CREDIT SUISSE

Investment Outlook 2023

Un reset fondamentale

Informazioni importanti:
Il presente rapporto esprime le opinioni della sezione Credit Suisse Investment Solutions & Sustainability e non è stato redatto in conformità agli obblighi di legge intesi a promuovere l'indipendenza della ricerca sugli investimenti. Non è un prodotto della sezione Research del Credit Suisse anche se fa riferimento a raccomandazioni relative a ricerche pubblicate. Credit Suisse ha adottato politiche miranti a gestire i conflitti di interessi, tra le quali quelle relative alla negoziazione prima della distribuzione delle ricerche sugli investimenti. Queste politiche non si applicano alle opinioni de Investment Solutions & Sustainability illustrate nel presente rapporto. Al termine della presente documentazione sono riportate ulteriori informazioni importanti. Singapore: solo per investitori accreditati. Hong Kong: solo per investitori professionali. Australia: solo per clienti wholesale.

Investment Outlook 2023

Un reset fondamentale

Per saperne di più

06 Editoriale
08 Le notizie che hanno mosso i mercati nel 2022
10 Valutazioni di base per il 2023

13
Economia globale

14 Un reset fondamentale
20 Prospettive regionali
22 Piano d'azione per gli investimenti 2023

25
Principali classi d'investimento

28 Attività a reddito fisso
32 Azioni
40 Sguardo tecnico
42 Valute
45 Immobili
46 Hedge fund
48 Mercati privati
50 Materie prime
52 Diversificare i rischi
54 Il sistema energetico

59
Previsioni

60 Il 2023 in cifre

62 Disclaimer
66 Sigla editoriale

È tempo di prudenza

Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer
Credit Suisse

Il 2022 ha esposto gli investitori a forti difficoltà, e il 2023 non sembra essere da meno. Quasi certamente infatti le condizioni finanziarie resteranno difficili e la riorganizzazione a livello macroeconomico e geopolitico continuerà. È bene quindi seguire un solido processo di investimento e adottare un'ampia diversificazione, in particolare perché i tassi negativi sono ormai superati. La nostra House View fornisce un valido orientamento in merito.

Il 2022 è stato particolarmente difficile per gli investitori. L'inflazione preoccupava già da inizio anno e, con lo scoppio della guerra in Ucraina, i prezzi sono ulteriormente aumentati. Le banche centrali, in primis la Fed, hanno risposto alzando i tassi segnalando così l'obiettivo di ridurre l'inflazione con aggressive misure di inasprimento della politica monetaria. Non potranno infatti alleggerire il ritmo dei rialzi prima che l'inflazione realizzata scenda in modo costante, il che potrebbe richiedere mesi. Nel frattempo la crescita è rallentata, con l'eurozona e il Regno Unito persino entrati in recessione.

Nel nuovo anno la volatilità dei mercati finanziari dovrebbe rimanere elevata per via del persistere dei rischi e delle condizioni finanziarie globali ancora difficili. È probabile che ciò rappresenti un ostacolo costante alla crescita e, di conseguenza, agli asset rischiosi. Gli investitori possono però trovare opportunità, in particolare nel reddito fisso, come emerge dall'Investment Outlook di quest'anno.

Il 2022 ha chiaramente ribadito l'importanza di seguire principi d'investimento solidi, un processo rigoroso e in linea con i propri obiettivi finanziari a lungo termine e di puntare a un'ampia diversificazione che includa investimenti alternativi. Preservare il patrimonio è il nostro obiettivo principale, che continuiamo a perseguire con grande impegno anche durante questa sostanziale riorganizzazione del mondo.

Il reset è la nuova realtà

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Economics & Research
Credit Suisse

Philipp Lisibach
Head of Global Investment Strategy
Credit Suisse

L'entità della "grande transizione" prevista per il 2022 è stata maggiore di quanto avevamo immaginato, a inizio anno, dando luogo a una realtà completamente nuova.

La geopolitica è tornata a essere un fattore chiave per l'economia globale. Il confronto tra Occidente e Russia in merito all'Ucraina ha determinato una crisi energetica e l'impennata dei prezzi alimentari sulla scia di una forte contrazione del commercio di fertilizzanti.

Ben lontani dalla normalizzazione, gli scambi internazionali si sono riorganizzati in base alle alleanze politiche, segnando l'inizio dell'era del multilateralismo e l'alba di un mondo multipolare.

Ne è scaturita una nuova realtà economica con un'inflazione più elevata e un nuovo regime di politica monetaria che privilegia la stabilità dell'inflazione rispetto alla crescita economica. Di conseguenza, l'economia sta rallentando e i tassi di interesse hanno raggiunto livelli che non si vedevano da molto tempo.

I mercati finanziari non sono sfuggiti a tali sviluppi, con azioni e obbligazioni saldamente in territorio negativo nel 2022. Le obbligazioni non hanno potuto svolgere il loro tradizionale ruolo di diversificazione nei portafogli, data la maggiore correlazione tra le due classi di attività a causa del turbolento contesto macroeconomico e della politica monetaria più restrittiva.

Il che ci porta alle prospettive per il 2023: negli ultimi anni l'economia globale è stata sottoposta a un nuovo inizio sostanziale e duraturo a causa, tra l'altro, della pandemia di COVID-19, dei cambiamenti demografici, della riduzione degli investimenti delle imprese sulla scia di rotture geopolitiche e del cambiamento climatico. Le ricadute sulle nostre previsioni a lungo termine, p. es a cinque anni, per l'economia globale sono evidenti: ci aspettiamo che crescerà a un ritmo molto più lento del periodo 2010-2019. L'inflazione continuerà a essere un problema nel 2023, ma dovrebbe raggiungere il suo massimo e iniziare a diminuire.

Sul fronte dei mercati finanziari, con il picco dell'inflazione e una politica monetaria restrittiva, il reddito fisso dovrebbe tornare a essere più allettante. La performance di obbligazioni e azioni dovrebbe quindi divergere nuovamente, in quanto i mercati azionari potrebbero essere ancora volatili nella prima metà del 2023 a causa della crescita economica più lenta che interesserà gli utili societari. Ci auguriamo che le informazioni contenute nel nostro Investment Outlook 2023 siano utili a voi investitori per orientarvi e adattarvi a questo nuovo inizio con tutte le sfide e opportunità che comporta.

3 febbraio 2022

Un colosso tecnologico crolla sui risultati del T4

Un colosso tecnologico americano ha subito il più grande calo di valore giornaliero mai registrato da una società USA a causa dei deludenti risultati del T4. Il titolo ha perso il 26%, riducendo di USD 230 miliardi il suo valore di mercato e trascinando al ribasso altri titoli tecnologici. Questi sono sotto pressione per via delle aspettative che l'inflazione elevata costringa le banche centrali ad alzare i tassi, pesando sulle loro valutazioni future dati i costi di finanziamento più alti per le loro attività. Inoltre, l'impennata della domanda di cui hanno goduto molte società tecnologiche durante i lockdown per il COVID-19 sembra aver raggiunto il picco, facendo temere un futuro calo dei ricavi.

24 febbraio 2022

Il Brent supera USD 100 con la guerra in Ucraina

Il petrolio greggio Brent ha superato USD 100 per la prima volta dal 2014, dopo che la Russia ha invaso l'Ucraina. Anche le attività considerate beni rifugio, tra cui USD, oro e JPY (le ultime due solo in via temporanea), hanno beneficiato dell'escalation del conflitto, mentre i mercati azionari globali sono scesi. Le tensioni tra Russia e Ucraina si sono intensificate notevolmente quest'anno, culminando nella decisione della prima di lanciare attacchi contro diversi obiettivi ucraini. Lo scoppio della guerra non graverà solo sulle forniture energetiche dell'Europa e sulle sue prospettive di crescita, ma anche sulla catena d'approvvigionamento globale di materie prime.

25 aprile 2022

Le politiche anti COVID penalizzano le azioni cinesi

I principali indici azionari cinesi sono calati per via dei timori su come la rigida politica "zero COVID" del Paese possa influire sulle catene di fornitura globali e sull'economia. L'indice Shanghai Composite è sceso del 5,1% il 25 aprile, mentre l'indice Hang Seng di Hong Kong è calato del 3,7%. In Cina prosegue la politica di tolleranza zero mentre altri Paesi iniziano pian piano ad allentare le restrizioni per il COVID. A inizio aprile Shanghai ha attuato un rigoroso lockdown tutt'ora in corso. I lockdown durante la pandemia hanno interrotto le catene di fornitura globali, causando carenze di molti beni e favorendo l'aumento dell'inflazione in tutto il mondo.

4 maggio 2022

La Fed avvia il più grande aumento dei tassi dal 2000

Mercoledì la Fed americana ha aumentato il tasso di riferimento di 50 pb per contenere l'inflazione alle stelle, il più grande rialzo dal 2000. Inoltre ha annunciato l'intenzione di iniziare a ridurre il proprio bilancio il mese prossimo. I mercati azionari USA hanno risposto positivamente dopo che la Fed ha minimizzato la probabilità di un aumento di 75 pb durante le "prime prossime riunioni". L'indice S&P 500 è salito del 3% mentre il Nasdaq Composite ha chiuso la giornata al +3,2%.

5 settembre 2022

Crisi energetica in Europa

I prezzi europei del gas naturale sono saliti del 15% dopo l'interruzione delle forniture del principale produttore statale russo di gas naturale all'Europa occidentale, aumentando i timori per una futura crisi energetica europea e per l'impatto su un'economia già debole. Ciò ha messo sotto pressione sia la GBP sia l'EUR, che lunedì sono scesi rispetto all'USD. I Paesi europei hanno annunciato pacchetti speciali per proteggere i consumatori e le industrie dall'aumento dei costi energetici. E i prezzi energetici sensibilmente aumentati e i tassi d'interesse in aumento mettono in seria difficoltà l'economia della regione.

21 luglio 2022

La BCE sorprende con forti rialzi dei tassi

La BCE ha sorpreso il mercato alzando i tassi di più dei 50 pb previsti. Alla luce dei rischi d'inflazione elevati, il Consiglio direttivo della BCE ritiene "appropriato compiere un primo passo più ampio verso la normalizzazione dei tassi rispetto alla precedente riunione", come affermato in un comunicato. L'inflazione nell'eurozona è salita molto al di sopra dell'obiettivo a medio termine della BCE del 2%, toccando il record dell'8,6% a giugno con l'aumento dei prezzi energetici e alimentari.

13 settembre 2022

Il rapporto sull'inflazione fa pressione sui titoli USA

I titoli USA hanno subito il loro più grande sell-off da giugno 2020 dopo un rapporto sull'inflazione statunitense superiore alle attese. L'inflazione core dell'indice dei prezzi al consumo è stata dello 0,6% ad agosto, rispetto al mese precedente, molto al di sopra dello 0,3% stimato. Oltre ai dati sull'occupazione USA migliori del previsto, l'inattesa crescita dell'inflazione rende più probabile un rialzo di 75 pb dei tassi nella riunione della US Federal Reserve di settembre.

22 settembre 2022

La BNS pone fine all'era dei tassi negativi

Durante la sua riunione di settembre, la BNS ha portato il tasso allo 0,50%, registrando il maggiore aumento da marzo 2000. Ha alzato il tasso di riferimento di 0,75 punti percentuali, da -0,25% a 0,50% dopo la riunione di settembre, ponendo così fine alla politica di tassi d'interesse negativi attuata a gennaio 2015. Inoltre, si dichiara disposta a intervenire sul mercato delle divise estere.

23 settembre 2022

GBP in discesa a causa del "mini-budget"

La sterlina britannica è precipitata al livello più basso dal 1985 rispetto all'USD, dopo che il nuovo primo ministro ha presentato un cosiddetto "mini-budget" che aumenterà molto il deficit. In risposta, la GBP è crollata del 3,7% rispetto all'USD e i rendimenti dei titoli di Stato britannici a 10 anni sono saliti di 33 pb raggiungendo il 3,82%. Il nuovo "mini-budget" aumenta il deficit del Regno Unito dal 6,0% del PIL nel 2021 al 7,5% del PIL nel 2022, in crescita dal 3,9% del bilancio di marzo e terzo livello più alto dagli anni Quaranta. Ciò spingerà la Banca d'Inghilterra ad alzare i tassi di 75 pb a novembre, date le pressioni inflazionistiche sottostanti a medio termine in crescita.

11 ottobre 2022

Le azioni di Hong Kong toccano il minimo di 13 anni

L'indice azionario di riferimento di Hong Kong ha toccato il minimo degli ultimi 13 anni, mentre le grandi città cinesi incrementano le restrizioni contro il COVID-19. L'indice Hang Seng è sceso del 2,29% arrivando a 16 801 punti, il livello più basso dal 2009. Sebbene il numero di casi di COVID-19 rimanga basso in Cina, le infezioni sono di recente aumentate. Il governo, che si appresta a tenere il 20° Congresso nazionale del partito a fine mese, continua la sua rigorosa politica "zero COVID-19", alimentando prospettive di crescita peggiori per il Paese.

11 ottobre 2022

Crescita globale in calo nel 2022

La crescita economica globale si dimezzerà quasi nel 2022, data l'inflazione elevata, l'aumento dei tassi d'interesse e la guerra in Ucraina. Secondo l'FMI dovrebbe scendere al 3,2% nel 2022 e al 2,7% nel 2023 rispetto al 6,0% nel 2021. L'inflazione globale aumenterà all'8,8% nel 2022 dal 4,7% nel 2021, anche se dovrebbe diminuire al 6,5% nel 2023 e al 4,1% nel 2024, afferma l'FMI.

20 ottobre 2022

La flessione del JPY

Lo yen giapponese ha segnato il suo peggiore calo di sempre rispetto all'USD, perdendo quasi il 50% del suo valore dal picco di inizio 2012. Da inizio anno si è deprezzato del 23% rispetto all'USD a causa della politica monetaria ultra-accomodante della BoJ e del controllo della curva dei rendimenti, mentre il resto del mondo, USA in testa, aumenta di molto i tassi d'interesse, generando un forte differenziale dei tassi.

24 ottobre 2022

Nuovo primo ministro britannico

Rishi Sunak è destinato a diventare il nuovo primo ministro britannico, succedendo a Liz Truss che si è dimessa dopo un breve e volatile mandato. Sebbene la sua nomina potrebbe ricostruire la credibilità del Regno Unito e ridurre il premio per il rischio delle attività britanniche, il governo dovrà presentare un piano fiscalmente credibile la prossima settimana per far quadrare i conti nel bilancio. La GBP è salita a TK rispetto all'USD dopo l'annuncio, mentre i rendimenti dei titoli di Stato britannici a 10 anni sono diminuiti.

9 novembre 2022

Elezioni di metà mandato negli USA

Le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti porteranno verosimilmente a un'attività di governo contrastata. Anche se ciò renderà altamente improbabile un'ulteriore spesa fiscale o iniziative nell'ambito delle imposte, dubitiamo che causerà uno shutdown.

Credit Suisse House View in sintesi

Crescita economica

Prevediamo recessioni nell'eurozona e nel Regno Unito, e una recessione della crescita in Cina. Queste economie dovrebbero toccare il minimo entro metà 2023 e iniziare una debole e timida ripresa, a patto che gli USA riescano a evitare la recessione. La crescita economica rimarrà in genere bassa nel 2023 date le condizioni monetarie rigide e il riassetto geopolitico in corso.

Inflazione e banche centrali

L'inflazione ha raggiunto il picco in molti Paesi a seguito di azioni politiche monetarie decise e diminuirà nel 2023. La nostra ipotesi principale è che rimarrà al di sopra degli obiettivi delle banche centrali nel 2023 in molte delle principali economie sviluppate, tra cui USA, Regno Unito ed eurozona, per cui l'anno prossimo non sono previsti tagli dei tassi da parte delle banche centrali di questi Paesi.

Reddito fisso

Con la probabile normalizzazione dell'inflazione nel 2023, le attività a reddito fisso dovrebbero diventare più allettanti e offrire nuovi benefici di diversificazione nei portafogli. Le obbligazioni "steepener" USA, i titoli di Stato USA vs. UE a duration lunga, il debito in valuta forte dei mercati emergenti, il credito investment grade e i crossover dovrebbero offrire buone opportunità nel 2023. Una nuova fase di volatilità dei tassi dovuta a un'inflazione più alta del previsto è un rischio per questa classe di attività.

Azioni

Riteniamo che il 2023 sarà diviso in due metà. È probabile che i mercati si concentrino in primis sul tema "tassi più alti più a lungo", il che determinerebbe una performance azionaria debole. Prevediamo che i settori e le regioni con utili stabili, leva finanziaria bassa e potere di pricing registreranno risultati migliori in tale contesto. Quando saremo prossimi alla fine della politica monetaria restrittiva delle banche centrali, ci orienteremo verso settori sensibili ai tassi d'interesse e orientati alla crescita.

Valute

L'USD dovrebbe rimanere sostenuto nel 2023, grazie alla politica restrittiva della Fed e ai crescenti timori di una recessione globale. Dovrebbe normalizzarsi per poi indebolirsi quando la politica monetaria USA diventerà meno aggressiva e i rischi di crescita all'estero si stabilizzeranno. La debolezza del JPY dovrebbe persistere fino all'inizio del 2023, per poi invertire la rotta con il cambio della politica di controllo della curva dei rendimenti della BoJ. Prevediamo che le valute dei mercati emergenti rimangano deboli in generale.

Materie prime

I panieri delle materie prime hanno offerto protezione contro l'inflazione e il rischio geopolitico nel 2022. A inizio 2023 la domanda di materie prime cicliche potrebbe essere debole e un'alta pressione sui mercati energetici dovrebbe accelerare la transizione energetica europea. I crolli dei prezzi di carbonio potrebbero offrire opportunità nel medio termine e, con la normalizzazione della politica monetaria che volge al termine, lo scenario per l'oro dovrebbe migliorare.

Immobili

Il contesto per gli immobili potrebbe essere più difficile nel 2023, a fronte dei venti contrari dovuti a tassi d'interesse più alti e una crescita economica più debole. Privilegiamo gli immobili quotati a quelli diretti data la valutazione più favorevole e i settori immobiliari con forti impulsi di domanda secolari, come quello della logistica.

Mercati privati e hedge fund

In un 2023 più volatile crediamo che la gestione attiva potrà aggiungere maggiore valore, in particolare per gestori secondari, alternative di rendimento privato e strategie di hedge fund con beta ridotto. Per gli investitori esperti e tolleranti al rischio segnaliamo anche i co-investimenti, ossia investimenti diretti in una società non quotata insieme a un fondo di private equity.

Per saperne di più

Economia globale

Un reset fondamentale

Per molti anni la geopolitica ha svolto un ruolo minore nelle prospettive economiche e finanziarie globali. Le relazioni internazionali sono state stabili e la fiducia reciproca tra i Paesi alquanto alta. Le crisi sono state perlopiù di origine finanziaria. L'ordine mondiale ha iniziato a vacillare nel 2017, con le prime tensioni economiche tra USA e Cina su dazi e commercio sotto la presidenza di Donald Trump. Con Joe Biden le rivalità sono mutate in scontri che hanno coinvolto più settori e regioni, culminati nel 2022 con la guerra in Ucraina.

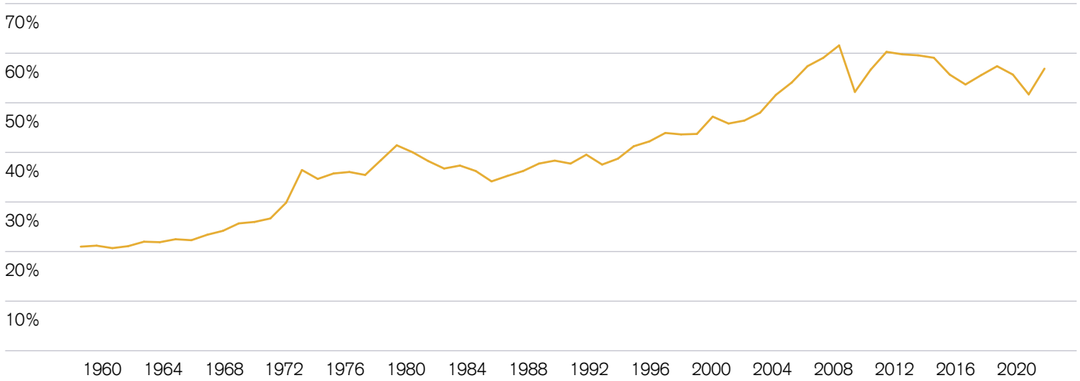
Col senno di poi, il 2022 vede il ritorno della geopolitica al centro della scena, con un forte impatto sull'economia globale e sui mercati finanziari e un riassetto delle relazioni internazionali e del commercio mondiale per molti anni a venire. Ciò influenza la crescita a breve, medio e lungo termine, le previsioni dei prezzi e la politica monetaria e fiscale, comportando possibili cambiamenti notevoli nel sistema monetario globale con ricadute sui mercati finanziari.

Un nuovo ordine mondiale

Nel 2022 il mondo del multilateralismo e della forte reciproca tra Paesi e governi è giunto al termine, o almeno è stato messo in pausa. Nell'ordine geopolitico mondiale sono emerse fratture profonde, dando origine a un mondo multipolare che crediamo possa durare per anni. L'Occidente globale (Paesi sviluppati occidentali alleati) si è allontanato dall'Oriente globale (Cina, Russia e alleati) in termini di interessi strategici core, mentre il Sud del mondo (Brasile, Russia, India, Cina e molti dei Paesi in via di sviluppo) si sta riorganizzando per perseguire i propri interessi.

Dopo decenni di crescita del commercio globale in percentuale del PIL mondiale, il volume di beni e servizi scambiati in percentuale del PIL ha raggiunto il picco nel 2008 e da allora ha oscillato tra il 50% e il 60%. La pandemia di COVID-19 e, più di recente, le sanzioni politiche hanno costretto le aziende a dare priorità a catene di fornitura stabili rispetto ai prezzi, cambiando di molto i flussi commerciali. Gli scambi internazionali si stanno allineando sempre più alle alleanze geopolitiche e per i settori strategici è iniziato il passaggio alla rilocalizzazione e allo sviluppo interno. Questa tendenza continuerà per almeno i prossimi 2–5 anni finché il potenziale cambiamento politico in varie parti del mondo non riporterà l'attenzione su un'agenda politica ed economica diversa.

