	2,7	2,6	2,5
USA	2,9	2,3	1,8	USA	2,4	1,8	2,0
Canada	1,9	1,3	0,9	Canada	2,3	1,9	1,8
Eurozona	1,9	1,1	1,0	Eurozona	1,8	1,2	1,1
Germania	1,5	0,5	0,4	Germania	1,9	1,3	1,3
Italia	0,7	0,1	0,7	Italia	1,2	0,6	0,7
Francia	1,7	1,2	1,1	Francia	2,1	1,3	1,3
Spagna	2,6	2,2	1,8	Spagna	1,7	0,8	1,0
Regno Unito	1,4	1,2	1,3	Regno Unito	2,5	1,9	2,1
Svizzera	2,8	1,1	1,4	Svizzera	0,9	0,5	0,5
Giappone	0,8	0,8	0,4	Giappone	0,9	0,5	0,1
Australia	2,7	2,0	2,8	Australia	2,0	1,8	1,9
Cina	6,6	6,1	5,9	Cina	1,9	2,6	2,2
India (esercizio fiscale)	7,2	6,8	6,0	India (esercizio fiscale)	4,0	3,4	3,4
Brasile	1,1	1,2	2,7	Brasile	3,7	3,7	3,7
Russia	2,3	1,4	1,6	Russia	2,9	4,5	3,2

\* S: stima  
\*\* P: previsione

Ultimo aggiornamento dei dati 5 novembre 2019  
Fonte 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.

“Crediamo che l’economia globale e i mercati continueranno a mostrare una notevole resilienza di fronte a queste sfide.

## Performance / previsioni mercati finanziari

Azioni*	Performance da inizio 2019 al 5 novembre 2019	Rendimenti totali previsti 2020	Credito	Performance da inizio 2019 al 5 novembre 2019	Rendimenti totali previsti 2020
Azioni USA	24,7%	6,5%	Obbligazioni investment grade globali** Obbligazioni high yield globali** Obbligazioni Mercati emergenti in moneta pregiata***		
Azioni UEM	24,4%	5,8%		11,30%	2,60%
Azioni svizzere	27,0%	4,1%		12,02%	3,10%
Azioni UK	13,6%	5,7%		13,06%	3,60%
Azioni giapponesi	17,1%	5,6%			
Azioni Mercati emergenti	14,1%	5,4%			
			Monete e materie prime	Più recenti 5 novembre 2019	Previsione fine 2020
Rendimenti obbligazionari			EUR/USD	1,11	1,15
Rendimento Treasury USA 10 anni			USD/CHF	0,99	1,00
Rendimento Bund tedesco 10 anni			EUR/CHF	1,10	1,15
Rendimento Eidgenossen svizzero 10 anni			USD/JPY	109,00	103,00
			GBP/USD	1,29	1,40
			USD/CNY	7,02	7,20
			Oro (USD/oz)	1505,00	1500,00
			WTI (USD/bbl)	57,00	55,00

\* 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 6.11.2014 – 5.11.2019 per tali indici in ordine cronologico MSCI USA: 5,5%, 1,3%, 26,6%, 7,2%, 14,9%; MSCI EMU: 17,8%, -8,7%, 29,5%, -8,1%, 13,4%; MSCI Switzerland: 4,8%, -10,5%, 30,0%, 0,0%, 18,2%; MSCI UK: 0,0%, 9,5%, 17,3%, -2,2%, 7,1%; MSCI Japan: 15,3%, -13,3%, 34,8%, -4,9%, 4,2%; MSCI EM: -0,1%, 4,6%, 30,1%, -6,9%, 11,3%  
\*\* Barclays Global Investment Grade Corporate and Global High Yield index  
\*\*\* JP Morgan EMBIG Div. (sovereign index)

Ultimo aggiornamento dei dati 5 novembre 2019  
Fonte Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

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

# Informazioni importanti

---

## 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'investimen- to 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 un'indicazione attendibile o 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, inclusa la perdita dell'intero investimento, e potrebbero non essere adatte a molti investitori privati. La performance di tali investimenti dipende da fattori imprevedibili, come ad esempio catastrofi naturali, impatti climatici, capacità dei trasporti, disordini politici, fluttuazioni stagionali e forti influenze dei roll foward, in particolare su futures e indici. Gli investitori in immobili sono esposti a rischi di liquidità, di cambio e altro genere, come per esempio rischio ciclico, di locazione nonché ai rischi dei mercati locali, quali il rischio ambientale e variazioni a livello di contesto legale.