Oltre il picco
Commercio globale (beni e servizi) in % del PIL



Ultimo rilevamento: 2021 **Fonte:** Haver Analytics, Credit Suisse

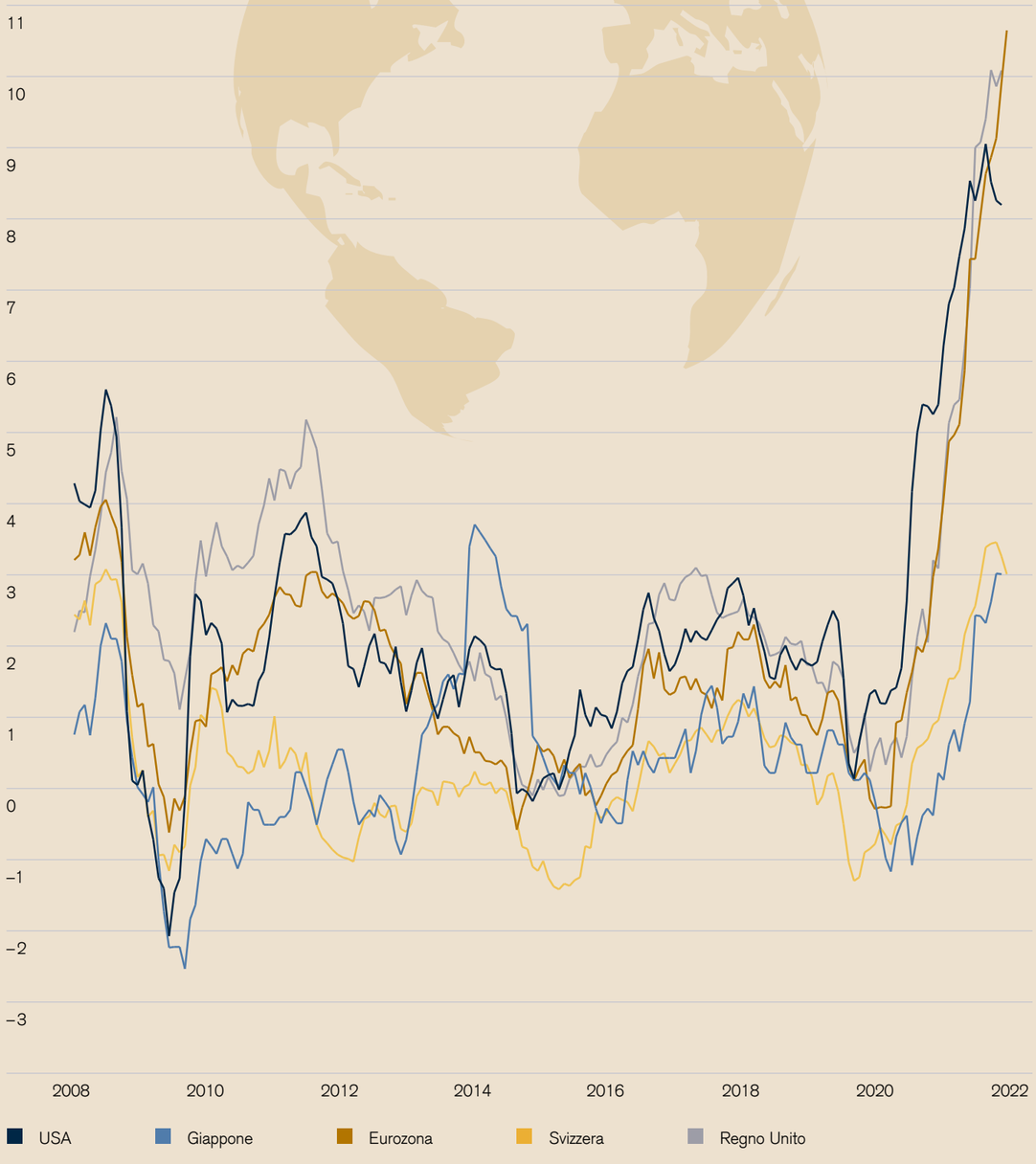
Un nuovo regime inflazionistico e monetario

Il 2022 ha anche segnato la fine della "lowflation", un effetto collaterale della globalizzazione. Infatti, le interruzioni delle catene di fornitura globali legate alla pandemia, un'azione di politica climatica più decisiva, la crisi energetica e lo shock dei prezzi dei generi alimentari sulla scia della guerra in Ucraina hanno portato a un nuovo regime di inflazione elevata. La volatilità dei prezzi energetici e dei generi alimentari ha aumentato l'inflazione complessiva e i rialzi salariali hanno fatto crescere categorie di prezzo meno volatili come quelle dei viaggi, degli alloggi e dei servizi sanitari, portando l'inflazione core ai massimi pluridecennali.

Le banche centrali hanno dovuto inasprire la politica monetaria più rapidamente e in modo più deciso del previsto, ponendo fine alla fase di tassi bassi o addirittura negativi. Nonostante crediamo sia stato raggiunto il picco dell'inflazione in molti Paesi per via di un'azione di politica monetaria risoluta, le banche centrali segnalano la necessità di ulteriori rialzi dei tassi per ridurre la domanda e allentare i mercati del lavoro. Uno dei motivi è che l'aumento dei prezzi è passato da un numero limitato di shock dell'offerta a un'inflazione diffusa. In particolare, mercati del lavoro rigidi e salari in forte crescita rischiano di far persistere l'inflazione generale.

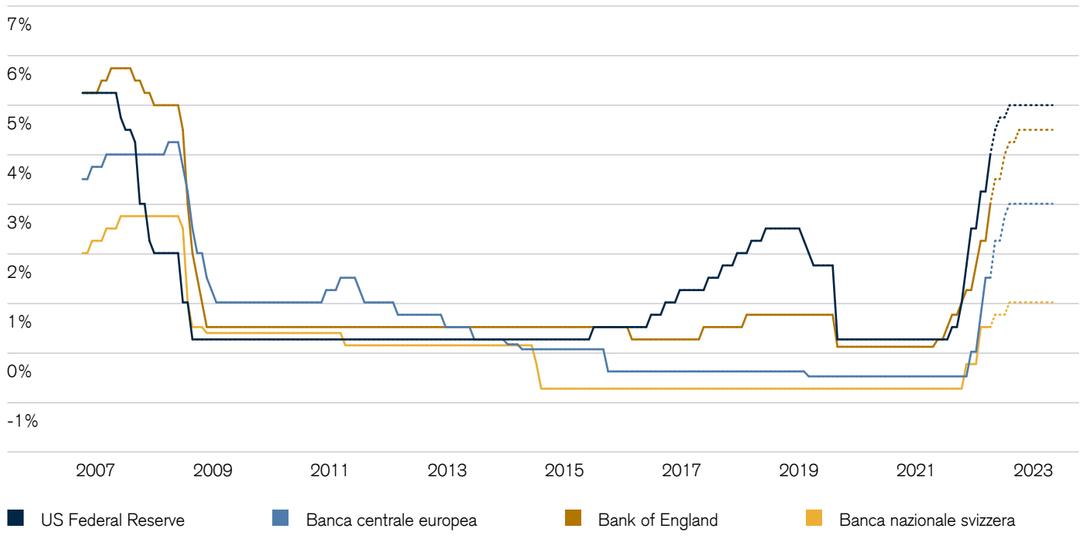
Ciò ci ha spinto ad aumentare le nostre previsioni per i tassi delle banche centrali in tutte le principali economie, Cina esclusa. Ci aspettiamo l'inasprimento più veloce su 12 mesi e il più consistente a livello globale dal 1979. Nonostante il ritmo dovrebbe raggiungere il suo picco entro fine 2022, non prevediamo nel 2023 tagli dei tassi da parte delle banche centrali dei Paesi sviluppati nel 2023. Con l'inflazione più volatile e difficile da prevedere, in questo ciclo le banche centrali sembrano volersi concentrare sull'inflazione effettiva anziché attesa.

Da transitoria a consolidata
Inflazione totale per USA, Giappone, Eurozona, Svizzera e Regno Unito (% su base annua)



Ultimo rilevamento: 15.10.2022 **Fonte:** Bloomberg, Credit Suisse

La fine dell'era "più bassi e più a lungo"
Tassi e previsioni di banche centrali selezionate



Ultimo rilevamento: 1.11.2022 **Fonte:** Bloomberg, Credit Suisse

Prospettive di crescita non brillanti
Una maggiore stretta monetaria, rendimenti reali più alti, shock dei prezzi energetici in Europa, il mercato immobiliare cinese in calo e i lockdown per il COVID-19 ci hanno indotto ad abbassare le previsioni di crescita del PIL. Ora ci aspettiamo recessioni nell'eurozona e nel Regno Unito, e una crescita inferiore in Cina. Tali economie dovrebbero toccare un minimo entro la metà del 2023 e iniziare una debole e timida ripresa, qualora gli USA riescano a evitare la recessione. Secondo il nostro scenario di base l'economia americana crescerà dello 0,5% nel T4 2023 rispetto al T4 2022, ma riconosciamo che i rischi sono al ribasso.

Oltre alle prospettive 2023, il nuovo contesto geopolitico suggerisce minore cooperazione internazionale sull'innovazione tecnologica, meno libertà di circolazione dei talenti e quindi aumenti della produttività più modesti. Pertanto, prevediamo una crescita potenziale minore nei prossimi cinque anni.

Inoltre, con gli eventi geopolitici del 2022 c'è più rischio che le regioni non si coordinino sull'azione climatica, che questa possa essere rinviata e quindi sia meno efficace. In una transizione climatica così disordinata, lo shock negativo dell'offerta risulterà maggiore aumentando l'inflazione e riducendo la crescita nel medio termine, con episodi di volatilità legati a politiche climatiche diverse nelle varie regioni. Ciò amplifica le nostre aspettative di un nuovo regime macroeconomico con inflazione alta e crescita potenziale più bassa.

Contesto complesso nel 2023 per i mercati sviluppati
I governi introducono misure di sostegno e aumentano la spesa pubblica per affrontare le attuali sfide indotte dalla politica. In molti Paesi sviluppati i deficit di bilancio sono già al 4% o più nel 2022 ed è improbabile che migliorino molto nel 2023.

Come accaduto nel Regno Unito dopo l'annuncio di un mini-bilancio espansivo del nuovo governo, poi svanito, i mercati finanziari sono pronti a punire una politica fiscale insostenibile, soprattutto in presenza di un alto disavanzo delle partite correnti. Nel tempo i governi incrementeranno quindi le tasse per finanziare gli aumenti permanenti delle spese per la difesa e i programmi di sostegno, oppure rischieranno un debito pubblico molto elevato. Nei Paesi altamente indebitati, i rendimenti dei titoli di Stato rischiano dunque una nuova brusca crescita.

L'USD in un mondo diviso
Finché l'atteggiamento della FED rimarrà aggressivo, l'USD dovrebbe godere di costante sostegno, la cui forza inasprisce la politica monetaria a livello globale. Per evitare che la svalutazione monetaria aggravi l'inflazione importata, le banche centrali europee dovranno tenere il passo della Fed sebbene l'eurozona sia in recessione. È sempre più probabile che la debolezza del JPY costringa la BoJ a rinunciare al suo attuale orientamento accomodante per favorire l'aumento dei rendimenti giapponesi. Inoltre, la costante forza dell'USD potrebbe attirare capitali dai mercati emergenti.

Con l'USD reale ponderato su base commerciale già ai massimi dal 1985, sembra ragionevole che raggiunga un picco e potenzialmente perda terreno verso la fine del 2023. Ciò potrebbe però richiedere segnali della fine dei rialzi della Fed e di ripresa economica al di fuori degli USA.

A lungo termine, tuttavia, il ripristino delle relazioni internazionali può portare a nuovi sviluppi nel sistema monetario globale. Quello odierno basato sull'USD, con la maggioranza degli scambi mondiali denominati in questa divisa e il 90% delle transazioni valutarie con una componente in dollari, è ancora un riflesso dell'era post Seconda guerra mondiale. Ha subito una grande riforma (dal gold standard ai tassi di cambio flessibili), ha comportato un cambio di politica monetaria (dall'obiettivo di offerta di denaro a quello di inflazione, fino al quantitative easing) e ha visto revisioni di strumenti e politiche di riserva monetaria (dalle riserve alle linee di swap tra le principali banche centrali). Tuttavia, non è mai stato contestato. La perdita di neutralità dell'USD con il sequestro delle riserve della banca centrale russa presso la Fed e altre banche centrali nel 2022, e l'emergere di un mondo multipolare e di un nuovo commercio internazionale, potrebbe portare nel tempo alla nascita di due sistemi monetari paralleli: il noto sistema basato sull'USD che utilizza il sistema di compensazione Fedwire, il Clearing House Interbank Payments System (CHIPS) e il sistema di messaggistica Swift; e un sistema alternativo ancora da costruire che bypassa l'USD, basandosi su linee di swap bilaterali e tecnologia contabile decentralizzata. Come ciò influenzerà la domanda estera di USD e di titoli di Stato USA rispettivamente come valuta e attività di riserva determinerà il futuro dell'USD.

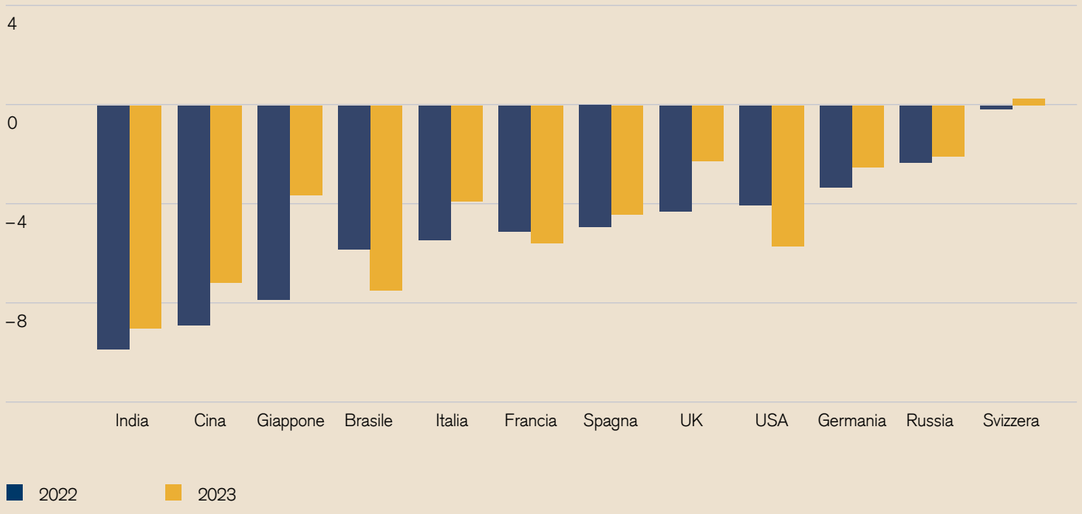
Prospettive a lungo termine: crescita minore
Lo shock energetico in Europa a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina e della crescita inferiore in Cina hanno danneggiato le prospettive post-pandemia. L'eurozona è praticamente in recessione e gli USA, pur in lieve crescita nelle nostre previsioni di base, sono ad alto rischio di finirci.

Nonostante questa flessione si concluderà e vi sarà una ripresa nel 2024, ravvisiamo danni duraturi alle strutture economiche. La pandemia e le tendenze demografiche hanno indebolito le prospettive di offerta di lavoro. Le tensioni geopolitiche pesano sul commercio e comportano investimenti aziendali sempre più deboli. In Cina il ritorno a un modello di crescita guidato dallo Stato rischia di erodere le prospettive di crescita della produttività.

Nel complesso, abbiamo ridotto le nostre previsioni di crescita a lungo termine per tutte le principali economie. Per gli USA prevediamo un tasso di crescita medio del PIL reale dell'1,5% su cinque anni, molto al di sotto della crescita media del 2,2% per il periodo 2010-2019. Per l'eurozona prevediamo un tasso di crescita medio dell'1,1% e per la Cina del 4,4%.

Una nota positiva è che le principali banche centrali sembrano impegnate a riportare l'inflazione vicino al loro obiettivo del 2%. Nel 2023 potrebbe essere ancora superiore, ma dal 2024 dovrebbe riavvicinarsi. Tassi d'interessi sempre più alti e una crescita tendenziale più bassa saranno però il costo per raggiungere tale obiettivo.

In rosso: deficit di bilancio nei Paesi
Bilanci governativi complessivi (% del PIL)



Ultimo rilevamento: 10.2022 **Fonte:** International Monetary Fund (IMF) previsioni a ottobre 2022

Regioni sotto i riflettori

USA

Alto rischio di recessione
Secondo le nostre stime, nel 2022 la crescita USA sarà in media vicina allo zero e nel T4 2023 rimarrà in calo (0,5%) rispetto al T4 2022. La probabilità di recessione è alta (oltre il 40%), ma non è ancora il nostro scenario di base. Le condizioni finanziarie più rigide stanno frenando la spesa ciclica – consumo di beni e abitazioni – ma bilanci sani e un mercato del lavoro stabile dovrebbero evitare il peggio, in parte grazie alla ripresa costante della spesa per i servizi. L'inflazione inizia a moderarsi, ma quella core delle spese per consumi personali, la misura d'inflazione preferita dalla Fed, rimarrà probabilmente ancora alta, attorno al 3%, fino a fine 2023. Quindi la Fed dovrebbe continuare la sua politica restrittiva aggressiva. Prevediamo altri 100 pb di rialzo entro il T1 2023, fino a un tasso terminale del 4,75%–5.0%, che riteniamo rimarrà stabile per la gran parte del 2023.

Eurozona

Grava la crisi energetica
Riteniamo che la recessione nell'eurozona sia iniziata nel T4 2022 e si protrarrà fino a fine T2 2023, con un calo del PIL di circa 1%. Il sostegno della politica fiscale, la tenuta dei mercati del lavoro e i risparmi elevati dovrebbero attenuare l'intensità della flessione, ma i rischi sono al ribasso a causa della persistente incertezza sulla fornitura di gas. L'inflazione generale potrebbe aver raggiunto il picco ma il calo sarà lento, a fronte di un aumento delle pressioni sui prezzi e uno slancio della crescita dei salari. Il persistere di un'inflazione elevata e la debolezza della valuta spingeranno la BCE a forti rialzi fino a un tasso terminale del 3% entro inizio 2023. A nostro avviso, è improbabile che ci siano tagli nel 2023.

America latina

Tempi più duri in arrivo
Prevediamo una crescita del PIL reale regionale del 3,0% nel 2022, in aumento rispetto al 2,0% precedente, alla luce di una crescita più forte in Brasile, Colombia e Messico. Per il 2023 anticipiamo una crescita regionale dello 0,4%, in calo dallo 0,7%, date le aspettative più modeste in diversi Paesi, soprattutto Brasile e Messico. Le pressioni inflazionistiche sono state più forti e diffuse di quanto previsto inizialmente, rendendo difficile il processo di disinflazione. Entro fine 2023 l'inflazione dei prezzi al consumo annuale nei Paesi latinoamericani con regime di controllo dell'inflazione resterà probabilmente molto al di sopra degli obiettivi. Quasi tutte le banche centrali della regione che adottano un obiettivo di inflazione porteranno i tassi in territorio a due cifre prima della fine del 2022, mentre è improbabile che l'allentamento inizi prima della fine del 2023.

Consiglio di cooperazione del Golfo (CCG)

Beneficiari di fratture geopolitiche
Nel 2022 i Paesi del CCG hanno ampiamente beneficiato dell'aumento dei prezzi del petrolio e dello slancio delle economie nazionali a seguito della pandemia e del mutato contesto geopolitico. La crescita del PIL dovrebbe calare al 3,4% nel 2023 dopo il 6,1% nel 2022, dato che il rallentamento della crescita globale influenzerà le loro economie. Tuttavia, la regione sembra crescerà più rapidamente della media globale, sostenuta da prezzi del petrolio ancora alti. Il 2023 dovrebbe registrare un avanzo fiscale in calo al 7,1% del PIL e un avanzo delle partite correnti al 15,0%. Un indicatore migliore dell'attività economica è la crescita del PIL non petrolifero, che dovrebbe diminuire dal 4,8% al 4,3% nello stesso periodo. Ciò sottolinea l'importanza dei piani di trasformazione in tutto il CCG, che stanno rianimando il settore privato. La combinazione di sovvenzioni governative mirate e il saldo ancoraggio all'USD dovrebbe mantenere l'inflazione al di sotto del 3% nel 2023.

Regno Unito

Credibilità in dubbio
Il Regno Unito è in recessione dal T3 2022. L'economia dovrebbe continuare a contrarsi per gran parte del 1° semestre 2023, con un calo del PIL dell'1,0%. L'ultimo stimolo fiscale del Paese potrebbe implicare una recessione più debole in inverno, ma c'è un rischio di diminuzione della crescita, a causa degli effetti avversi di determinate misure di stimolo fiscale, tagli delle spese, riduzione del supporto all'energia e condizioni finanziarie più rigide. L'inflazione a breve termine potrebbe aver raggiunto il picco, ma riteniamo che calerà solo lentamente e rimarrà al di sopra dell'obiettivo nel 2023. Il sostegno fiscale all'economia mantiene una pressione al rialzo dell'inflazione sottostante nel medio termine. La combinazione del costoso pacchetto fiscale e della risposta accomodante della BoE ha messo a dura prova la fiducia del mercato nella politica del Paese, ripristinata in parte con l'inversione di rotta su alcuni degli elementi estremi del pacchetto e con l'annuncio di un piano fiscale credibile. La credibilità potrebbe restaurarsi del tutto solo con una stretta monetaria aggressiva e persistente della BoE. Prevediamo che il tasso bancario salirà al 4,5% entro metà 2023. In caso contrario, si rischia un'inflazione elevata per un periodo di tempo più lungo, prolungata debolezza della GBP, premi di rischio e infine tassi terminali più alti, che aggraverebbero la recessione. Un'inflazione più alta dell'obiettivo nel 2023 comporta la nostra previsione che non vi saranno tagli di tassi nel 2023 nonostante la recessione.