## Private Equity

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

## Rischio di tasso d'interesse e di credito

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

## Sezione Investment Strategy

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

I responsabili delle strategie d'investimento possono di volta in volta fare riferimento ad articoli della sezione Research pubblicati in precedenza, tra cui anche raccomandazioni e modifiche di rating organizzati in elenchi. Le raccomandazioni contenute nel presente documento rappresentano estratti e/o riferimenti a raccomandazioni precedentemente pubblicate da Credit Suisse Research. Per le azioni, esse sono reperibili nella rispettiva Nota o Panorami- ca 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](http://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: <https://www.credit-suisse.com>

**ESCLUSIONE DI DISTRIBUZIONE, SOLLECITAZIONE O CONSULENZA:** Il presente rapporto è fornito a puro titolo informativo e illustrativo ed è destinato a un impiego strettamente personale. Non costituisce una sollecitazione, un'offerta o una raccomandazione di acquisto o vendita di alcun titolo o altro strumento finanziario. Qualsiasi informazione che includa fatti, opinioni o citazioni può essere sintetizzata o riassunta ed è espressa alla data di redazione. Le informazioni contenute nel presente rapporto sono state fornite solamente a titolo di commento di mercato generale e non costituiscono una forma di consulenza finanziaria regolamentata, né un servizio legale, fiscale o un altro servizio regolamentato. Non tengono conto degli obiettivi, della situazione o delle necessità finanziarie di alcun soggetto, che devono essere necessariamente considerati prima di effettuare una decisione d'investimen- to. Prima di prendere qualunque decisione d'investimento sulla base del presente rapporto o per eventuali spiegazioni necessarie in merito al suo contenu- to, ti raccomandiamo di rivolgerti a un consulente finanziario indipendente. Il presente rapporto intende puramente fornire informazioni e giudizi di Credit Suisse alla data di redazione, indipendentemente dalla data alla quale tu riceva o acceda alle informazioni. Le osservazioni e giudizi contenuti nel presente rapporto potrebbero differire da quelli espressi da altre sezioni di Credit Suisse e variare in qualsiasi momento senza preavviso e in assenza di un obbligo di aggiornamento. Credit Suisse non è in alcun modo tenuto a garantire che tali aggiornamenti ti vengano comunicati. **PREVISIONI E STIME:** La performance passata non costituisce un'indicazione o una garanzia della performance futura e non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito alla performance futura. Nella misura in cui il presente rapporto contenesse dichiarazioni sulla performance futura, tali dichiarazioni sono di natura previsionale e soggette a diversi rischi e incertezze. Salvo altrimenti indicato, tutte le cifre non sono state sottoposte a verifica. Il complesso delle valutazioni menzionate nel presente rapporto è soggetto alle politiche e alle procedure di valutazione di Credit Suisse. **CONFLITTI:** Credit Suisse si riserva il diritto di porre rimedio a qualsiasi errore eventualmente contenuto nel presente rapporto. Credit Suisse, le sue affiliate e/o i rispettivi dipendenti possono detenere una posizione o partecipazione o altro interesse sostanziale, oppure effettuare transazioni, nei titoli menzionati o nelle relative opzioni o in altri investimenti correlati e, di volta in volta, incrementare o cedere tali investimenti. Credit Suisse può fornire, o aver fornito nel corso degli ultimi 12 mesi, una consulenza significativa o servizi d'investimento in relazione agli investimenti riportati nel presente rapporto o a un investimento correlato a qualsivoglia società o emittente menzionato. Alcuni investimenti cui si fa riferimento nel presente rapporto saranno offerti da una singola entità o da un'associata di Credit Suisse oppure il Credit Suisse potrebbe essere il solo market maker di tali investimenti. Credit Suisse è coinvolto in molte attività correlate alle società menzionate nel presente rapporto. Queste attività comprendono negoziazioni specializzate, arbitraggio dei rischi, market making e altre negoziazio- ni 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 completa- mente a tuo rischio. **INFORMATIVA SULLA PROTEZIONE DEI DATI:** I vostri Dati personali saranno trattati in conformità all'informativa sulla privacy di Credit Suisse, consultabile presso il vostro domicilio accedendo al sito web ufficiale di Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Credit Suisse Group AG e sue controllate possono trattare i Dati personali di base (ossia dati di contatto come nome e cognome, indirizzo e-mail) dei clienti per offrire materiale di marketing concernente i nostri prodotti e servizi. I clienti potranno tuttavia richiedere di non ricevere più tale materiale in qualsiasi momento, informando il proprio Relationship Manager.