Cina

Ripresa modesta nel 2023
Prevediamo una crescita inferiore al consenso del 4,5% per la Cina nel 2023, in aumento dal 3,3% di quest'anno. Un potenziale di crescita inferiore, il consolidamento fiscale e un lento allontanamento dalla politica "zero COVID-19" dovrebbero frenare l'economia. È possibile che un probabile calo costante delle vendite di terreni oltre il 2022 prolunghi il rischio di esitazione politica a livello di governo locale anche dopo l'eventuale fine dei disagi dovuti al COVID-19. Decisiva sarà la velocità con cui la Cina riuscirà a liberarsi da questi disagi, che riteniamo avverrà in modo molto graduale. Prevediamo che la riapertura della Cina continentale avverrà sei mesi dopo quella di Hong Kong, pertanto solo verso la fine del T1 2023.

Svizzera

I consumi resistono
Nonostante una crescita economica più lenta, riteniamo che l'economia svizzera eviterà la recessione, in quanto i consumi privati dovrebbero rimanere solidi. La disoccupazione è al minimo degli ultimi 20 anni e i consumatori sono ancora disposti a spendere data la sicurezza personale di un posto di lavoro. Inoltre, l'immigrazione è ripresa e dovrebbe rivelarsi un importante fattore di crescita nel 2023. L'impennata dei prezzi dell'energia si ripercuote sulle famiglie in modo limitato per via della regolamentazione dei prezzi, del CHF forte e del peso relativamente basso dell'energia nella spesa per i consumi privati. Pertanto, l'inflazione in Svizzera è molto più bassa che altrove e riteniamo rallenterà ancora nel 2023. La BNS ha quindi poca necessità di inasprire ulteriormente la politica monetaria: dovrebbe aumentare il tasso di altri 0,5 punti percentuali fino a marzo 2023 per poi mantenerlo all'1% per il resto dell'anno.

Giappone

Verso un cambio di politica
L'economia giapponese dovrebbe registrare una crescita bassa dello 0.5% nel 2023, sostenuta dall'allentamento delle restrizioni per il COVID-19 e da una certa forza del mercato del lavoro. È ancora incerto quanto la debolezza del JPY possa giovare alle esportazioni, visti i danni alle reti di fornitura e la pressione al ribasso sul ciclo globale dell'elettronica. Il cambiamento chiave è che l'inflazione dovrebbe rimanere al di sopra del 2% per il 1° semestre 2023. Questo, insieme alle pressioni al ribasso sul JPY dovute all'aggressività della Fed, dovrebbe indurre la BoJ ad adeguare la sua politica di controllo della curva dei rendimenti a inizio 2023 a favore di un lieve aumento dei rendimenti. Detto ciò, non escludiamo che il cambiamento avvenga prima della fine del 2022.

Trend da tenere d'occhio

Economia

Fine dei rialzi dei tassi dopo il picco dell'inflazione
Una volta che l'inflazione avrà raggiunto il picco e comincerà a diminuire, le banche centrali cesseranno di alzare i tassi nel T1/T2 2023. Non ipotizziamo però che attuino tagli, dato che l'inflazione rimarrà al di sopra degli obiettivi fissati.

La crescita resterà bassa
La crescita globale rallenta e, data la politica monetaria restrittiva, riteniamo rimarrà generalmente debole nel 2023.

Sfide fiscali in vista
Le misure di sostegno pubblico per far fronte alla crisi del costo della vita e le spese per la difesa in crescita mantengono alti i deficit di bilancio. Con i costi di finanziamento ancora elevati, i governi potrebbero alzare le tasse per finanziare la spesa.

L'effetto globalizzazione rallenta
Con un mondo sempre più multipolare e l'emergere di varie sfere d'influenza politica, prevediamo un calo degli scambi globali in percentuale del PIL e la rilocalizzazione di settori strategici.

Mercati finanziari

Il reddito fisso diventa più interessante
Con i rendimenti obbligazionari di nuovo a livelli più alti, l'inflazione prossima al picco e la fine dei rialzi delle banche centrali, il reddito fisso appare più allettante: in particolare i titoli di Stato USA e in valuta forte dei mercati emergenti, le obbligazioni societarie investment grade e le strategie selettive legate all'irripidimento della curva dei rendimenti.

I mercati azionari rimangono volatili
Le valutazioni dei mercati azionari si sono ridotte, tuttavia la redditività aziendale messa a dura prova dal debole contesto economico e la pressione sui margini dovrebbero continuare a generare difficoltà e volatilità nel 2023. Preferiamo lo stile d'investimento di regioni, strategie e settori difensivi con utili stabili, leva finanziaria bassa e potere di pricing come le azioni svizzere, la sanità e i titoli di qualità. Anche i Supertrend difensivi come Silver economy, Infrastrutture e Cambiamento climatico dovrebbero rivelarsi meno volatili.

L'USD rimarrà forte
L'USD dovrebbe beneficiare del suo vantaggio in termini di tassi d'interesse per la maggior parte del 2023, rimanendo forte, in particolare rispetto alle valute dei mercati emergenti come il CNY. Alcune valute dei mercati sviluppati, come il JPY, sono però ora sottovalutate e potrebbero a un certo punto tornare ad apprezzarsi.

Un anno positivo per gran parte degli investimenti alternativi
Gli hedge fund dovrebbero registrare rendimenti superiori alla media e il 2023 potrà essere un'annata positiva anche per il private equity. Titoli secondari e debito privato dovrebbero avere buoni risultati. Nel settore immobiliare preferiamo le soluzioni quotate a quelle dirette.

Rendimenti di diversificazione multi-asset
Con i rendimenti obbligazionari di nuovo a livelli più alti, il reddito fisso è relativamente allettante rispetto alle azioni. La diversificazione tornerà a essere vantaggiosa con la fine dei rialzi delle banche centrali.

Per saperne di più

Principali classi di investimento

I rendimenti tornano a salire

Il mondo e i mercati finanziari hanno assistito a una lunga serie di shock negli ultimi anni: tensioni commerciali globali, crisi del COVID-19, importanti iniezioni di liquidità e aiuti alle famiglie con conseguente domanda sovraproporzionale di beni, interruzioni delle catene di produzione e fornitura e shock dei prezzi energetici. Sebbene i rialzi di inflazione e tassi d'interesse che ne sono derivati abbiano creato scompiglio nei mercati dei capitali nel 2022, potrebbero aver posto le basi per un contesto d'investimento futuro più stabile.

Negli ultimi anni solo poche classi di attività hanno dato un forte contributo positivo al rendimento del portafoglio, in genere in combinazione con maggiori rischi. In particolare, le aspettative di rendimento del reddito fisso core sono state a dir poco scarse in un contesto di tassi d'interesse più bassi più a lungo. Finora l'opinione comune era che il mondo avrebbe affrontato una lenta e graduale normalizzazione dei tassi, il che avrebbe sfavorito i rendimenti obbligazionari. Invece, con la stretta sui tassi al ritmo più rapido degli ultimi decenni, i rendimenti dei bond in diverse valute si sono normalizzati in fretta e iniziano a offrire prospettive più allettanti.

Tornano i bond

Riteniamo che in futuro le obbligazioni core torneranno ad avere un ruolo più rilevante nei portafogli. I rendimenti hanno ora raggiunto livelli tali da offrire una certa protezione contro i probabili effetti negativi del mercato in un periodo di forte incertezza economica. Inoltre ipotizziamo che i vantaggi di diversificazione derivanti dall'avere obbligazioni in portafoglio, assenti nel 2022 a causa del calo di azioni e obbligazioni, dovrebbero ritornare, soprattutto quando i rischi di crescita saranno di nuovo protagonisti. Tuttavia, potremmo non aver ancora raggiunto il picco dei rendimenti obbligazionari, p. es. a causa di una probabile riduzione più decisa dei bilanci delle banche centrali. È poi probabile che la volatilità del mercato obbligazionario rimanga alta nel breve termine.

Il nostro approccio all'aggiunta di obbligazioni al portafoglio evolverà nel 2023: a inizio anno inserire duration non sarà probabilmente allettante per la maggior parte delle valute, salvo l'USD. Le obbligazioni in valuta forte dei mercati emergenti sembrano già interessanti, offrono rendimenti a livelli difficili da raggiungere in termini storici e che compensano ampiamente il rischio d'investimento. Il credito societario di emittenti di qualità investment grade diventerà forse interessante quando le banche centrali cominceranno ad allentare il ciclo di inasprimento. Per il credito societario high yield rimaniamo più cauti in quanto, a nostro avviso, gli spread di credito non riflettono appieno la difficile situazione economica.

Periodo di incertezze per le azioni

Il contesto rimane difficile per i mercati azionari, prevediamo che il tasso di crescita economica nominale rallenti molto, riducendo il potenziale di incremento dei ricavi. Inoltre, i margini di profitto aziendali prossimi a massimi record inizieranno probabilmente a risentire di varie pressioni sui costi, tra cui lo shock dei prezzi energetici, l'aumento dei salari e i costi di finanziamento più alti.

Tale contesto è propizio a strategie azionarie più difensive: privilegiamo le società che possono difendere i margini di profitto trasferendo il surplus di costi e che operano in settori con elevate barriere di ingresso, caratteristiche tipiche dei segmenti difensivi di qualità. Dopo che i tassi inizieranno a stabilizzarsi e l'incertezza si sarà dissipata, sarà il momento di puntare su società di qualità growth, che stanno ora subendo i forti contraccolpi dell'aumento dei tassi.

A nostro avviso gli investitori possono costruire portafogli più solidi integrando tali classi di attività tradizionali con altre non tradizionali con caratteristiche diverse. L'attuale situazione di crescita lenta, tassi d'interesse in aumento ed elevata volatilità, p. es., è favorevole per alcune strategie di hedge fund in grado di aiutare a gestire questo difficile contesto d'investimento. Analogamente, per chi è in grado di accettare investimenti con liquidità limitata, i mercati privati, tra cui gli investimenti in private equity e debito, dovrebbero migliorare i profili di rendimento grazie alle opportunità offerte dalle continue perturbazioni del mercato.

Obbligazioni vs. azioni nel 2023

Inflazione e tassi d'interesse in crescita dovrebbero tradursi in prezzi più bassi per azioni e obbligazioni, dato che i flussi finanziari futuri sono attualizzati a un tasso più alto. Pertanto, una maggiore incertezza sull'inflazione scatenerà oscillazioni più ampie e sincronizzate dei tassi di sconto di azioni e obbligazioni, e rialzerebbe dunque la correlazione obbligazioni-azioni e riducendo il potenziale di diversificazione delle prime. Questo è ciò che è accaduto negli ultimi due anni.

Al contrario, gli shock della crescita dovrebbero soprattutto influenzare le azioni, per via delle prospettive sull'aumento degli utili ridotte e dividendi attesi inferiori. Le obbligazioni, invece, possono beneficiare di un simile scenario, dato che i rendimenti calano sulla scia di aspettative d'inflazione più bassa e di una politica monetaria più accomodante. Visti i notevoli rischi di crescita, è opinione diffusa che si assisterà a un ritracciamento della correlazione obbligazioni-azioni. Ma le incertezze sull'inflazione permangono nell'immediato futuro, soprattutto a fronte delle tensioni geopolitiche e dell'incombente crisi energetica. Inoltre, sebbene l'inflazione possa scendere dai massimi attuali, i rischi sono orientati a un ciclo di inasprimento prolungato, che genererebbe un aumento dei rendimenti reali. Questo aumento impedirebbe ai prezzi delle obbligazioni di salire in un momento in cui le azioni subiscono ulteriori pressioni, limitando i loro vantaggi di diversificazione e mantenendo la correlazione obbligazioni-azioni elevata.

A nostro avviso, il 2023 può presentare un quadro duplice. Inizialmente la correlazione obbligazioni-azioni dovrebbe rimanere alta, limitando il potenziale di diversificazione delle prime. Tuttavia, quando l'incertezza sull'inflazione raggiungerà il suo picco e l'attenzione si sposterà sui rischi di crescita, tale correlazione dovrebbe ridursi e le obbligazioni diventare più allettanti in termini di rendimento e diversificazione. Questo spostamento di attenzione potrebbe richiedere tempo e l'azione aggressiva prolungata delle banche centrali potrebbe far sì che la correlazione resti superiore a quella degli ultimi vent'anni.

Probabile cambio di paradigma per le obbligazioni

Con l'inasprimento monetario destinato a diminuire o finire nel 2023, sarà più allettante detenere attività a reddito fisso. Le obbligazioni in valuta forte dei mercati emergenti (ME) dovrebbero garantire alti rendimenti. Se l'inflazione diminuisse come ci si aspetta, il reddito fisso, in particolare i titoli di Paesi con politiche fiscali che possono essere sostenute, dovrebbe offrire preziosi vantaggi di diversificazione nei portafogli. Una nuova fase di volatilità dei tassi, p. es. per un'inflazione più alta del previsto, è un rischio per questa classe di attività.

L'inflazione elevata ha spinto le banche centrali ad alzare molto i tassi, portando a un forte inasprimento delle condizioni monetarie globali. Dati lo shock dei prezzi energetici elevati e le aspettative d'inflazione in rapido aumento, i rialzi sono stati più forti e veloci rispetto ai cicli di inasprimento precedenti. I rendimenti obbligazionari sono cresciuti molto in termini nominali e reali, anche per i titoli di Stato dei mercati sviluppati. I rendimenti a 10 anni USA e UE sono saliti di oltre 200 pb YTD attestandosi rispettivamente a 3,81% e 2,01%.

Le banche centrali porranno fine o un freno agli aumenti dei tassi non appena la crescita economica si ridurrà e l'inflazione si attenuerà. Quando le loro previsioni non spingeranno più al rialzo i rendimenti, le prospettive per i rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero migliorare molto. A differenza del 2022, nel 2023 le prospettive per i rendimenti dei titoli di Stato globali dovrebbero essere positive. Con l'avvicinarsi del picco dei rendimenti emergeranno anche opportunità di aumento della duration nei portafogli obbligazionari. La performance dei titoli di Stato si è indebolita al pari di quella delle attività a rischio, dato che l'aumento dell'inflazione ha spinto al rialzo i tassi e l'intera struttura dei rendimenti, pesando in termini di rendimento totale. Se l'inflazione dovesse calare come previsto, i titoli di Stato offriranno preziosi vantaggi di diversificazione per i portafogli multi-asset.

Potenziale di rendimento più alto nei Treasury USA

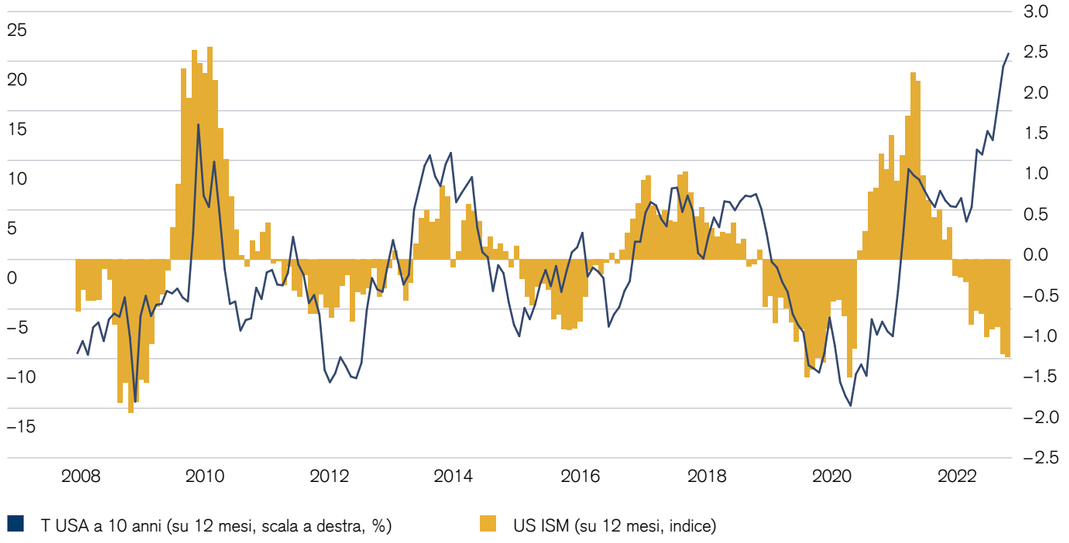
Nei principali mercati rileviamo il maggior potenziale di duration in USD, meno in EUR. La Fed ha attuato rialzi dei tassi in anticipo e più decisi rispetto alla BCE, che li ha mantenuti negativi fino a luglio 2022 e quindi ora deve recuperare, mentre l'eurozona affronta un'inflazione più alta e una maggiore incertezza sui prezzi dell'energia in inverno. L'inflazione elevata e la moneta debole probabilmente indurranno la BCE ad applicare forti aumenti anche durante una recessione. Visti gli attuali differenziali dei tassi e le varie prospettive di ulteriori rialzi, rileviamo un potenziale di rendimento più alto nei Treasury USA che nei titoli di Stato dell'eurozona. Forti preoccupazioni sul debito sovrano europeo potrebbero accentuare questa situazione.

Uno sguardo alle curve

Con il forte rialzo dei tassi della Fed, i rendimenti obbligazionari sono aumentati più per le scadenze brevi che per quelle lunghe. P. es., lo spread tra il rendimento dei Treasury USA a 10 e 2 anni è diminuito da +80 pb a inizio 2022 a –50 pb alla fine del T3 2022. I rendimenti a lungo termine sono ora inferiori a quelli a breve poiché il mercato prevede un rallentamento della crescita economica e un nuovo calo dei tassi di riferimento nel tempo.

Prevediamo che nel 2023 lo spread tra i rendimenti a 10 e 2 anni aumenti e la ripidità della curva dei rendimenti dipenderà dalle circostanze generali. Qualora la Fed tagli i tassi per far fronte a rischi di recessione crescenti, con ogni probabilità si avrà un forte irripidimento della curva. Ma anche con la nostra ipotesi di base di prospettive economiche normalizzate (cioè la crescita rimane inferiore al trend) la curva dei rendimenti USA dovrebbe irripidirsi gradualmente.

La curva dei rendimenti potrebbe irripidirsi
Spread tra il rendimento USA a 2 e 10 anni e federal funds rate



Ultimo rilevamento: 31.10.2022 **Fonte:** Bloomberg, Credit Suisse

I rendimenti investment grade iniziano a sembrare allettanti
Malgrado fondamentali del credito solidi, gli spread delle obbligazioni societarie investment grade (IG) globali sono prossimi ai livelli medi dell'ultima recessione, il che fornirebbe protezione da un ulteriore rallentamento della crescita e il ritiro della liquidità delle banche centrali. Gli spread di credito dovrebbero stabilizzarsi nel 2023, poiché un'inflazione ridotta e rischi di crescita persistenti potrebbero indurre le banche centrali a rallentare e, infine, terminare i rialzi dei tassi. Ciò favorirebbe il segmento IG, le cui metriche di credito rimangono solide e i rischi di ribasso sono pochi. Le obbligazioni societarie in valuta forte dei ME beneficeranno delle condizioni finanziarie globali più stabili. Inoltre, offrono un premio di spread allettante rispetto al credito societario IG dei mercati sviluppati comparabili con duration simile.

Dopo il forte ampliamento degli spread nel 2022, la valutazione degli spread IG in EUR è interessante. Sebbene l'IG in EUR non avrà una performance solida a inizio 2023, l'allettante valore che offre potrebbe essere sbloccato con lo stabilizzarsi delle condizioni finanziarie globali. In uno scenario collaterale, una nuova crisi in Europa – finanziaria o sovrana – costringerebbe la BCE ad attivare il Transmission Protection Instrument (TPI) e/o riavviare il sostegno quantitativo, favorendo così spread IG in EUR ridotti. Riteniamo pertanto che nel 2023 si presenterà un'opportunità allettante per accedere al mercato IG in EUR.

I default societari HY avranno una crescita modesta
Il credito HY USA mostra solidi fondamenti aziendali e una struttura di mercato sana. Con il 51% delle obbligazioni HY USA con rating BB, poche scadenze del debito da rinnovare nel 2023 e un'ampia compensazione degli spread, stimiamo che il tasso di default realizzato aumenti lievemente fino alla media storica del 5%, inferiore all'attuale probabilità di default implicita di oltre il 6%. Nei ME il tasso di default realizzato nel segmento HY (pari al 43% dell'indice EM HC corporate [CEMBI]) ha toccato un massimo di più del 10% nel 2022 a causa della guerra in Ucraina. Escludendo tale scenario estremo, il tasso rimane basso. Come per il benchmark HY globale, i default realizzati delle obbligazioni societarie in valuta forte (HC) dei ME aumenteranno di poco nel 2023, dati i fondamentali del credito più sani, il premio di spread rispetto ai mercati sviluppati e la possibilità di rifinanziamento nei mercati locali. In tale contesto, privilegiamo segmenti di alta qualità come il credito con rating BB, che offre un premio di default implicito elevato rispetto a quello realizzato.

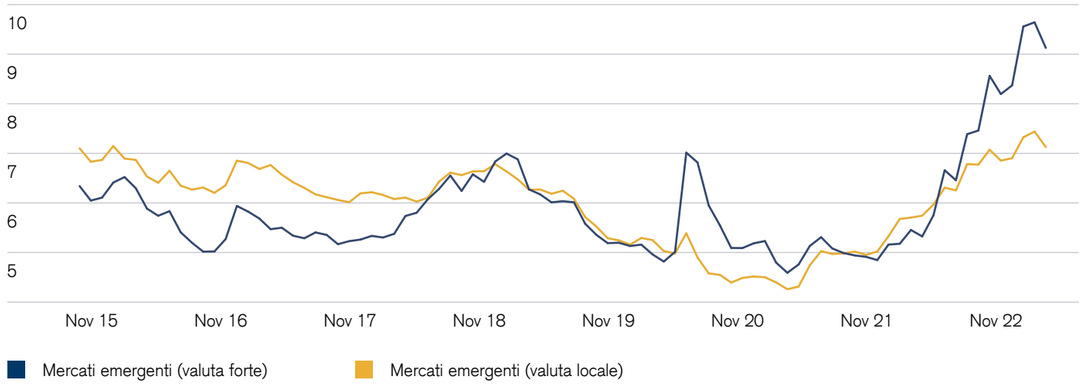
Opportunità nei mercati emergenti
È probabile che nel 2023 le principali banche centrali alzino ancora i tassi, ma a un ritmo più lento, mantenendo per un po' gli spread dei titoli di Stato in HC dei ME sopra le medie storiche. I rendimenti negativi dei Treasury USA e la forza dell'USD in calo dovrebbero però far aumentare i rendimenti di questi titoli. Sebbene i fondamentali dei ME tendano a essere migliori rispetto a quelli dei mercati sviluppati, è probabile che alcune regioni si dimostrino più resilienti di altre. Il rischio di un rallentamento o una recessione in Cina e nei mercati sviluppati continuerà a preoccupare gli emittenti in USD con rating più basso in economie aperte come il Sudafrica. Le attuali tensioni geopolitiche e i rischi di recessione nell'Europa occidentale dovrebbero continuare a pesare sugli emittenti dell'Europa dell'est.

Nonostante il contesto difficile, le obbligazioni in HC dei ME dovrebbero offrire rendimenti allettanti. La loro cedola elevata arginerebbe il deterioramento del sentiment di rischio, con rendimenti vicini ai massimi pluriennali. Le valutazioni rimangono allettanti e i fondamentali tengono meglio che nei mercati sviluppati. Inoltre, sembrano già riflettere un rallentamento economico o pressioni recessive.

In media, nel loro ciclo di rialzi le banche centrali dei ME sono in anticipo rispetto alle loro omologhe dei mercati sviluppati, con l'inflazione in calo in diversi Paesi dei ME. Seppur con una certa resistenza, si prevede che l'inflazione continuerà a scendere. Dopo il picco dei tassi e l'eventuale avvio dei tagli di un numero crescente di banche centrali dei ME, crediamo che i titoli di Stato in valuta locale offriranno risultati vantaggiosi e diventeranno allettanti.

In Brasile, ad esempio, la banca centrale è già prossima al tasso terminale e dovrebbe ridurre i tassi verso la fine del 2023. Prediligiamo pertanto questo Paese, che è più resiliente ai rischi macroeconomici e geopolitici globali nel 2023 inoltrato, quando si prevede che il USD si indebolirà rispetto alle valute dei ME.

L'aumento dei tassi ha un impatto
Rendimento delle obbligazioni in valuta forte e locale dei ME (in %)



Ultimo rilevamento: 10.11.2022 **Fonte:** Bloomberg, Credit Suisse

L'evoluzione dell'inflazione rimane il rischio principale
Il nostro scenario di base per il 2023 prevede che l'inflazione raggiunga gli obiettivi delle principali banche centrali. Se si rivelasse più salda e alta del previsto, p. es. per via di dati su mercato del lavoro e inflazione salariale sorprendentemente solidi, le banche centrali sarebbero costrette a un atteggiamento ancora più aggressivo. La performance del reddito fisso e, temporaneamente, gli indici con duration più lunga ne risentirebbero. Consigliamo quindi una gestione attiva della duration nei portafogli per rimanere flessibili in caso di tali rischi.

Sfide per i prestiti senior europei
Siamo cauti nei confronti dei prestiti senior europei. Pensiamo che gli spread non abbiano scontato del tutto i potenziali default causati dai tagli alle forniture di gas russo o dal persistere dei rischi geopolitici. Un eventuale intervento della BCE (TPI) non favorirebbe inoltre questo segmento. A nostro avviso, gli investitori dovrebbero ridurre l'esposizione ai prestiti senior europei e preferire il credito IG in EUR nel 2023.

Rischio di default in aumento nei mercati di frontiera
I bassi tassi d'interesse degli ultimi anni hanno incentivato i Paesi ad assumersi più debito. Con la crisi del COVID e gli sforzi per arginare l'aumento dei prezzi dei generi alimentari e dell'energia, alcuni Paesi hanno attuato una politica fiscale più accomodante. Nonostante i prestiti del Fondo monetario internazionale, condizioni finanziarie più severe aumenterebbero il tasso di default dei mercati di frontiera in difficoltà. La fase più difficile è prevista per la fine del 2023, quando le banche centrali potrebbero essere più restrittive e il rallentamento economico o la recessione si faranno sentire, ma il rischio di ricaduta sui Paesi ME core è limitato.

Un anno diviso a metà

Il tema dei tassi più alti e prolungati ha innescato un forte declassamento (riduzione dei multipli di valutazione) delle azioni nel 2022, e probabilmente prevarrà anche nel 1° semestre 2023, generando una performance azionaria debole. In tale contesto, settori e regioni con utili stabili, bassa leva finanziaria e potere di pricing dovrebbero ottenere risultati migliori. Nel 2° semestre del 2023 riteniamo che la discussione si sposterà sul picco della politica restrittiva, con focus sulla tenuta degli utili a fronte della crescita lenta. A nostro avviso, il settore tecnologico offre il potenziale di rendimento più interessante se la US Fed cambia.

Il 2022 è stato un anno difficile per i mercati finanziari, azioni incluse. La guerra in Ucraina ha aggravato i problemi della catena di fornitura post-pandemia alimentando il rialzo dell'inflazione a livelli mai visti dagli anni Ottanta. Le banche centrali hanno tardato a reagire, dovendo poi applicare forti rialzi. L'aumento di tassi e rendimenti reali nel mondo ha messo sotto pressione le valutazioni azionarie, pertanto le banche centrali e le loro politiche per ridurre l'inflazione rimangono un fattore chiave per i rendimenti azionari. I tassi più elevati infatti aumentano i costi di finanziamento per le aziende e il tasso di sconto degli utili futuri gravando sulle valutazioni.

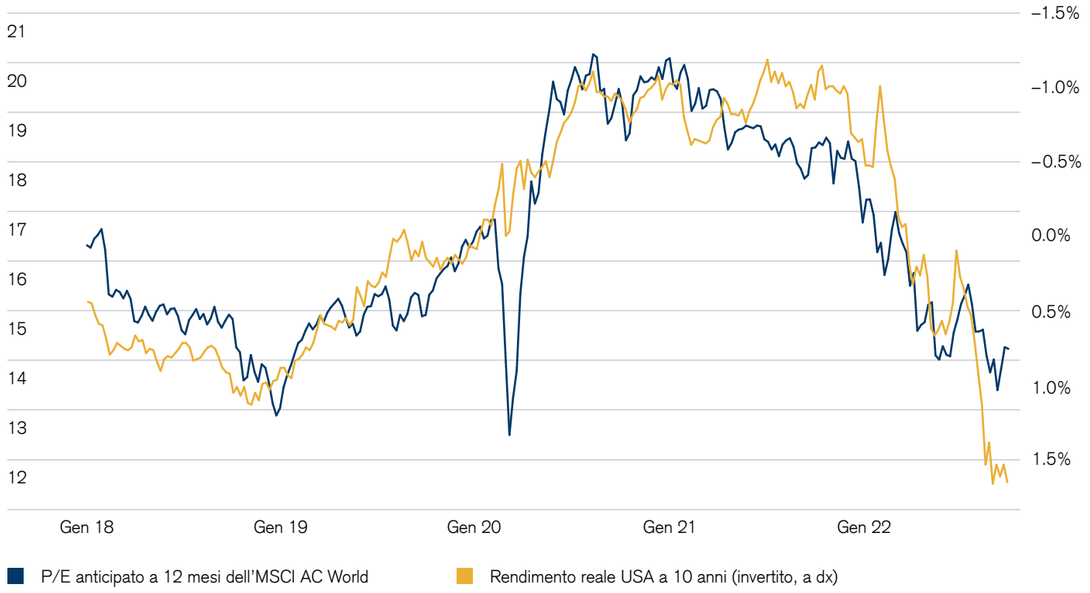
Eventuali segnali di un'inflazione sotto controllo, cioè vicina agli obiettivi delle banche centrali su base sostenibile, potrebbero allentare l'orientamento restrittivo innescando una rivalutazione delle azioni (multipli di valutazione più elevati). Non crediamo però ciò possa accadere nella prima metà del 2023, dato che i nostri economisti non prevedono tagli dei tassi dalle principali banche centrali, Fed compresa, nel 2023.

Attenzione alla tenuta degli utili
Tassi di riferimento più alti e prolungati avranno un impatto negativo sulle prospettive economiche globali. I nostri economisti prevedono quindi una recessione nell'eurozona, nel Regno Unito e in Canada, e una crescita molto debole negli USA. Inevitabilmente vi saranno rischi di ribasso per gli utili aziendali, soprattutto a fronte dell'aumento dei costi (p. es. salari e materie prime). Gli utili di consenso sono già stati fortemente rivisti al ribasso, ma l'attuale stima di un 3,7% di crescita per il 2023 potrebbe essere ancora troppo ottimistica. Infine, sebbene la tenuta degli utili dipenda perlopiù dalla durata ed entità del rallentamento economico, rileviamo un aumento dei rischi di recessione degli utili (ossia una crescita negativa degli utili nel 2023).

2023: un anno diviso a metà
Pur ritenendo che il peggio del declassamento sia superato, per una forte rivalutazione delle azioni occorrerebbe un cambio di retorica delle banche centrali. È difficile pronosticare quando accadrà, ma si pensa alla seconda metà del 2023. Fino ad allora, prevediamo rendimenti azionari volatili ma piuttosto contenuti e ci concentreremo soprattutto su settori/regioni difensivi con margini stabili, utili solidi e una bassa leva finanziaria. Prossimi alla svolta, ci orienteremo verso settori sensibili ai tassi d'interesse e orientati alla crescita, come quello tecnologico.

Posizionamento per il 2023
Per il 2023 gli investitori dovrebbero concentrarsi su regioni e settori azionari con crescita degli utili solida e capacità di difesa dei margini, ovvero potere di pricing (cfr. box informativo a pag. 35). A livello settoriale, apprezziamo la sanità per le sue caratteristiche difensive e la stabilità dei margini. La valutazione relativa rispetto ad altri settori difensivi è allettante. Inoltre, i fattori di crescita a lungo termine – migliore accesso all'assistenza sanitaria nei mercati emergenti (ME), invecchiamento della popolazione e nuove tecnologie (p. es. i vaccini a mRNA) – rimangono invariati. La nostra regione preferita in questo contesto sfidante è la Svizzera. Date le sue caratteristiche difensive, il mercato tende a sovraperformare quando la crescita rallenta e le prospettive degli utili sono relativamente positive con aspettative di crescita a due cifre per il 2023. Nei ME, prevediamo che l'America latina superi i ME asiatici. Negli stili azionari al momento preferiamo la qualità, ossia società con un elevato rendimento azionario, cresci-

Venti contrari dai rendimenti reali
L'impatto dell'aumento dei rendimenti reali sulle valutazioni azionarie



Ultimo rilevamento: 07.11.2022 **Fonte:** Refinitiv, Credit Suisse

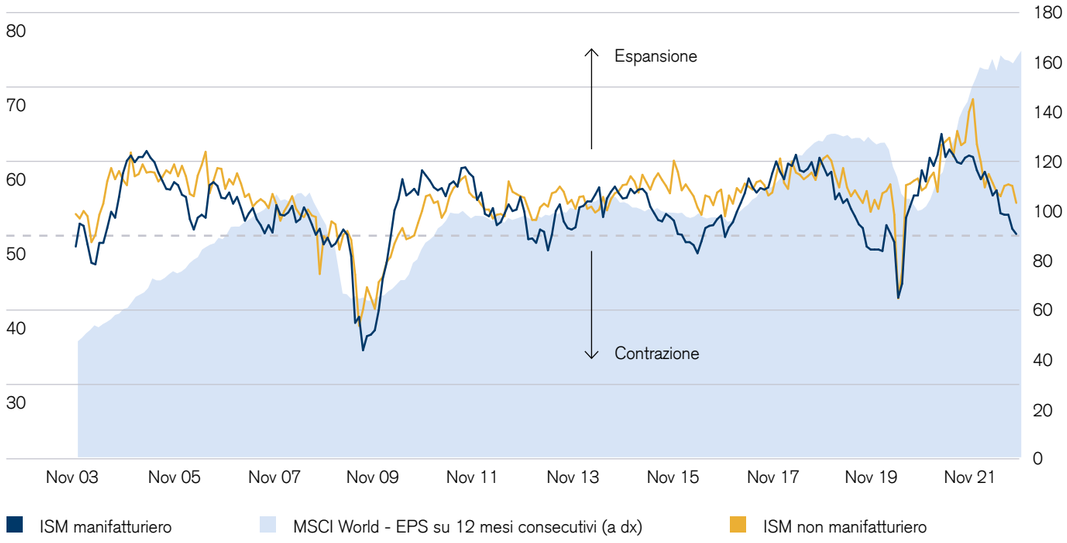
ta degli utili stabile e bassa leva finanziaria. Nel 2023, se i mercati si mostreranno progressivamente più fiduciosi che il cosiddetto picco restrittivo sia superato, aumenteremo l'esposizione ai titoli tecnologici. Nel 2022, la tecnologia ha sottoperformato data la sua elevata sensibilità ai tassi d'interesse. Tuttavia, genera il maggior flusso di cassa in assoluto, con una leva finanziaria ridotta e ha una solida storia di crescita secolare.

Maggiore volatilità significa più opportunità d'investimento tattiche

I vari rischi di cui sopra alimentano l'elevata volatilità delle azioni, che si pensa durerà fino al 2023. In un simile contesto riteniamo che la diversificazione resti fondamentale e sia utile esplorare soluzioni a gestione attiva. Tra i rischi di ribasso, in primis vi è un'inflazione elevata costante con una domanda stabile, il che costringerebbe le banche centrali a un ulteriore inasprimento causando una recessione più grave in futuro. Anche un'escalation della guerra in Ucraina o un inasprimento delle ostilità tra Cina e Taiwan peserebbero sulle azioni, mentre i titoli della difesa potrebbero essere tra i pochi settori a giovarne. Le nuove mutazioni di COVID-19 beneficerebbero il settore sanitario. Fra i rischi di rialzo, un calo dell'inflazione più rapido del previsto, che darebbe alla Fed più margine di manovra per un atterraggio morbido, favorirebbe gli attivi rischiosi in generale e soprattutto la tecnologia.

In controtendenza

Gli utili si sono sempre mossi in linea con la debolezza dei dati ISM



Ultimo rilevamento: 31.10.2022 **Fonte:** Refinitiv, Credit Suisse

Azioni: potere di pricing

Il potere di pricing e l'andamento dei margini rimangono un tema chiave per gli investitori, vista la probabilità che l'inflazione elevata persista più a lungo a livello globale nel 2023. Un modo per gli investitori di proteggersi dall'aumento dei costi di input è selezionare settori o aziende con potere di pricing. Questo è definito come la capacità di un'azienda o di un settore di trasferire i costi senza un forte impatto su margini e/o utili. Tuttavia, a causa di un'ampia varietà di fattori (p. es. struttura del mercato, ubicazione), non tutti i settori o le aziende sono ugualmente in grado di trasferire i costi e reggere il passo.

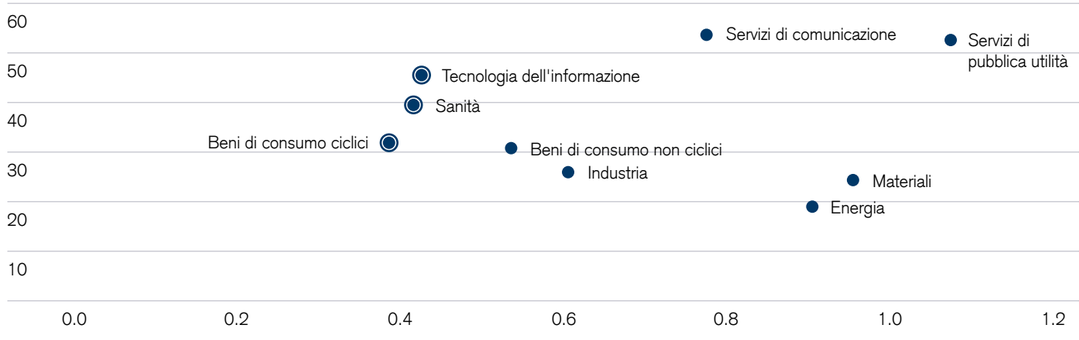
Nel valutare il potere di pricing, abbiamo considerato la concentrazione di mercato e la stabilità dei margini. I settori ad alta concentrazione hanno in genere un potere maggiore, dato che il mercato è dominato da poche grandi imprese. Su base relativa, i settori IT, dei servizi di comunicazione e dei beni di consumo ciclici hanno mostrato la concentrazione di mercato più alta.

I margini di profitto e lordi – in particolare riuscire a mantenere e far crescere i margini a tassi sostenibili – sono a nostro avviso fattori determinanti del potere di pricing, poiché in grado di segnalare una domanda anelastica e la capacità di aumentare la redditività. Al netto delle tendenze di crescita, beni di consumo non ciclici, sanità e IT riportano la stabilità dei margini lordi storicamente più elevata. Mentre sanità, beni di consumo ciclici e non ciclici godono dei margini di profitto più stabili. Per i beni di consumo non ciclici e la sanità significa che sono in grado di aumentare i costi con un impatto relativamente limitato sui loro risultati.

In conclusione i settori con potere di pricing presentano un'elevata stabilità dei margini di profitto, che a nostro avviso si riflette anche in stime degli utili coerenti. Una ragione potrebbe essere che quando i margini sono stabili, dovrebbe essere più semplice trasferire l'aumento dei costi, il che rende più facile prevedere gli utili comportando una minore variabilità. Sulla base dei fattori valutati, i settori dei beni di consumo non ciclici e sanitario dispongono del potere di pricing più forte. A fronte di una crescita globale incerta e di un'inflazione che probabilmente rimarrà elevata nel 1° semestre del 2023, ci aspettiamo che questi settori si dimostrino più resilienti degli altri.

Trasferimento

Il potere di pricing di diversi settori



Asse verticale: Media margine lordo trimestrale su 10 anni **Asse orizzontale:** Deviazione standard rispetto alla variazione del margine lordo QoQ

Ultimo rilevamento: 06.10.2022 **Fonte:** Refinitiv, Credit Suisse

Prospettive per settore

Sanità

Essere difensivi a un prezzo ragionevole
La sanità offre valutazioni allettanti rispetto agli altri settori difensivi e utili analoghi al benchmark MSCI World per il 2023. Sebbene dopo la solida performance del 2022 il premio di valutazione sia aumentato molto rispetto alle azioni globali generali, è ancora il nostro settore difensivo privilegiato. Le attrezzature sanitarie dovrebbero guidare la crescita nel 2023, mentre i prodotti farmaceutici garantire un "cuscinetto" alle valutazioni. Un picco dell'USD potrebbe essere un rischio per il settore, dato che ha beneficiato ampiamente della sua forza nel 2022. Privilegiamo la sanità anche per i suoi fattori di crescita a lungo termine, quali migliore accesso all'assistenza sanitaria nei mercati emergenti, invecchiamento della popolazione e sviluppo di nuove tecnologie (p. es. vaccini a mRNA).

Servizi di comunicazione

Opportunità che emergeranno al picco dei tassi
Nel 2022 il settore dei servizi di comunicazione è stato il peggiore, in quanto i tassi più alti hanno causato un forte declassamento. declassamento causato dai tassi più alti. Il rallentamento generale in corso potrebbe sfavorire i ricavi pubblicitari, ma il peggio della sottoperformance dovrebbe essere superato e con lo stabilizzarsi dei tassi emergeranno opportunità. Le valutazioni non sono più elevate e gli utili dovrebbero ancora crescere due volte più velocemente delle azioni in generale. Secondo noi media e intrattenimento hanno il più alto potenziale di crescita e i titoli delle telecomunicazioni sono convenienti con rendimenti da dividendo allettanti.

Beni di consumo non ciclici

Utili solidi, ma i rendimenti sono un rischio
Il settore dei beni di consumo non ciclici offre società di alta qualità con utili poco volatili e tenuta dei margini, confermandosi una componente attraente del portafoglio nel lungo termine, specie per gli investitori avversi al rischio. Da sempre il settore è correlato negativamente ai rendimenti e, sebbene questi siano aumentati nel 2022, la performance è stata resiliente. Il prezzo non ha risentito del loro rialzo, il che è un rischio chiave insieme a un'eventuale ripresa della crescita (che per questo settore difensivo dovrebbe tardare rispetto ai mercati azionari generali). Se però i timori sulla crescita rimarranno elevati, potremmo assistere a un costante consolidamento del mercato, con una migliore tenuta dei settori difensivi.

Energia

Un 2023 più difficile
Il settore dell'energia ha brillato nel 2022, ma il 2023 si prospetta più difficile. La forte generazione di flussi di cassa e la disciplina del capitale offrono ancora margine, ma gli attuali prezzi energetici appaiono insostenibili, poiché dal nostro punto di vista l'offerta non OPEC continuerà ad aumentare e la domanda a rallentare. Nel 2023 gli utili dovrebbero quindi calare più che negli altri settori, salvo i materiali. I titoli di esplorazione e produzione saranno probabilmente i più vulnerabili, seguiti dalle società integrate di petrolio e gas. Meglio per attrezzature e servizi dato che le spese in conto capitale dovrebbero rimanere stabili (è probabile che le attività di estrazione e raffinazione siano ancora redditizie nel 2023).

Beni di consumo ciclici

Preferiti i segmenti di fascia alta
Prevediamo buoni risultati nel 2023 per i segmenti esposti ai consumatori premium, come i beni di lusso. Il settore mostra tenuta dei margini e potere di pricing elevati, il che dovrebbe essere positivo in un contesto di crescita globale incerta. Le valutazioni sono allettanti e i consumi per il settore dovrebbero rimanere sostenuti, data la clientela target e la riapertura dell'economia cinese. Gli elementi più ciclici potrebbero però subire pressioni nel 1° semestre 2023 con il calo della domanda globale.