## Entità distributrici

Salvo quanto diversamente qui specificato, il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, una banca svizzera autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari.

**Arabia Saudita:** 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, Filiale del Bahrain, autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Bahrain (CBB) come Investment Business Firm Category 2. I relativi servizi o prodotti finanziari sono resi disponibili soltanto a Professional Clients (clienti professionisti) o Accredited Investors (investitori accreditati), secondo la definizione della CBB, e non sono destinati ad alcun altro soggetto. La Central Bank of Bahrain non ha esaminato né ha approvato il presente documento o la commercializzazione di alcun veicolo d'investimento qui menzionato nel Regno del Bahrain e non è responsabile della performance dei suddetti veicoli d'investimento. Credit Suisse AG, filiale del Bahrain, una filale di Credit Suisse AG; Zurigo/Svizzera, ha sede al Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Regno del Bahrain.

**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 INZ000248233), e indirizzo registrato presso 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai – 400 018, 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 Nederlandsche 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 autorizzata e regolamentata dalla Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) ai sensi della licenza QFC n° 00005. Tutti i relativi prodotti o servizi finanziari saranno disponibili soltanto per 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 esperienza, conoscenze e competenze in materia finanziaria sufficienti per partecipare a operazioni aventi a oggetto tali prodotti e/o servizi. Pertanto queste informazioni non devono essere fornite a, o essere utilizzate da, qualsiasi altro tipo di privato. QFCRA non si assume alcuna responsabilità per la revisione o verifica di prospetti o altri documenti correlati al presente prodotto/servizio in quanto tale prodotto/servizio non è registrato nel QFC o regolamentato dalla QFCRA. In linea con ciò, la QFCRA non ha rivisto né approvato tale materiale di marketing o altri documenti associati né intrapreso alcuna misura per verificare le informazioni illustrate nel presente documento, e non si assume alcuna responsabilità al riguardo. Chi investe in questo prodotto/servizio potrebbe non avere accesso alle medesime informazioni riguardo al prodotto/servizio che riceverebbe se il prodotto/servizio fosse registrato nel QFC. Il prodotto/servizio al quale questo materiale di marketing fa riferimento potrebbe essere illiquido e/o soggetto a restrizioni per la rispettiva rivendita. Il ricorso nei confronti del prodotto/servizio, e di coloro coinvolti, potrebbe essere limitato o difficile da intraprendere e potrebbe dover essere svolto in una giurisdizione al di fuori del QFC. Si raccomanda ai potenziali acquirenti del prodotto/servizio offerto di svolgere la propria due diligence sul prodotto/servizio. Se non viene compreso il contenuto del presente opuscolo, si raccomanda di consultare il proprio consulente finanziario autorizzato.

**Regno Unito:** Il presente materiale è distribuito da Credit Suisse (UK) Limited, autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. Se il presente materiale è distribuito nel Regno Unito da un'entità offshore non esentata ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, si applicherà la seguente disposizione: Nella misura comunicata nel Regno Unito o tale da avere effetti nel Regno Unito, il presente documento costituisce una promozione finanziaria approvata da Credit Suisse (UK) Limited, autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority per quanto riguarda l'esercizio di attività d'investimento nel Regno Unito. La sede legale di Credit Suisse (UK) Limited è in Five Cabot Square, Londra, E14 4QR. Si fa presente che le norme del Financial Services and Markets Act 2000 (legge del 2000 sui servizi e i mercati finanziari nel Regno Unito) concernenti la tutela dei clienti retail non trovano applicazione nel vostro caso e che non potete altresì disporre di alcuna potenziale compensazione accessibile agli «eligible claimants», ossia i «richiedenti idonei» ai sensi del Financial Services Compensation Scheme (piano di compensazione dei servizi finanziari) del Regno Unito. Il regime fiscale dipende dalla situazione personale di ciascun cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.