Settore finanziario

Il margine d'interesse guiderà gli utili a fronte dei rischi di recessione
I titoli finanziari dovrebbero beneficiare molto dei tassi più alti, spingendo interessi attivi e utili, ma il rallentamento della crescita globale e i rischi di recessione richiedono una visione più bilanciata del settore nel 2023. Rispetto alle recessioni passate, appare più resiliente dato che le banche sono ben capitalizzate e meglio posizionate per affrontare la crisi, grazie a requisiti normativi e bilanci sani che offrono la possibilità di assorbire eventuali perdite. I fondamentali sono allettanti grazie alle basse valutazioni e al miglioramento degli utili favorito dai tassi più alti. Salvo una forte flessione, nel 2023 il settore dovrebbe ottenere buoni risultati.

Industria

I rischi di recessione incombono
L'industria è il settore più sensibile all'attività economica, soprattutto i segmenti manifatturiero e della produzione industriale. Secondo i nostri economisti la domanda di beni è già in recessione e vi sarà un forte rallentamento dello slancio della produzione industriale. I segmenti dei beni strumentali e trasporti risentiranno della crescita globale lenta e dei rischi di recessione, quelli aerospaziale e della difesa invece continueranno a beneficiare dei rischi di un'escalation del conflitto e delle tensioni geopolitiche. In generale, la performance sarà simile a quella del benchmark MSCI World, con rischi di ribasso crescenti nel 2023.

Tecnologia dell'informazione

Ritorna l'attenzione sugli utili
Il settore ha perso terreno nel 2022 poiché è molto sensibile all'aumento dei rendimenti. Sebbene alcuni ostacoli rimarranno finché le banche centrali non termineranno l'inasprimento, allo stabilizzarsi dei rendimenti i mercati dovrebbero riconcentrarsi sui fondamentali allettanti del settore. Al momento l'IT appare equamente valutato con un potenziale di crescita degli utili maggiore nonostante il rallentamento generale. La sua capacità di mantenere i margini elevati (margine di profitto netto vicino al 20%, quasi il doppio di quello dell'MSCI World) è decisamente interessante nel contesto attuale. Nei sottosettori, software e servizi offrono la stabilità degli utili maggiore data la loro elevata quota di ricavi ricorrenti.

Materiali

Utili a rischio
I titoli dei materiali hanno resistito bene a inizio 2022 per poi soccombere all'ampio sell-off azionario. Data l'elevata ciclicità del settore, prevediamo pressioni maggiori nel 2023.
Secondo i nostri economisti il settore dei beni è il più esposto al rallentamento economico in corso, dato che più del 90% dei prodotti manifatturieri necessita, di prodotti chimici. Anche per i metalli e il settore estrattivo si prospetta un periodo di domanda debole, dato che la spesa per abitazioni e infrastrutture si è ridotta e i costi medi dell'energia più alti limitano i margini. Pertanto, nel 2023 il settore dovrebbe subire la più forte contrazione degli utili, costringendo le aziende a ridurre gli investimenti e i dividendi e a rallentare le attività.

Servizi di pubblica utilità

Regolamentazione e rinnovabili in primo piano
Nel 2022 il settore dei servizi di pubblica utilità è stato uno dei più resilienti, beneficiando delle condizioni di mercato avverse vista la sovraperformance dei difensivi. Prevediamo che il contesto generale, con l'aumento dei rischi di recessione e il rallentamento della crescita, continui a favorire il settore nel 2023. Gli utili dovrebbero essere solidi ma la valutazione elevata. Vi sarà sempre più attenzione ai rischi normativi e alla transizione alle rinnovabili in corso, dati i rischi di interruzione energetica persistenti. La performance è in linea con il benchmark MSCI World, ma una recessione/un rallentamento più forte del previsto farebbe propendere per una sovraperformance costante nel 2023.

Stili azionari

Focus sulla qualità in un contesto incerto
Il 2022 è stato un anno difficile per gli stili azionari, data la forte tendenza negativa del mercato a seguito di banche centrali molto aggressive e degli eventi geopolitici. Gli stili difensivi, p. es. dividend e a volatilità minima, insieme al value hanno avuto risultati migliori in termini relativi, sostenuti da rendimenti del benchmark più alti. Nel 2023, con il difficile contesto generale e l'incertezza persistente, puntare sullo stile quality offrirà l'esposizione desiderata, dato che si concentra su utili stabili, una leva contenuta e un elevato rendimento del capitale proprio (RoE), il che dovrebbe essere positivo a fronte degli ostacoli previsti. Tuttavia, se le condizioni generali dovessero peggiorare più in fretta e in misura maggiore di quanto atteso, sarebbe prudente optare per gli stili a volatilità minima e, in certa misura, dividend, siccome il value è più esposto negativamente a una vera e propria recessione.

Prospettive per regione

Stati Uniti d'America

Utili solidi ma valutazione relativamente alta
Brusco declassamento per le azioni statunitensi nel 2022 a seguito del forte aumento dei tassi della Fed. In particolare il settore tecnologico, a cui gli USA sono molto esposti, ha subito forti pressioni. Tuttavia, sebbene il mercato azionario americano offra utili relativamente stabili, continua a scambiare a un prezzo superiore al resto del mondo. La crescita dovrebbe rallentare ma le prospettive economiche sono ancora migliori di quelle europee, data la minore dipendenza dalle importazioni di energia. Per le azioni USA, riteniamo che il 2023 sarà diviso in due parti distinte. Finché la politica restrittiva della Fed continuerà e i rendimenti rimarranno alti, le azioni avranno una performance piuttosto modesta. Potranno recuperare dopo che i mercati inizieranno a scontare una Fed meno aggressiva.

Eurozona

Rischi geopolitici e di crescita offuscano le prospettive
In vista del 2023 siamo cauti sulle azioni dell'eurozona e prevediamo che i mercati restino sollecitati dai continui venti macroeconomici contrari che gravano sulla regione. I nostri economisti si aspettano una recessione già nel 2023, e i rischi geopolitici complicano ulteriormente le prospettive. La crescita degli utili dovrebbe essere inferiore a quella dell'indice MSCI World, per via del forte peggioramento delle prospettive per consumatori e imprese. Qualsiasi accordo di pace sull'Ucraina rappresenterebbe uno sviluppo positivo per l'eurozona.

Regno Unito

Valutazione favorevole, crescita debole
Nel 2022 le azioni britanniche hanno sovraperformato quelle globali (in termini di valuta locale), spinte da una maggiore crescita degli utili grazie alla composizione settoriale del mercato (maggiore esposizione a energia e difensivi). Inoltre hanno beneficiato fortemente del deprezzamento della GBP nel 2022, dato che la maggioranza dei loro ricavi proviene dai mercati internazionali. In prospettiva, il Regno Unito continua a negoziare a un livello di valutazione interessante e presenta uno dei rendimenti da dividendo più elevati dei mercati sviluppati. Molti di questi vantaggi sono però compensati da previsioni sugli utili negative per i prossimi due anni. Con un accordo commerciale con l'UE in sospeso e incertezze geopolitiche, al momento non vediamo alcun catalizzatore che permetta alle valutazioni di recuperare.

Svizzera

Caratteristiche difensive attraenti in un contesto incerto
Il mercato azionario elvetico è orientato ai settori difensivi, dato che sanità e beni di consumo non ciclici rappresentano oltre il 60% del benchmark. Pertanto, le azioni svizzere tendono a sovraperformare quando gli indici PMI calano e viceversa. A nostro avviso, dunque, sovraperformeranno in un contesto volatile e di crescita lenta, con prospettive per il 2023 relativamente positive di crescita a due cifre degli utili. Sebbene rappresenti un rischio per il mercato svizzero orientato alle esportazioni, in passato le aziende elvetiche si sono adattate rapidamente a un CHF più forte.

Giappone

La valuta al centro di tutto
Il Giappone ha sovraperformato gli altri mercati azionari nel 2022 perlopiù grazie agli effetti valutari. Mentre la maggior parte delle banche centrali attuava una politica aggressiva, la BoJ è rimasta accomodante, il che ha pesato sul JPY. Crediamo che la dinamica valutaria rimarrà un fattore decisivo per le azioni giapponesi nel 2023. In sostanza, sebbene le sue azioni rimangano a buon mercato, il Giappone è un mercato molto ciclico e potrebbe risentire del rallentamento economico in corso.

Asia

La ripresa rimane lontana
Le azioni asiatiche hanno subito pressioni nel 2022 in quanto la politica cinese "zero COVID-19", il rallentamento della crescita globale e la forza dell'USD hanno pesato sugli utili regionali. Riteniamo che il 2023 sarà un altro anno difficile per la regione: l'inasprimento delle condizioni monetarie rallenterà le economie asiatiche portando a una crescita degli utili modesta. Sebbene le valutazioni siano a livelli ragionevoli e il posizionamento estero rimanga contenuto, manca un catalizzatore per una forte ripresa. Prevediamo che, finché non ci sarà flessibilità sulla politica "zero COVID-19", l'economia cinese rimarrà debole anche con condizioni monetarie e fiscali più accomodanti. Al contrario, i mercati dell'Asia meridionale dovrebbero beneficiare della ripresa post-COVID. Su base relativa, negoziano però a un prezzo molto superiore, il che suggerisce che gran parte della ripresa sia già stata scontata. Riteniamo quindi che la performance delle azioni della regione sarà analoga a quella dei pari globali. In Asia prediligiamo i titoli legati alla spinta cinese alla sostenibilità, poiché il settore gode di un forte sostegno statale e sta registrando una robusta crescita degli utili.

America latina

Isolamento geografico come fattore positivo
Dopo la buona performance del 2022, nel 2023 le azioni dell'America latina dovrebbero offrire rendimenti interessanti. La regione dovrebbe beneficiare di una riorganizzazione delle catene di fornitura, il che darà una spinta all'economia. I finanziari (25% dell'indice MSCI Emerging Markets Latin America) dovrebbero rimanere ben sostenuti da tassi elevati. Siccome i rialzi sono stati applicati in anticipo rispetto agli altri Paesi, potrebbero verificarsi tagli già nel T2 2023 avvantaggiando il mercato. Le valutazioni sono allettanti e i rendimenti da dividendo rimangono interessanti a circa il 7,8%. Probabilmente l'andamento dei prezzi delle materie prime avrà un forte impatto sui rendimenti e vi sarà una certa volatilità, dato che la transizione politica in Brasile potrebbe introdurre regole e normative fiscali nuove per alcuni settori. A nostro avviso, però, le azioni latinoamericane potrebbero beneficiare dell'interruzione delle catene di fornitura globali e dei prezzi medi delle materie prime alti rispetto agli altri mercati emergenti.

Europa orientale, Medio Oriente e Africa

Un chiaro punto di forza nella regione
Prevediamo una performance analoga al benchmark MSCI Emerging Markets (EM) per i mercati EEMEA nel 2023 preferendo, all'interno dell'area, quelli del Medio Oriente/Consiglio di cooperazione del Golfo (GCC). La regione EEMEA ha subito forti turbamenti nel 2022, visti gli shock geopolitici e l'impennata dei prezzi dell'energia, determinando performance diversificate nei mercati. Quelli dell'Europa orientale, ad esempio, hanno risentito della guerra in Ucraina e dei relativi disagi energetici, che crediamo saranno un ostacolo anche nel 2023. I rendimenti del Sudafrica dovrebbero essere in linea con il benchmark, dato che le prospettive degli utili si sono indebolite per via del calo dei prezzi dei metalli e dei timori per la crescita globale. I mercati del Medio Oriente/GCC si sono mostrati molto resilienti e sono prossimi a generare i rendimenti più solidi a livello globale per il secondo anno consecutivo. A determinarli sono stati tre fattori chiave: prezzi del petrolio elevati, che dovrebbero generare un avanzo cumulativo delle partite correnti superiore a USD 1000 mia. nei prossimi tre anni; piani di trasformazione economica che hanno permesso al settore non petrolifero di prosperare, soprattutto in Arabia Saudita e negli EAU; e una costante pipeline di offerte pubbliche iniziali e un allentamento delle restrizioni sui limiti di proprietà straniera che hanno fatto sì che il peso del GCC nel benchmark MSCI EM passasse dall'1,4% nel 2018 a circa l'8% agli inizi del T4 2022. Riteniamo che tali fattori permarranno nel 2023, anche se con un'intensità inferiore ai due anni precedenti. Infine, gli investitori istituzionali dei ME hanno una bassa esposizione alla regione, il che dovrebbe mantenere gli afflussi esteri strutturalmente "più stabili" nei prossimi anni. Alla luce di ciò, prevediamo che il GCC rimanga il punto di forza e offra rendimenti nettamente più difensivi rispetto all'universo generale dei ME nel 2023.

Ancora una fase di debolezza in vista per i mercati azionari cinesi

Riteniamo che i mercati azionari cinesi registreranno performance deludenti per la prima metà del 2023, riprendendo la tendenza aggressiva al ribasso di inizio 2021. Hong Kong, con l'indice Hang Seng che ha messo a segno un massimo pluriennale, potrebbe accusare le perdite maggiori. Tale prospettiva sfavorevole è poi rafforzata dagli indicatori di ampiezza e volumi, e dall'indebolimento del del CNY rispetto all'USD. Da molti settori provengono inoltre storie negative.

Il mercato che continua a preoccuparci di più è Hong Kong, dove l'indice Hang Seng ha superato il precedente minimo YTD e i minimi del 2016 di 18 279/235 facendo mancare un importante e consolidato pilastro di sostegno e segnando un massimo pluriennale che segnala una tendenza al ribasso di lungo periodo, con alcuni nuovi forti ribassi già registrati a ottobre. Questa recente debolezza ha lasciato le azioni cinesi in forte ipervenduto e ravvisiamo la possibilità di una fase di consolidamento verso la fine dell'anno per superare questa condizione di eccessiva valutazione. Con i top rilevati, tuttavia, si tratterà solo una pausa temporanea in vista di un'eventuale ripresa della tendenza ribassista di fondo fino a 14 560 e successivamente a 12 885, ovvero al ritracciamento del nostro obiettivo di 61,8% del rialzo segnato nel 1974.

La ripresa dell'indice MSCI China dopo il minimo di marzo 2022 è stata bloccata prima dell'abbassamento della media su 200 giorni, e le pressioni al ribasso hanno rapidamente ripreso piede in ottobre, portando l'indice al di sotto della potenziale neckline del minimo di marzo fino al minimo pluriennale di ottobre 2011; riteniamo possibile un breve movimento al minimo del 2016 a 47,99. Dato il forte ipervenduto del mercato, questo livello potrebbe per il momento consolidarsi, ma se il valore di 47,99 dovesse essere superato, si confermerebbe un massimo pluriennale e una tendenza al ribasso ancora maggiore, con il supporto al minimo del 2011 a 44,48. Per quanto riguarda il Shenzhen CSI 300 Index, all'inizio del 2022 è stato stabilito un ampio e importante top "testa e spalle" che ha segnato, secondo i nostri analisti tecnici, un cambiamento di tendenza di lungo termine al ribasso, con un brusco calo del mercato fino alla fine di aprile. Pur continuando a intravedere la possibilità di un ulteriore consolidamento del nostro prossimo obiettivo/supporto a 3503 – il minimo chiave del 2020 – non scorgiamo alcuna ragione tecnica che impedisca la ricerca di una rottura a tempo debito, con il supporto del ritracciamento di Fibonacci pari a 61,8% dell'intera tendenza rialzista dai minimi del 2008 a 3259, e quindi una tendenza rialzista sul lungo termine dai minimi del 2008, attualmente a 3155.

Un ulteriore recente fattore negativo per le azioni cinesi è stato il forte indebolimento del CNY/CNH rispetto all'USD, dato che di norma queste fasi di baisse penalizzano il mercato azionario. Riteniamo che la debolezza attuale sia correttiva e continuamo a pensare che il cambio USD/CNY dovrebbe salire ancora nei prossimi 3–6 mesi, con la prossima resistenza a 7,42/745, un livello di ritracciamento di Fibonacci a lungo termine del 61,8%, e poi a 7,780.

Aspettative d'inflazione USA in calo nel 2023

Riteniamo che le aspettative d'inflazione di breakeven (BEI) a 10 anni negli USA segneranno un ribasso nel 2023, ciò che dovrebbe limitare il potenziale rialzo dei rendimenti nominali.

Questa prospettiva si basa sulla conferma di un significativo top del modello "testa e spalle" per i valori BEI su 10 anni. Al momento l'inflazione realizzata rimane elevata ed è difficile prevedere aspettative in calo. Tuttavia, riteniamo che questo importante picco indichi che il mercato sta scontando una maggiore possibilità di recessione nel 2023, con conseguente forte riduzione dell'inflazione. Alla luce di tutto ciò, il mercato mantiene il supporto iniziale corrispondente al ritracciamento del 38,2% del rialzo del 2020/22 a 208 pb, ma a un certo punto si verificherà una rottura al ribasso, con i prossimi livelli di supporto a 200 pb, poi a 182/177 pb, con un livello target valutato a 150/146,5 pb. Con un'inflazione realizzata ancora alta, non crediamo che tale livello sarà raggiunto rapidamente. La resistenza chiave è a 258 pb.

Un forte aumento delle aspettative d'inflazione USA dovrebbe limitare il potenziale di rialzo dei rendimenti obbligazionari nominali nel 2023, anche se questo si verificherà solo quando i dati BEI inizieranno a diminuire a ritmo sostenuto e ci saranno segnali tecnici che i rendimenti reali USA a 10 anni potrebbero aver raggiunto il picco secondo i nostri analisti tecnici.

Infine, la forte e crescente inflazione ha determinato una debole performance della maggior parte delle classi di asset tradizionali nel 2022, con obbligazioni e azioni eccezionalmente correlate, avendo entrambe subito ampi drawdown. Riteniamo che un calo delle aspettative d'inflazione contribuirà a ripristinare una più normale correlazione negativa tra obbligazioni e azioni nel 2023, determinando un importante top del rapporto azioni-obbligazioni e una notevole sottoperformance delle azioni nei prossimi 3–6 mesi.

Divise guidate da politica monetaria e crescita

Prevediamo che l'USD rimanga sopravvalutato nel 2023. La svolta nella forza del dollaro USA dipende perlopiù da un cambio della politica monetaria americana e dal miglioramento delle prospettive di crescita globale. La forte svalutazione del JPY dovrebbe invertire la rotta a patto che la Bank of Japan (BoJ) rinunci alla politica di controllo della curva dei rendimenti. Le valute dei mercati emergenti (ME) dovrebbero nel complesso rimanere deboli. Infine, una gestione attiva delle divise (FX) sarà cruciale data l'accresciuta volatilità e i rapidi cambiamenti nelle forze che le guidano.

Nel 2022 l'indice USD (DXY) si appresta a registrare una delle migliori performance annuali degli ultimi decenni. Riteniamo che questa forza insolita, che ha creato una notevole sopravvalutazione del DXY, sia giustificata. L'economia USA si è mantenuta solida e il suo mercato del lavoro rigido. Data l'inflazione molto più alta del suo obiettivo, la Fed ha avviato il più rapido inasprimento di politica monetaria degli ultimi decenni. Ciò ha prodotto un importante sostegno all'USD grazie all'aumento dell'attrattiva del carry. Inoltre, alla luce del sentiment di rischio globale negativo, le caratteristiche di bene rifugio del dollaro si sono rivelate interessanti. È probabile che entrambi i fattori resteranno anche nel 2023 e che l'USD rimarrà ampiamente sopravvalutato per tutto l'anno. Potrebbe esservi una svolta nella seconda metà dell'anno qualora i suddetti catalizzatori chiave perdano forza o invertano il trend. Come dire che occorrerebbero una virata accomodante della Fed e prospettive economiche globali migliori perché l'USD restituisca i guadagni.

Il deprezzamento del JPY è destinato a cambiare col tempo

Il JPY è stata la valuta del G10 che più ha risentito dei crescenti differenziali di tassi nel 2022. Si prevede che la BoJ continuerà la sua politica di controllo della curva dei rendimenti (YCC) almeno fino a marzo 2023. Pertanto, la pressione sul JPY potrebbe rimanere forte nonostante il recente intervento per arginarne il deprezzamento. È dal 2014 che il Giappone non assisteva a un aumento delle pressioni inflazionistiche, e il forte ribasso del JPY nel 2022 potrebbe favorire l'inflazione dei prezzi all'importazione. Un rischio chiave è che la BoJ ponga fine alla politica YCC nel 2023. Siccome la Fed potrebbe assumere un atteggiamento meno aggressivo nel 2023, tale combinazione porrebbe fine alla forte svalutazione del JPY modificando sensibilmente la nostra sottostima del 40% rispetto all'USD.

Strategia FX attiva e flessibile

La volatilità delle divise è aumenta nel 2022, raddoppiando rispetto a inizio anno. Non prevediamo un rialzo simile nel 2023, ma ci aspettiamo che la volatilità rimanga storicamente elevata. Il rallentamento della crescita globale (o la recessione in alcuni Paesi), la stentata normalizzazione dell'inflazione e le incertezze geopolitiche persistenti delineano un altro anno di possibili forti oscillazioni sui mercati. Pertanto, a nostro avviso una gestione FX attiva e flessibile è essenziale per gli investitori. Il riemergere di rischi periferici nell'eurozona potrebbe costringere la BCE a intervenire o riaprire la discussione sull'emissione di debito per arginare un potenziale indebolimento dell'euro, il che richiederà una gestione dinamica delle posizioni in EUR.

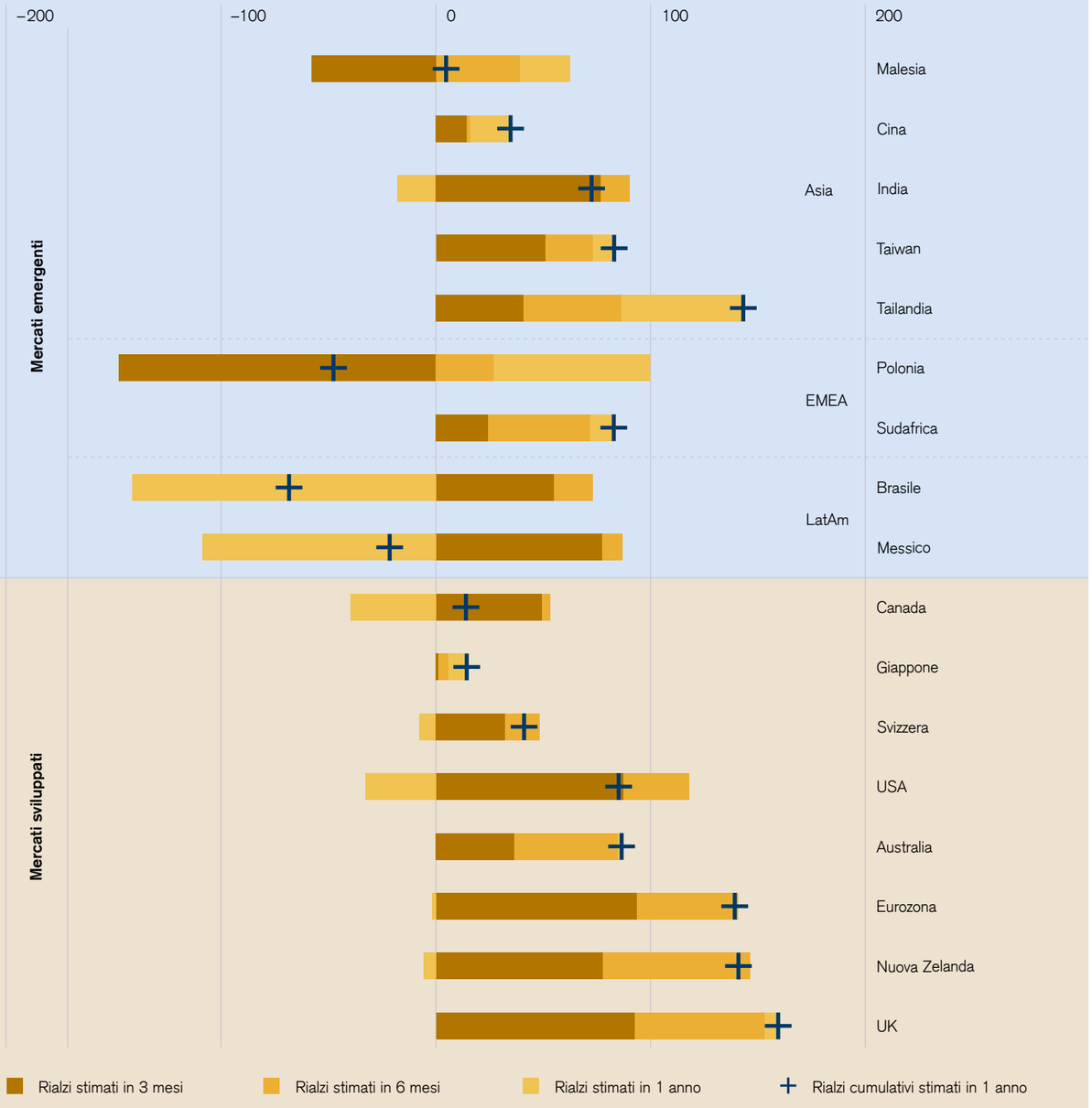
Rischi di crescita e carry ridotti ostacolano i ME

Nel 2022 le valute dei ME hanno tenuto bene rispetto alla maggioranza di quelle dei mercati sviluppati (MS). Tuttavia le loro prospettive rispetto all'USD continuano a essere difficili, nonostante le valutazioni già a buon mercato. A inizio 2023 l'inasprimento delle condizioni finanziarie globali e una politica aggressiva della Fed dovrebbero continuare a sostenere l'USD, che nella seconda metà dell'anno potrebbe perdere parte della sua forza. Ma i rischi di recessione potrebbero ancora gravare sulle valute dei ME, sebbene si preveda che l'attività economica di questi Paesi tenga leggermente meglio di quella degli USA. Inoltre, dato l'anticipo della dinamica inflazionistica e dell'inasprimento monetario nei ME rispetto ai mercati sviluppati, alcune banche centrali dei ME potrebbero allargare le maglie prima della Fed riducendo ulteriormente il margine di carry e il carry corretto per il rischio alla luce dell'elevata volatilità. Un contesto difficile per i prezzi delle materie prime risulterebbe favorevole per l'inflazione nei ME ma nuocerebbe ulteriormente agli scambi, fattore di sostegno chiave per le valute dei ME nella prima metà del 2022. Tra le divise dei ME consigliamo prudenza per quelle più esposte al rischio di recessione dei mercati sviluppati, alle tensioni geopolitiche e al rallentamento della Cina. In tale contesto, le valute dell'Europa orientale sembrano molto vulnerabili - p. es. il PLN, date le forti relazioni commerciali della Polonia con l'UE e la vicinanza geografica alla guerra in Ucraina.

La debolezza del CNY dovrebbe persistere

È probabile che le divise asiatiche rimangano deboli nella prima parte del 2023, data la tendenza resiliente dell'USD. Si può prevedere una certa difformità nella regione, in base al livello di dipendenza dalle esportazioni manifatturiere, più suscettibili al rallentamento della domanda globale rispetto alle materie prime e ai servizi. Questa è una delle ragioni principali per cui è probabile che il CNY si indebolisca, insieme alla possibile accelerazione delle importazioni quando la politica fiscale e monetaria espansiva comincerà a ripercuotersi sull'economia reale nei prossimi mesi. Inoltre, l'allentamento delle restrizioni COVID-19 potrebbe ravvivare i flussi turistici in uscita e ridurre l'avanzo delle partite correnti dall'attuale 2% del PIL a un livello più vicino allo 0,5% pre-pandemia. Con il CNY ancora del 3%-4% al di sopra dei massimi pre-COVID in termini ponderati su base commerciale, prevediamo che le autorità non temano un forte deprezzamento. L'IDR dovrebbe rafforzarsi nel 2023, grazie al suo surplus commerciale e al carry interessante rispetto all'USD (tra i più alti della regione).

Tassi di riferimento impliciti in economie dei MS e ME selezionate
In punti base



Nota: I rialzi dei tassi desunti dal mercato relativi ai prossimi 12 mesi sono indicati a destra, mentre i tagli a sinistra. Il simbolo + indica dove il mercato si aspetta siano posizionati i tassi tra 12 mesi rispetto ai livelli odierni, p. es. i rialzi dei tassi desunti dal mercato e i tagli nei prossimi 12 mesi su base netta (p. es. cumulativa).

Ultimo rilevamento: 10.11.2022 **Fonte:** Bloomberg, Credit Suisse

Rimanere selettivi

Riteniamo che il contesto immobiliare sarà più difficile nel 2023 a causa dei tassi d'interesse più alti e della crescita economica più debole. Privilegiamo gli immobili quotati a quelli diretti e continuiamo a preferire i settori con forti fattori di domanda secolare.

Le prospettive di rendimento dei mercati immobiliari globali subiscono l'aumento dei tassi e l'indebolimento della crescita economica, ma sono in parte sostenute da un legame all'inflazione intrinseco per via degli affitti contrattuali. I tassi d'interesse più alti aumentano il costo di finanziamento e penalizzano le valutazioni immobiliari con tassi di sconto più elevati, mentre l'attività economica più debole pesa sulla domanda degli affittuari, soprattutto in segmenti più ciclici come uffici e retail. È positivo che gli affitti possano essere indicizzati all'inflazione o maggiorati di un importo fisso nel corso della durata contrattuale, offrendo una parziale copertura contro l'inflazione elevata. Gli immobili quotati hanno registrato un calo nei primi nove mesi del 2022 mentre le valutazioni degli immobili diretti sono state resilienti. Riteniamo infatti che non abbiano ancora scontato i venti contrari del settore.

Immobili quotati: privilegiamo Stati Uniti e Svizzera a eurozona e Regno Unito
Le valutazioni nei mercati immobiliari quotati riflettono, almeno in parte, le difficili prospettive dei mercati immobiliari: i multipli sono scesi nel corso del 2022 e sono ora prossimi ai loro valori medi di lungo termine. A livello regionale prevediamo che nel 2023 gli immobili statunitensi beneficeranno di una crescita economica inferiore seppur positiva e di una maggiore esposizione a settori sostenuti dalla forte crescita strutturale come logistica, self storage e data center. Gli immobili quotati dell'eurozona vengono invece scambiati con uno sconto sul NAV di oltre il 50%, ma riteniamo che i venti contrari resteranno considerevoli, specie nella prima metà del 2023 con i tassi d'interesse in aumento e l'economia più debole. Lo stesso vale per gli immobili quotati del Regno Unito, mentre quelli svizzeri sono favoriti da una crescita economica più resiliente e pressioni inflazionistiche minori. In particolare, privilegiamo i fondi immobiliari svizzeri, che dovrebbero beneficiare di prospettive positive per i mercati immobiliari residenziali a fronte di valutazioni modeste, grazie ai livelli dei premi rispetto ai NAV analoghi a quelli durante la crisi finanziaria globale.

Immobili diretti: focus sulla crescita degli affitti
Con la possibile pressione sulle valutazioni nel 2023 ci aspettiamo maggiore cautela nelle nuove acquisizioni. Si prevede infatti che i rendimenti degli immobili prime aumenteranno in media di 100 pb, mentre i valori degli immobili dovrebbero calare tra il 15% e il 20% in tutti i settori entro fine 2023 secondo Property Market Analysis. Pertanto le valutazioni saranno più attraenti, con eventuali opportunità di investimento nel corso del 2024. Tuttavia, ci aspettiamo diminuzioni meno pronunciate nei segmenti con crescita positiva degli affitti (p. es. residenziale o logistica) per via dell'andamento favorevole di domanda-offerta. Gli immobili logistici dovrebbero continuare a beneficiare della crescente penetrazione dell'e-commerce, dell'aumento delle scorte e degli sforzi di onshoring, sostenendo la domanda anche in caso di rallentamento economico. Nel segmento degli uffici, la maggiore propensione delle persone a lavorare da casa rimarrà una sfida per immobili di qualità superiore con un buon punteggio in termini di criteri ambientali, sociali e di governance (ESG).

Migliori prospettive di rendimento

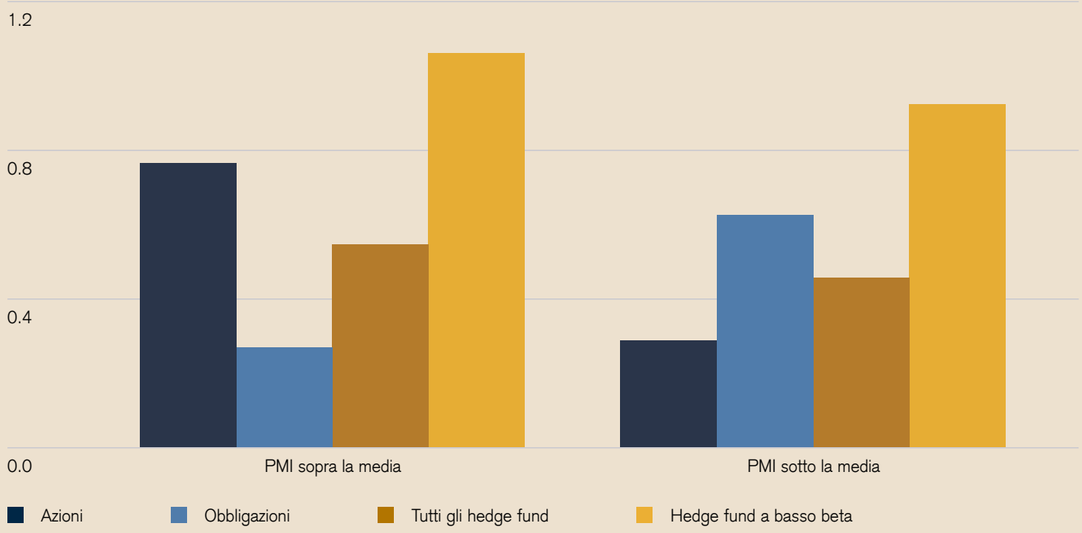
Nel 2023 gli hedge fund dovrebbero registrare una performance migliore delle attività tradizionali rispetto al passato. La selettività è essenziale pertanto segnaliamo come possibili opzioni di rendimento nei portafogli tradizionali investimenti alternativi di tipo market neutral, relative value multi-strategy e rendimento privato.

Nel 2022 gli hedge fund (HF), e soprattutto le strategie a beta ridotto, hanno offerto la sovraperformance migliore rispetto ad azioni e obbligazioni globali sin dal lancio degli indici HF negli anni Novanta. Con i tassi d'interesse in aumento, il rallentamento della crescita economica e l'inflazione ancora elevata, gli extra-rendimenti degli hedge fund dovrebbero rimanere più alti rispetto alle azioni e obbligazioni tradizionali che nell'ultimo decennio, con un potenziale di rendimento in miglioramento grazie alla gestione attiva e a fattori di rendimento alternativi.

Strategie che beneficiano di tassi e inflazione in aumento

I gestori di HF dovrebbero sfruttare l'ampia dispersione di performance tra le aziende legata a sensibilità all'inflazione, potere di pricing e leva finanziaria di quest'ultime. È probabile che le strategie market neutral offrano un profilo di rendimento asimmetrico, con più potenziale di rialzo e un ribasso limitato nelle aziende più solide. Inoltre, tassi d'interesse più alti e un contesto di crescita debole dovrebbero determinare un potenziale di rendimento maggiore da fattori di rendimento alternativi, come carry e inversione media, a vantaggio delle soluzioni relative value multi-strategy. L'alta inflazione favorisce anche strategie di rendimento alternative come credito privato e infrastrutture. Le aree d'interesse chiave sono le attività sostenibili come l'energia pulita e i trasporti, che beneficiano di una maggiore spesa fiscale. Le grandi differenze tra le performance migliori e peggiori sottolineano però ancora una volta l'importanza di selezione e due diligence.

Performance positiva degli hedge fund in tempi difficili
Performance di diverse classi d'investimento in periodi di indici dei direttori agli acquisti (PMI) forti e deboli: dal 2000



Ultimo rilevamento: 10.2022 **Fonte:** Bloomberg, Credit Suisse

Opportunità in evoluzione

Con la crescita più lenta e l'aumento dei tassi è probabile che i prezzi degli asset rimangano sotto pressione. I mercati privati dovrebbero registrare flessioni più moderate di quelli pubblici, mentre le quotazioni minori dovrebbero offrire nuove opportunità d'investimento. Essenziale un approccio molto selettivo.

Il rallentamento della crescita economica e l'aumento dei tassi d'interesse mettono sotto pressione le valutazioni, cosa a cui il private equity non è immune. Per il capitale privato già investito prevediamo ulteriori flessioni su vasta scala, ma meno marcate che nei mercati pubblici. Per i nuovi investimenti e i fondi in fase d'investimento, le perdite di corso delle azioni e la volatilità sui mercati dei capitali potrebbero convertirsi in opportunità migliori. Inoltre, i livelli record di capitale impegnato ma non investito ("dry powder") offrono opportunità e flessibilità per investire a prezzi più convenienti. Da notare che i vintage (ossia i capitali) allocati nelle fasi di debolezza del ciclo tendono a ottenere risultati migliori.

Mercato secondario e debito privato: prospettive di rendimento migliori

Alla luce dell'alta volatilità e dei prezzi più allettanti, segnaliamo i cosiddetti secondary manager, ovvero veicoli gestiti attivamente che si focalizzano su imprese con bassi livelli di valutazione. Tali fondi offrono una buona diversificazione con oltre 200 posizioni, trasparenza dei prezzi (dato che i loro portafogli sono ben finanziati) e tassi di perdita più contenuti. Anche gli sconti più elevati osservati quest'anno per i NAV sono un elemento favorevole. Il debito privato offre un'ulteriore alternativa, in quanto il rialzo dei tassi di riferimento e dei premi di rischio migliora il potenziale di rendimento futuro, soprattutto data la remunerazione variabile. I rendimenti più alti però sono in parte compensati da tassi di default maggiori in un contesto macroeconomico debole. Prediligiamo quindi il prestito diretto – la sua componente più resiliente – in quanto prioritario in termini di struttura del capitale, con default minori e, in genere, tassi di recupero migliori.

Coinvestimenti: approccio personalizzato con spese più basse

Agli investitori esperti con elevata tolleranza al rischio segnaliamo i coinvestimenti. Con questa formula, i coinvestitori assumono partecipazioni di minoranza insieme al gestore e intervengono attivamente nel processo di selezione dei deal e di costruzione del portafoglio: ciò permette un approccio più personalizzato, molto selettivo e proattivo con spese e commissioni notevolmente inferiori. Un investitore può scegliere una regione, un settore o gestore, conciliando al contempo gli impegni d'investimento con le sue esigenze di flusso di cassa. Date le spese e commissioni inferiori, questi investimenti - se redditizi - sovraperformano costantemente i mercati privati. Tuttavia, la volatilità e i drawdown legati ai coinvestimenti sono più alti che nei mercati privati, ma più bassi che nei mercati pubblici.

Rimanere selettivi e ben diversificati

Gli ultimi anni di turbolenza ci hanno insegnato che diversificazione, differenziazione e competenze specializzate sono essenziali. Gli investimenti nel mercato privato si basano su conoscenze, know-how e approccio imprenditoriale orientato alla prassi, con rendimenti legati alla capacità del gestore specifico di fare le scelte giuste, a prescindere dalle condizioni del mercato dei capitali. Riteniamo che l'allocazione sistematica a gestori esperti e ben selezionati in diversi settori, aree geografiche e vintage costituisca la base di un portafoglio resiliente.

Accelerare la transizione

È probabile che lo scenario per le materie prime cicliche rimanga difficile e volatile, favorendo soluzioni attive ai benchmark passivi. Le forti pressioni (p. es. su offerta e prezzo) nei mercati dell'energia accelereranno la transizione energetica e le flessioni dei prezzi del carbonio potrebbero offrire opportunità più a lungo termine. Si potrebbero anche valutare le opzioni sul rialzo dell'oro.

È stato un 2022 turbolento per le materie prime. L'offerta sui mercati fisici era limitata già a inizio anno, ma la guerra in Ucraina e il suo impatto sulle catene di fornitura hanno incrementato la pressione innalzando i prezzi. Intanto, sebbene i prezzi abbiano stimolato una certa risposta della domanda, le riserve di fornitura rimangono basse e i rischi di interruzione elevati. Inoltre i venti macroeconomici contrari aumentano, dato che i prezzi elevati e il forte irrigidimento delle banche centrali hanno iniziato a frenare i consumi, causando una probabile crescita inferiore al trend nel 2023. È quindi plausibile, salvo altri eventi geopolitici inattesi, che le pressioni sulle scorte si allentino facendo sì che i deporti estremi nelle curve a termine delle materie prime, segno di scarsità fisica, si riducano. Per gli investitori, ciò favorisce soluzioni attive e/o sistematiche ai benchmark passivi, dato che nella fase attuale è essenziale gestire le curve per generare extra-rendimenti.

Contesto migliore per l'oro

Le materie prime sono attività cicliche in misura variabile nei vari sottosettori. I metalli di base e l'energia sono più sensibili al ciclo economico mentre i metalli preziosi più difensivi. Inoltre la domanda di beni agricoli mostra meno elasticità di quella delle materie prime "dure". A inizio 2023, lo scenario potrebbe essere ancora sfavorevole per i mercati ciclici. Tuttavia, la rigidità delle banche centrali sembra prossima a superare il picco, il che gioverebbe ai metalli preziosi, in particolare all'oro. Siccome le banche centrali potrebbero causare un forte crollo della crescita, ravvisiamo rischi di rialzo per l'oro nel corso del tempo. Sebbene un'esposizione non coperta sia prematura, crediamo sia opportuno cercare opzioni di rialzo a medio termine.

La transizione energetica accelererà

I mercati dell'energia sono stati nell'occhio del ciclone su diversi fronti. Investimenti troppo scarsi e vari shock di fornitura (p. es. tagli alle esportazioni di gas russo, contributi dalle rinnovabili assenti, interruzioni impreviste del nucleare) hanno innescato una crisi energetica e una recessione nell'eurozona. Le famiglie pagano bollette dell'energia elevate. I segnali sui prezzi si sono dimostrati però efficaci nel frenare la domanda. Il rifornimento di gas in vista dell'inverno 2023/24 sarà la prossima grande sfida qualora i flussi russi non si normalizzino. Dunque i prezzi devono rimanere storicamente alti per contenere la domanda, dato che la disponibilità di GNL e altre misure di miglioramento dell'efficienza non sostituiscono ancora del tutto i volumi prebellici della Russia. L'attuale forte pressione dovrebbe però accelerare la transizione energetica dell'Europa, grazie a un più rapido impiego di capitali e una burocrazia ridotta. Affinché i benefici di tale transizione si concretizzino, l'Europa deve garantire unità e stabilire incentivi per assicurare la partecipazione dei privati.

Il prezzo del carbonio in calo offre opportunità a lungo termine

Il prezzo del carbonio è essenziale nella lotta al cambiamento climatico. Le recenti riforme dell'ETS dell'UE hanno garantito un corretto funzionamento di questo mercato, risolvendo i problemi legati all'eccesso di offerta. Ma l'aumento dei costi del carbonio per le industrie aggrava l'onere causato dai problemi energetici europei. I compromessi dei politici hanno privilegiato l'economia all'ambiente, provocando un calo dei prezzi del carbonio nel 2° semestre 2022. Al contempo, la recessione industriale europea in atto riduce la domanda di certificati di emissione, compensando l'aumento dell'intensità di carbonio della produzione energetica date la riattivazione delle centrali a carbone e l'incremento dell'uso di gas. È bene notare che in tale processo non è stata creata nuova offerta, ma soltanto presa in prestito dal futuro. Pertanto, le flessioni dei prezzi delle quote di emissione dell'UE sono un'opportunità per costruire un'esposizione a lungo termine, poiché i prezzi del carbonio devono ancora aumentare sensibilmente per incentivare la dismissione delle centrali a carbone e per far sì che i processi industriali passino all'idrogeno verde.

Attenzione alla flessione

Prezzi delle quote di emissione dell'Unione Europea, EUR/tonnellata

Ultimo rilevamento: 11.11.2022 **Fonte:** Bloomberg, Credit Suisse

Supertrend – diversificare i rischi

Le tensioni geopolitiche, la crescita economica modesta e l'aumento dei tassi d'interesse gravano per il momento sul sentiment degli investitori azionari. Nel lungo termine, però, un investimento tematico diversificato che copre tendenze sociali pluriennali dovrebbe sovraperformare le azioni globali. I Supertrend sono destinati a perdurare.