**Spagna:** Il presente rapporto è distribuito in Spagna da Credit Suisse AG, Sucursal en España, persona giuridica registrata presso la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**Sudafrica:** Le presenti informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG, registrata come fornitore di servizi finanziari presso la Financial Sector Conduct Authority in Sudafrica, con numero FSP 9788 e/o da Credit Suisse (UK) Limited, registrata come fornitore di servizi finanziari presso la Financial Sector Conduct Authority in Sudafrica con numero FSP 48779.

**Turchia:** le informazioni, i commenti e le raccomandazioni sugli investimenti contenuti nel presente documento non rientrano nell'attività di consulenza finanziaria. I servizi di consulenza finanziaria sono forniti dagli istituti autorizzati in modo personalizzato tenendo conto delle preferenze di rischio e di rendimento del singolo. I commenti e le raccomandazioni contenuti nel presente sono invece di natura generica. Le raccomandazioni potrebbero pertanto non essere adatte alla vostra situazione finanziaria o alle vostre preferenze di rischio e rendimento. Per questa ragione, qualsiasi decisione d'investimento presa esclusivamente sulla base delle informazioni fornite nel presente documento potrebbe non generare risultati in linea con le proprie aspettative. Il presente report è distribuito da Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, regolamentata da Capital Markets Board of Turkey, con sede legale presso Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler n. 61 34340, Besiktas/ Istanbul-Turchia.

**STATI UNITI:** LA PRESENTE RELAZIONE E LE EVENTUALI COPIE NON POSSONO ASSOLUTAMENTE ESSERE INVIATE, PORTATE O DISTRIBUITE NEGLI STATI UNITI O A SOGGETTI STATUNITENSIS (secondo la definizione della regulation s ai sensi del securities act statunitense del 1933 e relative modifiche)

È proibito riprodurre il presente rapporto, in toto o in parte, senza il permesso scritto di Credit Suisse. Copyright © 2019 di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.

19C013A\_IS

## Autori / Contributi

- Walter Edelmann**  
Chief Global Strategist
- James Sweeney**  
Global Chief Economist and  
Regional Chief Investment Officer Americas
- John Woods**  
Regional Chief Investment Officer, Asia Pacific
- Daniel Rupli**  
Head of Single Security Research, Equity Credit
- Philipp Lisibach**  
Head of Equity Strategy
- Jessie Gisiger**  
Head of Credit Strategy
- Maxime Botteron**  
Swiss Macro Economist & Strategist
- Luca Bindelli**  
Head of Global FI, FX and Commodity Strategy
- Stefan Graber**  
Head of Commodity Strategy
- Jelena Kucenko**  
Head of Alternative Investments Strategy
- Tiziana Hunziker**  
Swiss Macro Economist
- Karsten Linowsky**  
Head Currencies & G10 Interest Rates
- Sarah Leissner**  
Real Estate Strategist

## Editore

- Editrice**  
Nannette Hechler-Fayd'herbe  
Global Head of Economics & Research and RCIO IWM
- Amministratore**  
Oliver Adler  
Chief Economist Switzerland
- Supporto editoriale**  
Christa Jenni  
Catherine McLean Trachsler  
Christine Mumenthaler  
Katharina Schlatter
- Product management**  
Camilla Damm Leuzinger  
Sebastian Zeuner  
Claudia Biri
- Scadenza editoriale**  
08 novembre 2019
- Design**  
LINE Communications AG
- Traduzioni**  
LanguageWire
- Maggiori informazioni**  
credit-suisse.com/investmentoutlook
- Fonti delle immagini**  
Rarado/EyeEM (cover, p. 2); Credit Suisse (p. 5, p. 8, p. 9);  
Lazar loan Ovidiu/EyeEM (p. 6, p. 14);  
Somewhere Down The Road/EyeEM (p. 6, p. 26);  
César Martínez/EyeEM (p. 30); Luke Mattson/Stocksy (p. 34);  
Omar Jabri/EyeEM (p. 7, p. 44); Muhammad Rinandar/EyeEM (p. 7, p. 54).
- Fonte «Per il cambiamento» a pagina 41**  
World Wildlife Fund (2014)  
How your t-shirt can make a difference.  
WRAP (2017)  
Valuing our Clothes:  
The Cost of UK Fashion.  
Zion Market Research (2018)  
Global Consumer Electronics Market.



## Note



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

© 2019, CREDIT SUISSE