Nel 2022 gli investitori hanno dovuto far fronte a mercati finanziari volatili e un mercato ribassista, intervallato da piccoli rialzi, come in estate. Aziende e consumatori sono ora alle prese con l'inflazione più alta degli ultimi decenni, che sta durando più di quanto molti (noi compresi) avessero previsto. Pertanto gli investitori hanno iniziato ad abbandonare i titoli growth a favore dei value. Ad esempio, il settore energetico beneficia dei prezzi di petrolio e gas naturale più alti a seguito della guerra in Ucraina. La nostra forte diversificazione nei 23 sottotemi dei Supertrend ci aiuta in mercati turbolenti come questi, fornendo un'esposizione a molti settori e tendenze diversi.

Sulla difensiva

Crediamo che i nostri Supertrend più difensivi, come Silver economy e sottotemi selezionati di Infrastrutture e Cambiamento climatico, nonché le tendenze demografiche a lungo termine all'interno di Silver economy, dovrebbero rivelarsi meno volatili nei prossimi mesi dei temi orientati alla crescita nei nostri Supertrend Tecnologia e I valori dei Millennials. Silver economy si concentra sulle aziende sanitarie che dovrebbero beneficiare di una maggiore domanda e di una solida crescita degli utili a fronte dell'invecchiamento delle società. Le aree terapeutiche di maggiore rilievo includono malattie cardiovascolari, oncologia e neurologia. Silver economy ha inoltre un'esposizione alle società assicurative, che dovrebbero beneficiare dei tassi (più alti), e a titoli di beni di consumo selezionati. Nel nostro Supertrend Inquietudini sociali, le tensioni geopolitiche riportano in primo piano il sottotema Sicurezza personale, mentre quello dell'Accessibilità economica evidenzia un problema cruciale dovuto all'impennata dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari. Il sottotema Sicurezza occupazionale di Inquietudini sociali è attualmente dominato dalla mancanza di manodopera disponibile e dalle difficoltà nel reclutare dipendenti validi, ma un rallentamento economico potrebbe essere d'aiuto. Infine, la crisi energetica europea in corso è fonte di stimolo per i dibattiti sul cambiamento climatico, sebbene occorra distinguere i temi energetici chiave (p. es. produzione di elettricità e transizione dai combustibili fossili) dai temi di crescita a lungo termine in una fase iniziale del ciclo (p. es. idrogeno, agricoltura di precisione e trasformazione della carne coltivata), in quanto questi ultimi potrebbero assistere a ritardi negli investimenti nel breve termine.

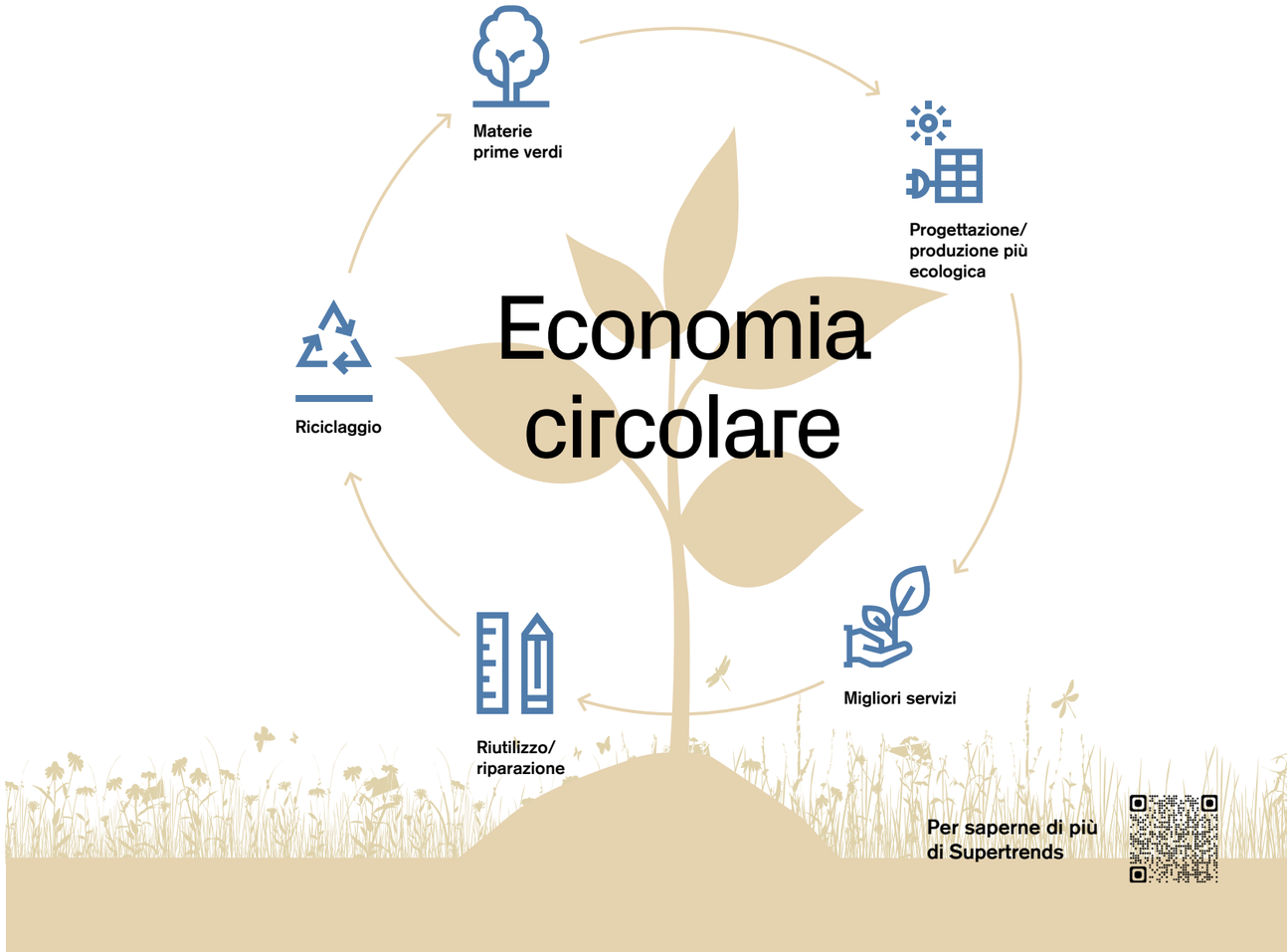
Per saperne di più

Tendenze destinate a rimanere

Per gli investitori con un orizzonte pluriennale che intendono aggiungere azioni per ottimizzare la loro asset allocation strategica, alla luce delle attuali valutazioni riteniamo sia opportuno inserire in modo selettivo Supertrend. Il nostro Supertrend Tecnologia dovrebbe ottenere impulso dal Metaverso, poiché le aziende investono sempre più in infrastrutture IT avanzate, potenza di elaborazione maggiore, strumenti di collaborazione e nuovi metodi di pagamento digitali. L'adozione dell'intelligenza artificiale dovrebbe proseguire con l'accelerazione della digitalizzazione e l'aumento del numero di dispositivi dell'Internet delle cose, favorendo l'automazione, la realtà virtuale e aumentata e le tecnologie sanitarie, tutte componenti del nostro Supertrend Tecnologia.

I valori dei Millennials è destinato a beneficiare di modelli demografici a lungo termine, dato che soprattutto la giovane coorte asiatica dominerà i consumi e guiderà tendenze digitali come social media, streaming, shopping online e fintech. Inoltre questa generazione si preoccupa per il mondo di domani, sostenendo la biodiversità, l'economia circolare, la salute e l'alimentazione.

Pensiamo anche che il Supertrend Infrastrutture rimanga ben posizionato a lungo termine dato l'impegno globale dei leader politici ad accelerare gli investimenti nel settore. A fronte dell'elevato impegno di capitale richiesto, tassi d'interesse più alti potrebbero però rallentare gli investimenti su larga scala nel breve periodo.



Pulito e sicuro: il sistema energetico del futuro

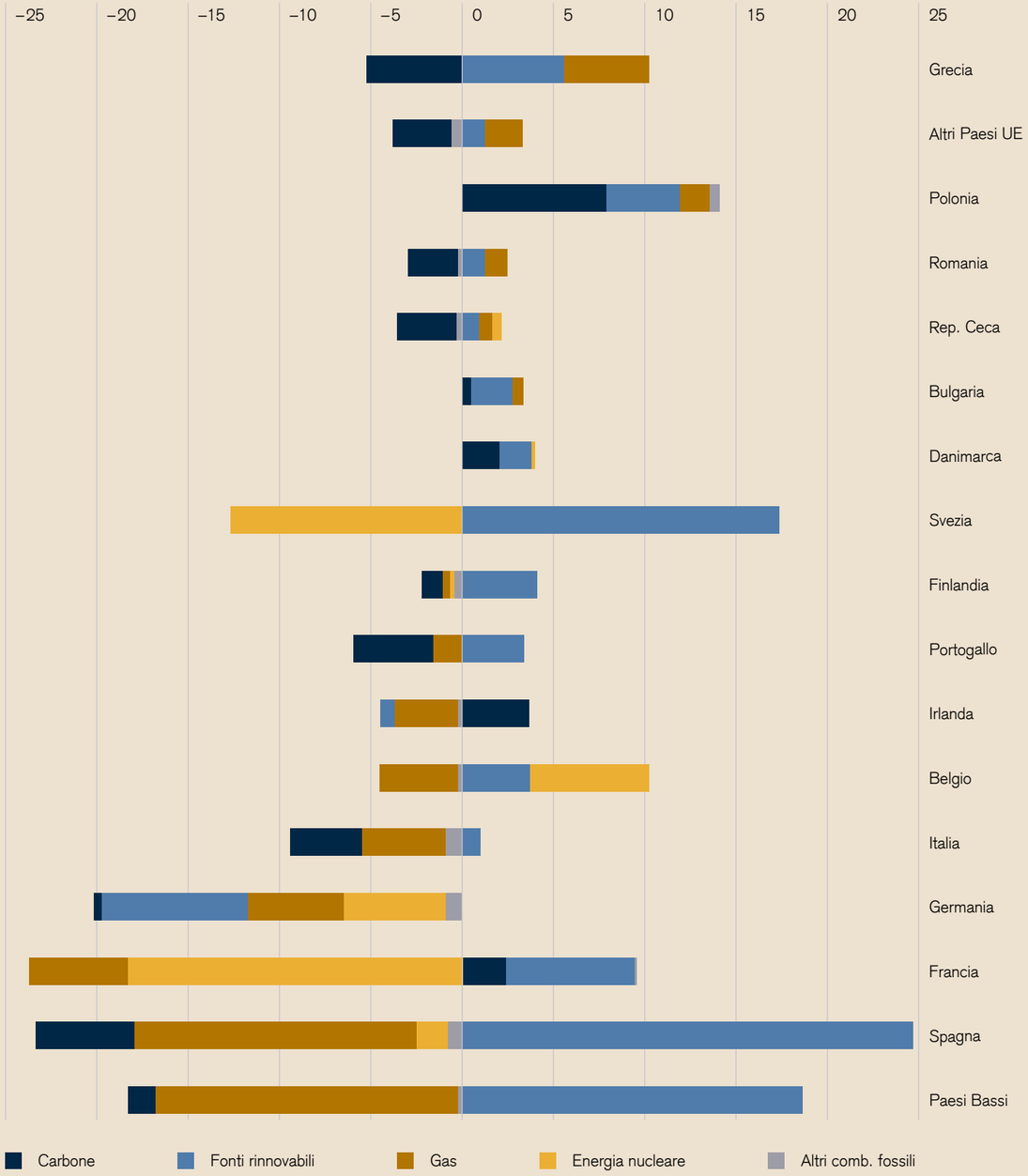
Date le tensioni geopolitiche, la sicurezza energetica sarà al centro dell'agenda dei governi anche nel 2023. Con il livello e la volatilità dei prezzi dei combustibili fossili e la competitività delle fonti energetiche rinnovabili economiche è improbabile che l'UE dipenderà ancora dalle forniture esterne come prima della guerra in Ucraina, quando importava il 90% del gas. La ricerca di un sistema energetico più sicuro, non solo in Europa, richiede una combinazione di misure di cui le rinnovabili saranno i principali beneficiari.

La geopolitica non è l'unico catalizzatore di questa transizione. La minaccia del cambiamento climatico persiste: nell'estate 2022 la concentrazione di CO_2 nell'atmosfera è stata per la prima volta superiore a 420 ppm. A questo ritmo potrebbe raggiungere 440 ppm prima del 2030 in termini medi globali, rendendo difficile limitare il riscaldamento globale a 1,5 °C rispetto all'epoca preindustriale.

L'infrastruttura per il gas è la soluzione?
La dipendenza dai combustibili fossili ha spesso causato instabilità geopolitiche, aggravando i conflitti e destabilizzando le economie con shock dei prezzi. Il persistere di prezzi energetici alti nel 2023 renderebbe la recessione globale più probabile.

Una soluzione sola – espandere la capacità di gas naturale liquefatto (GNL) – potrebbe faticare a risolvere tutti i problemi di sicurezza energetica. La Germania, p. es., prevede di costruire una capacità di GNL di oltre 60 miliardi di metri cubi/anno entro il 2026, ma solo una piccola parte (fino a 20–25 miliardi di metri cubi) delle unità flottanti potrebbe essere operativa entro fine 2023. Inoltre un'estensione eccessiva della capacità di gas, con le ingenti emissioni lungo l'intera catena di fornitura, non è coerente con gli obiettivi climatici. Gli impegni sul clima delle nazioni sviluppate renderanno la quota di energia alimentata a gas sempre più marginale. I maggiori vantaggi economici e di sicurezza dell'elettrificazione porteranno a sostituire il gas anche in altri settori, come il riscaldamento residenziale (p. es. tramite pompe di calore più efficienti). In termini economici, di sostenibilità e sicurezza, gli investimenti in nuove infrastrutture per il gas potrebbero essere soggetti a svalutazioni nel lungo periodo.

Addio alle vecchie fonti, benvenute alle nuove
Variazione della produzione di elettricità nell'UE tra il 2019 e il 2021 (in terawattora)



Fonte: Ember, European Electricity Review 2022

Sviluppo delle energie rinnovabili
Al contrario, le fonti rinnovabili offrono una produzione di energia sostenibile, di facile accesso, interna ed economicamente competitiva. Anche prima del rialzo dei prezzi dei combustibili, le stime dei costi del ciclo di vita erano migliori per l'energia solare ed eolica rispetto alle altre fonti. Inoltre, il rendimento delle rinnovabili esistenti dovrebbe migliorare durante la loro vita, con la diffusione di soluzioni di accumulo come batterie a livello di rete.

Per rispettare l'Accordo di Parigi, la capacità cumulativa di eolico e solare dovrà crescere di 3,5 volte rispetto al 2021 entro il 2030 (figura 2). Per i soli pannelli solari, BloombergNEF stima che la capacità produttiva esistente e pianificata sarà sufficiente per costruire 940 gigawatt di pannelli ogni anno fino al 2025[1]. Sebbene diversi fattori ne stiano rallentando l'introduzione, anche l'energia nucleare è importante, dato che può integrare la produzione di elettricità a basse emissioni di carbonio laddove le rinnovabili sono limitate.

Attenzione all'eolico offshore...
Le tecnologie solari ed eoliche galleggianti consentono di esplorare nuovi mercati e aree geografiche in cui fissare le fondamenta sul fondale è impraticabile. L'eolico offshore offre un notevole fattore di capacità (rapporto tra la produzione effettiva di energia in un dato periodo e quella massima possibile) potenzialmente di oltre il 50%, più del doppio rispetto ad altre fonti, come quella solare. Infine, è già competitivo in termini economici, con il prezzo più basso registrato in una recente grande asta nel Regno Unito[2]. Riteniamo quindi che avrà una crescita esponenziale in futuro.

...ma anche al solare (e all'accumulo)
L'energia solare nel 2021 era solo il 3,6% del mix globale di elettricità[3], ma il fotovoltaico dovrebbe guidare le aggiunte di capacità globali delle rinnovabili nel 2022 e 2023[4]. I progetti solari saranno sempre più associati all'accumulo tramite batterie in futuro, con l'evolversi della tecnologia e il calo dei costi. In mercati come quello californiano oltre il 95% degli impianti solari in attesa di allacciamento alla rete sono già abbinati all'accumulo di energia[5], consentendo a sviluppatori e operatori di rete di gestire meglio la variabilità delle rinnovabili e offrendo un'alternativa concreta agli impianti peaker a gas naturale costosi e inquinanti[6].

Per saperne di più

Puntare affidamento sulla natura
Stima della capacità aggiuntiva annua su scala globale (solare + eolico) per allinearsi agli scenari a basse emissioni di carbonio (in gigawatt)

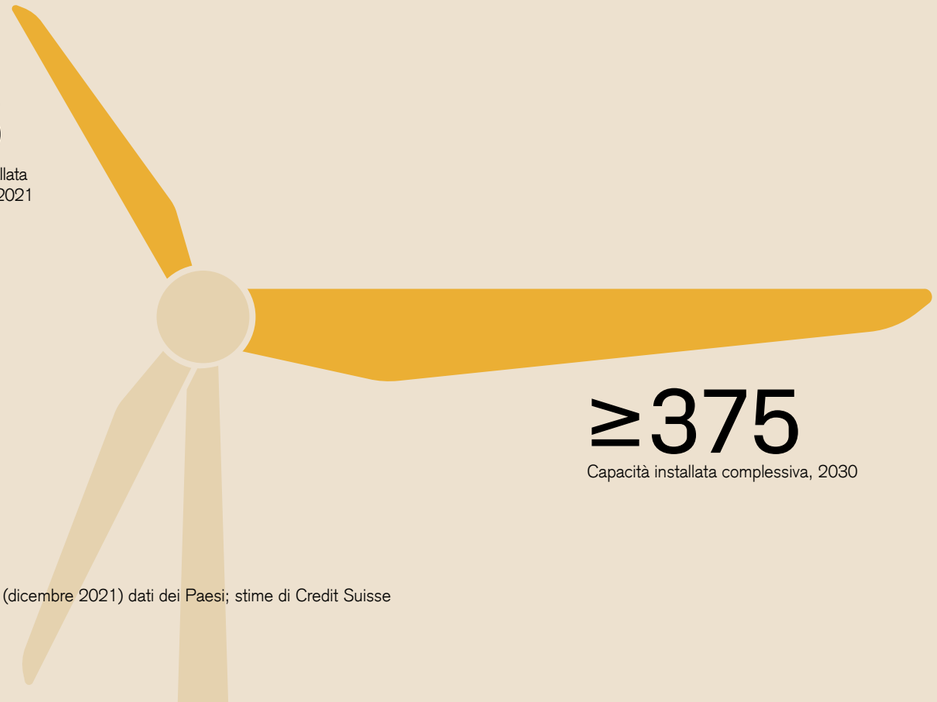
226
Capacità aggiuntiva installata nel 2021

≥470
Media capacità aggiuntiva annua, periodo 2022-2030

Fonte: IRENA (dicembre 2021) dati dei Paesi; stime di Credit Suisse

Rilancio dell'eolico
Stima della capacità eolica offshore potenziale entro il 2030 (in gigawatt)

56
Capacità installata complessiva, 2021



≥375
Capacità installata complessiva, 2030

Fonte: IRENA (dicembre 2021) dati dei Paesi; stime di Credit Suisse

Previsioni

Il 2023 in cifre

Riteniamo che la crescita economica globale sarà inferiore al potenziale (1,6%) nel 2023, comportando un aumento dei tassi di disoccupazione. L'inflazione rimarrà presumibilmente più alta rispetto agli anni pre-pandemia, ma più bassa rispetto al 2022.

Previsioni di crescita e inflazione

PIL reale (% a/a)

	2021	2022S*	2023S*
Mondo	**5.9**	**2.7**	**1.6**
USA	5.7	1.6	0.8
Canada	4.4	3.4	1.0
Eurozona	5.3	3.2	–0.2
Germania	2.9	1.7	–0.8
Italia	6.6	3.7	–0.2
Francia	6.8	2.5	0.2
Spagna	5.1	4.6	0.8
Regno Unito	7.4	4.2	–0.4
Svizzera	4.2	2.2	1.0
Giappone	1.7	1.0	0.5
Australia	4.7	4.0	1.6
Cina	8.1	3.3	4.5
India (anno finanziario)	8.3	7.1	5.8
Brasile	4.6	2.9	0.9
Russia	4.7	–4.0	–2.5

Inflazione (media annua % a/a)

	2021	2022S*	2023S*
Mondo	**3.5**	**7.6**	**5.0**
USA	4.7	7.9	3.8
Canada	3.4	6.9	3.8
Eurozona	2.6	8.6	6.0
Germania	3.2	8.5	6.4
Italia	1.9	8.2	6.0
Francia	2.1	6.0	4.8
Spagna	2.9	9.0	4.6
Regno Unito	2.6	9.0	6.6
Svizzera	0.6	2.9	1.5
Giappone	–0.2	2.2	1.7
Australia	2.8	6.6	5.2
Cina	0.9	2.2	2.0
India (anno finanziario)	5.1	6.8	5.1
Brasile	8.3	9.3	5.0
Russia	6.7	14.2	4.5

* S: stima

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

Ultimo rilevamento: 10.11.2022 **Fonte:** Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

Performance/Previsioni di crescita e inflazione previsioni mercati finanziari

Azioni*	Performance da inizio 2022 al 10 novembre 2022	Rendimenti totali previsti 2023
Azioni USA	–17.1%	2.0%
Azioni UEM	–10.8%	–2.0%
Azioni svizzere	–13.0%	5.0%
Azioni UK	5.7%	3.0%
Azioni giapponesi	–1.3%	1.5%
Azioni Mercati emergenti	–19.7%	1.0%

Credito	Performance da inizio 2022 al 10 novembre 2022	Rendimenti totali previsti 2023
Obbligazioni investment grade globali**	–15.6%	4.6%
Obbligazioni high yield globali**	–13.4%	5.1%
Obbligazioni Mercati emergenti in moneta pregiata***	–21.2%	7.6%

Rendimenti obbligazionari	Fixing 10 novembre 2022	Previsione fine 2023
Rendimento Treasury USA 10 anni	3.81%	4.10%
Rendimento Bund tedesco 10 anni	2.01%	2.80%
Rendimento Eidgenossen svizzero 10 anni	1.07%	1.40%

Monete e materie prime	Fixing 10 novembre 2022	Previsione fine 2023
EUR/USD	1.02	1.02
USD/CHF	0.96	0.95
EUR/CHF	0.98	0.97
USD/JPY	141.00	135.00
GBP/USD	1.17	1.14
USD/CNY	7.19	7.30
Oro (USD/oz)	1755.00	1750.00
WTI (USD/bbl)	86.00	80.00

* 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 10.11.2017-10.11.2022 per tali indici in ordine cronologico: MSCI USA: 9.5%, 13.6%, 18.6%, 33.5%,–15.4%. MSCI EMU: – 5.9%, 15.4%, – 3.5%, 29.2%, –11.4%. MSCI Switzerland: 2.9%, 17.9%, 2.7%, 23.9%, –10.1%. MSCI UK: – 0.3%, 7.8%, –13.1%, 21.3%, 7.0%. MSCI Japan: – 4.6%, 5.8%, 2.9%, 22.3%, –1.5%. MSCI EM: – 7.9%, 12.6%, 15.0%, 11.0%, – 21.7%.

** Barclays Global Investment Grade Corporate and Global High Yield index

*** JP Morgan EMBIG Div. (sovereign index)

Nota: i dati storici sulla performance e/o gli scenari dei mercati finanziari non costituiscono un indicatore affidabile sulla performance attuale o futura.

Ultimo rilevamento: 10.11.2022 **Fonte:** Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Informazioni importanti
Il presente rapporto esprime le opinioni della sezione Credit Suisse Investment Solutions & Sustainability e non è stato redatto in conformità agli obblighi di legge intesi a promuovere l'indipendenza della ricerca sugli investimenti. Non è un prodotto della sezione Research del Credit Suisse anche se fa riferimento a raccomandazioni relative a ricerche pubblicate. Credit Suisse ha adottato politiche miranti a gestire i conflitti di interessi, tra le quali quelle relative alla negoziazione prima della distribuzione delle ricerche sugli investimenti. Queste politiche non si applicano alle opinioni de Investment Solutions & Sustainability illustrate nel presente rapporto. Al termine della presente documentazione sono riportate ulteriori informazioni importanti. Singapore: solo per investitori accreditati. Hong Kong: solo per investitori professionali. Australia: solo per clienti wholesale.

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.

Il presente rapporto può comprendere informazioni su investimenti che comportano rischi particolari. Prima di prendere qualunque decisione d'investimento sulla base del presente rapporto o per eventuali spiegazioni necessarie in merito al suo contenuto, ti raccomandiamo di rivolgerti a un consulente finanziario indipendente. Maggiori informazioni sono inoltre reperibili nell'opuscolo informativo "Rischi nel commercio di strumenti finanziari" che può essere richiesto alla Associazione Svizzera dei Banchieri.

La performance passata non costituisce un'indicazione della performance futura. La performance può risentire di commissioni, spese o altri oneri nonché delle fluttuazioni dei tassi di cambio.

Rischi dei mercati finanziari
I rendimenti storici e gli scenari relativi ai mercati finanziari non costituiscono un'indicazione attendibile o una garanzia della performance futura. Il prezzo e il valore degli investimenti menzionati e l'eventuale reddito maturato possono aumentare, diminuire oppure essere soggetti a fluttuazioni. È opportuno che ti rivolga a consulenti in materia qualora riscontri la necessità di un supporto per queste valutazioni. Gli investimenti potrebbero non avere un mercato pubblico oppure avere solo un mercato secondario ristretto. Ove esista un mercato secondario, non è possibile prevedere il prezzo al quale verranno negoziati gli investimenti sul mercato o se tale mercato sarà liquido o meno.

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

Investimenti alternativi
Gli hedge fund non sono soggetti alle numerose normative di tutela degli investitori che si applicano agli investimenti collettivi autorizzati regolamentati e i gestori di hedge fund sono sostanzialmente non sottoposti ad alcuna regolamentazione. Gli hedge fund non sono vincolati da una particolare disciplina d'investimento o strategia di negoziazione e mirano a trarre profitto da ogni genere di mercato facendo ricorso a leva finanziaria, strumenti derivati e complesse strategie d'investimento speculative che possono aumentare il rischio di perdita degli investimenti.
Le operazioni in materie prime comportano un grado elevato di rischio, inclusa la perdita dell'intero investimento, e potrebbero non essere adatte a molti investitori privati. La performance di tali investimenti dipende da fattori imprevedibili, come ad esempio catastrofi naturali, impatti climatici, capacità dei trasporti, disordini politici, fluttuazioni stagionali e forti influenze dei roll 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 PE non prevedono la protezione del capitale e non sono garantiti. Gli investitori saranno tenuti a soddisfare richiami del capitale investito nell'arco di un lungo periodo di tempo. Ove ciò non avvenga, potrebbe verificarsi la confisca di una parte o della totalità del conto capitale, la rinuncia a eventuali redditi o utili futuri sugli investimenti realizzati prima di tale inadempimento e, tra le altre cose, la perdita del diritto di partecipare a futuri investimenti o l'obbligo di vendita dei propri investimenti a un prezzo molto basso, di gran lunga inferiore alle valutazioni del mercato secondario. Le società o i fondi potrebbero essere soggetti a un elevato grado di leva finanziaria e pertanto potrebbero essere più sensibili a sviluppi commerciali e/o finanziari o a fattori economici. Tali investimenti potrebbero risentire di un'intensa concorrenza, della variazione di condizioni commerciali o economiche o di altri sviluppi che potrebbero ripercuotersi negativamente sulla loro performance.

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

Investment Solutions & Sustainability
Investment Solutions & Sustainability si occupa 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 de Investment Solutions & Sustainability possono divergere da quelli espressi da altre dipartimenti di Credit Suisse. I giudizi de Investment Solutions & Sustainability 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.

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

Disclaimer globale/Informazioni importanti
Le informazioni ivi contenute rappresentano materiale di marketing e non sono una ricerca d'investimento.
Il presente rapporto non è destinato né finalizzato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di alcuna persona fisica o giuridica avente cittadinanza, residente o ubicata in una località, stato, paese ovvero in un'altra giurisdizione in cui la distribuzione, la pubblicazione, la disponibilità o l'impiego siffatti fossero contrari alla legislazione o alle normative vigenti, o a seguito dei quali Credit Suisse dovesse ottemperare a qualsivoglia obbligo di registrazione o licenza in tale giurisdizione.

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

ESCLUSIONE DI DISTRIBUZIONE, SOLLECITAZIONE O CONSULENZA:
Il presente rapporto è fornito a puro titolo informativo e illustrativo ed è destinato a un impiego strettamente personale. Non costituisce una sollecitazione, un'offerta o una raccomandazione di acquisto o vendita di alcun titolo o altro strumento finanziario. Qualsiasi informazione che includa fatti, opinioni o citazioni può essere sintetizzata o riassunta ed è espressa alla data di redazione. Le informazioni contenute nel presente rapporto sono state fornite solamente a titolo di commento di mercato generale e non costituiscono una forma di consulenza finanziaria regolamentata, né un servizio legale, fiscale o un altro servizio regolamentato. Non tengono conto degli obiettivi, della situazione o delle necessità finanziarie di alcun soggetto, che devono essere necessariamente considerati prima di effettuare una decisione d'investimento. Prima di prendere qualunque decisione d'investimento sulla base del presente rapporto o per eventuali spiegazioni necessarie in merito al suo contenuto, ti raccomandiamo di rivolgerti a un consulente finanziario indipendente. Il presente rapporto intende puramente fornire informazioni e giudizi di Credit Suisse alla data di redazione, indipendentemente dalla data alla quale tu riceva o acceda alle informazioni. Le osservazioni e giudizi contenuti nel presente rapporto potrebbero differire da quelli espressi da altre sezioni di Credit Suisse e variare in qualsiasi momento senza preavviso e in assenza di un obbligo di aggiornamento. Credit Suisse non è in alcun modo tenuto a garantire che tali aggiornamenti ti vengano comunicati.

PREVISIONI E STIME:
La performance passata non costituisce un'indicazione o una garanzia della performance futura e non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito alla performance futura. Nella misura in cui il presente rapporto contenesse dichiarazioni sulla performance futura, tali dichiarazioni sono di natura previsionale e soggette a diversi rischi e incertezze. Salvo altrimenti indicato, tutte le cifre non sono state sottoposte a verifica. Il complesso delle valutazioni menzionate nel presente rapporto è soggetto alle politiche e alle procedure di valutazione di Credit Suisse.

CONFLITTI:
Credit Suisse si riserva il diritto di porre rimedio a qualsiasi errore eventualmente contenuto nel presente rapporto. Credit Suisse, le sue affiliate e/o i rispettivi dipendenti possono detenere una posizione o partecipazione o altro interesse sostanziale, oppure effettuare transazioni, nei titoli menzionati o nelle relative opzioni o in altri investimenti correlati e, di volta in volta, incrementare o cedere tali investimenti. Credit Suisse può fornire, o aver fornito nel corso degli ultimi 12 mesi, una consulenza significativa o servizi d'investimento in relazione agli investimenti riportati nel presente rapporto o a un investimento correlato a qualsivoglia società o emittente menzionato. Alcuni investimenti cui si fa riferimento nel presente rapporto saranno offerti da una singola entità o da un'associata di Credit Suisse oppure il Credit Suisse potrebbe essere il solo market maker di tali investimenti. Credit Suisse è coinvolto in molte attività correlate alle società menzionate nel presente rapporto. Queste attività comprendono negoziazioni specializzate, arbitraggio dei rischi, market making e altre negoziazioni titoli per proprio conto.

REGIME FISCALE:
Nessun elemento del presente rapporto costituisce una consulenza in materia di investimenti, legale, contabile o fiscale. Credit Suisse non offre alcuna consulenza per quanto attiene alle conseguenze fiscali degli investimenti e ti consigliamo di rivolgerti a un fiscalista indipendente. I livelli di tassazione e la base imponibile dipendono dalle circostanze individuali e sono soggetti a variazioni.

FONTI:
Le informazioni e le opinioni illustrate nel presente rapporto sono state ricavate o desunte da fonti che, a giudizio di Credit Suisse, sono affidabili. Tuttavia, Credit Suisse non rilascia alcuna dichiarazione in merito alla loro accuratezza o completezza. Credit Suisse non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'utilizzo del presente rapporto.

SITI WEB:
Il presente rapporto può fornire gli indirizzi di, o contenere collegamenti ipertestuali a, siti Web. Salvo ove il presente rapporto si riferisca a materiale riportato sul sito Web di Credit Suisse, Credit Suisse non ha esaminato i siti collegati e non si assume alcuna responsabilità in relazione ai contenuti dei siti in questione. Tali indirizzi o collegamenti ipertestuali (compresi gli indirizzi o i collegamenti ipertestuali al materiale sul sito Web di Credit Suisse) sono forniti esclusivamente per tua praticità e le informazioni e i contenuti dei siti collegati non costituiscono in alcun modo parte integrante del presente rapporto. L'accesso ai siti Web in questione o l'impiego di tali link tramite il presente rapporto o il sito Web di Credit Suisse saranno completamente a tuo rischio.

INFORMATIVA SULLA PROTEZIONE DEI DATI:
I vostri Dati personali saranno trattati in conformità all'informativa sulla privacy di Credit Suisse, consultabile presso il vostro domicilio accedendo al sito web ufficiale di Credit Suisse https://www.credit-suisse.com. Credit Suisse Group AG e sue controllate possono trattare i Dati personali di base (ossia dati di contatto come nome e cognome, indirizzo e-mail) dei clienti per offrire materiale di marketing concernente i nostri prodotti e servizi. I clienti potranno tuttavia richiedere di non ricevere più tale materiale in qualsiasi momento, informando il proprio Relationship Manager.

Entità distributrici
Salvo quanto diversamente qui specificato, il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, una banca svizzera autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari. Arabia Saudita: Il presente documento è stato distribuito da Credit Suisse Saudi Arabia (CR number 1010228645), debitamente autorizzata e regolamentata dalla Saudi Arabian Capital Market Authority in conformità al numero di licenza 08104-37 datata 23/03/1429H corrispondente a 21/03/2008AD. La sede principale di attività di Credit Suisse Saudi Arabia è King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Arabia Saudita. Sito web: https://www.credit-suisse.com/sa. Ai sensi delle norme dell'Offer of Securities and Continuing Obligations, il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita, fatta eccezione per gli individui espressamente indicati in tali norme emanate dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non si fa carico dell'accuratezza o della completezza del presente documento ed esclude espressamente qualsivoglia responsabilità per eventuali perdite derivanti o insorte facendo affidamento su qualsiasi parte del medesimo. I potenziali acquirenti dei titoli ivi offerti devono applicare la dovuta diligenza in relazione all'accuratezza delle informazioni sui titoli. Se non comprende i contenuti del presente documento, l'investitore dovrebbe consultare un consulente finanziario autorizzato. Ai sensi dei regolamenti sui fondi d'investimento, il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita, fatta eccezione per gli individui espressamente indicati nei regolamenti sui fondi d'investimento emessi dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non si fa carico dell'accuratezza o della completezza del presente documento ed esclude espressamente qualsivoglia responsabilità per eventuali perdite derivanti o insorte facendo affidamento su qualsiasi parte del medesimo. I potenziali acquirenti dei titoli ivi offerti devono applicare la propria dovuta diligenza in relazione all'accuratezza delle informazioni sui titoli. Se non comprende i contenuti del presente documento, l'investitore dovrebbe consultare un consulente finanziario autorizzato. Bahrain: Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, Filiale del Bahrain, una filiale di Credit Suisse AG, Zurigo/Svizzera, debitamente autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Bahrain (CBB) come Investment Business Firm Category 2. I relativi servizi o prodotti finanziari sono resi disponibili soltanto a Professional Clients (clienti professionisti) o Accredited Investors (investitori accreditati), secondo la definizione della CBB, e non sono destinati ad alcun altro soggetto. La Central Bank of Bahrain non ha esaminato né ha approvato il presente documento o la commercializzazione di alcun veicolo d'investimento qui menzionato nel Regno del Bahrain e non è responsabile della performance dei suddetti veicoli d'investimento. Credit Suisse AG, filiale del Bahrain, una filale di Credit Suisse AG; Zurigo/Svizzera, ha sede al Level 21, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Regno del Bahrain. Brasile: questo rapporto è distribuito in Brasile da Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários o le sue società collegate. Cile: Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, una filiale di Credit Suisse AG (registrata nel Cantone di Zurigo), regolamentata dalla Commissione dei mercati finanziari cilena. Né l'emittente né i titoli sono stati registrati presso la Commissione dei mercati finanziari del Cile (Comisión para el Mercado Financiero) ai sensi della legge n. 18.045, la Ley de Mercado de Valores, e relativi regolamenti; di conseguenza, non possono essere né offerti né venduti pubblicamente in Cile. Il presente documento non costituisce un'offerta né un invito alla sottoscrizione o all'acquisto dei titoli nella Repubblica del Cile, fatta eccezione per gli investitori identificati individualmente ai sensi di un'offerta privata ai sensi dell'articolo 4 della Ley de Mercado de Valores (un'offerta che non "è indirizzata al pubblico in generale o a un determinato settore o specifico gruppo del pubblico"). DIFC: Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG (DIFC Branch). Credit Suisse AG (DIFC Branch) è autorizzata e regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority («DFSA»). I relativi prodotti o servizi finanziari sono disponibili soltanto per i clienti professionisti o le controparti di mercato, secondo la definizione della DFSA, e non sono destinati a qualsivoglia altra persona. Credit Suisse AG (DIFC Branch) ha sede al Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Emirati Arabi Uniti. Francia: Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la "filiale francese"), che è una filiale di Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. La filiale francese è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nonché delle autorità di sorveglianza francesi, la Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), e della Autorité des Marchés Financiers (AMF). Germania: Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, che è autorizzata e regolamentata dal Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"). Guernsey: Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, Guernsey Branch, una succursale di Credit Suisse AG (registrata nel Cantone di Zurigo) con sede operativa in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. Credit Suisse AG, Guernsey Branch è interamente controllata da Credit Suisse AG e regolamentata dalla Guernsey Financial Services Commission. Copie dell'ultimo bilancio soggetto a revisione contabile di Credit Suisse AG sono disponibili su richiesta. India: Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse Securities (India) Private Limited (n. CIN 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. Israele: Se distribuito in Israele da Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd.: Il presente documento è distribuito da Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, compresi i servizi offerti in Israele, e non è soggetto alla sorveglianza delle banche presso la Bank of Israel, bensì dell'autorità di sorveglianza delle banche competente in Svizzera. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. è un marketer finanziario autorizzato in Israele e pertanto le sue attività di marketing finanziario sono soggette alla sorveglianza dell'Israel Securities Authority. Italia: Il presente rapporto è distribuito in Italia da Credit Suisse (Italy) S.p.A., banca di diritto Italiano, iscritta all'albo delle banche e soggetta alla supervisione e al controllo di Banca d'Italia e CONSOB. Libano: Questa relazione viene distribuita da Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un istituto finanziario costituito in Libano e regolamentato dalla Banca centrale del Libano (Central Bank of Lebanon, «CBL») e ha un numero di licenza per l'istituto finanziario 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL è soggetta alle leggi e alle circolari della CBL, oltre che alle leggi e alle regolamentazioni della Capital Markets Authority of Lebanon («CMA»). CSLF è una filiale di Credit Suisse SA e parte di Credit Suisse Group (CS). La CMA non si fa carico di alcuna responsabilità per i contenuti delle informazioni incluse nel presente rapporto, tra l'altro per l'accuratezza e la completezza di tali informazioni. La responsabilità per il contenuto di questo rapporto è di chi l'ha pubblicato, dei rispettivi amministratori e di altre persone, come gli esperti, le cui opinioni vengono incluse nel rapporto con il rispettivo consenso. La CMA non ha altresì valutato l'adeguatezza dell'investimento per un particolare investitore o tipologia di investitore. Resta espressamente inteso e riconosciuto che gli investimenti sui mercati finanziari potrebbero implicare un livello elevato di complessità e di rischio di perdita di valore e potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. La valutazione dell'adeguatezza di CSLF in riferimento all'investimento sarà eseguita sulla base delle informazioni che l'investitore avrebbe fornito a CSLF alla data di tale valutazione e in linea con le politiche e i processi interni di Credit Suisse. Si conviene che l'inglese verrà impiegato in tutte le comunicazioni e la documentazione fornite da CS e/o da CSLF. Accettando di investire nel prodotto, l'investitore conferma espressamente e in modo irrevocabile e comprende perfettamente di non avere alcuna obiezione in merito all'utilizzo della lingua inglese. Lussemburgo: Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Messico: Il presente documento rappresenta l'opinione della persona che fornisce i propri servizi a C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ("C. Suisse Asesoría") e/o Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) ("Banco CS"). Sia C. Suisse Asesoría sia Banco CS si riservano pertanto il diritto di modificare la propria opinione in qualsiasi momento e non si assumono alcuna responsabilità al riguardo. Il presente documento è distribuito a soli scopi informativi e non implica una raccomandazione personale, un suggerimento o un invito a effettuare alcuna operazione e non sostituisce la comunicazione con il proprio funzionario in relazione a C. Suisse Asesoría e/o Banco CS prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento. C. Suisse Asesoría e/o Banco CS non si assumono alcuna responsabilità per le decisioni d'investimento basate sulle informazioni contenute nel documento inviato, poiché tali informazioni potrebbero non tener conto dello scenario della strategia d'investimento e degli obiettivi di particolari clienti. Il prospetto informativo, gli opuscoli, i regimi d'investimento dei fondi d'investimento, le relazioni annuali o le informazioni finanziarie periodiche contengono ulteriori informazioni utili per gli investitori. Tali documenti sono disponibili gratuitamente direttamente presso gli emittenti e gli operatori dei fondi d'investimento sulla pagina Internet della borsa su cui sono quotati oppure tramite il funzionario competente presso C. Suisse Asesoría e/o Banco CS. La performance passata e i vari scenari dei mercati esistenti non sono una garanzia di rendimenti attuali e futuri. Se le informazioni ivi contenute sono incomplete, errate o poco chiare, l'investitore deve contattare il proprio funzionario di C. Suisse Asesoría e/o Banco CS il più presto possibile. Il presente documento può essere oggetto di modifiche senza alcuna responsabilità da parte di C. Suisse Asesoría e/o Banco CS. Il presente documento è distribuito ai soli scopi informativi e non sostituisce le relazioni operative e/o gli estratti conto che l'investitore riceve da C. Suisse Asesoría e/o Banco CS per quanto riguarda le disposizioni generali applicabili agli istituti finanziari e ad altre entità legali che forniscono servizi d'investimento emanate dalla Commissione nazionale per il settore bancario e dei valori mobiliari ("CNBV"). Alla luce della natura del presente documento, C. Suisse Asesoría e/o Banco CS non si assumono alcuna responsabilità derivante dalle informazioni ivi contenute. Fatto salvo che le informazioni sono state ottenute o sono basate su fonti ritenute affidabili da C. Suisse Asesoría e/o Banco CS, non vi è alcuna garanzia sull'accuratezza o sulla completezza delle informazioni. Banco CS e/o C. Suisse Asesoría non accettano alcuna responsabilità per qualsivoglia perdita derivante dall'utilizzo delle informazioni contenute nel documento inviato all'investitore. Si raccomanda all'investitore di assicurarsi che le informazioni fornite siano conformi alla sua situazione personale e al suo profilo d'investimento, relativamente a qualsiasi situazione legale, regolamentare o fiscale particolare, oppure di richiedere una consulenza professionale indipendente. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. è un consulente d'investimento costituito ai sensi della Legge messicana sul mercato dei valori mobiliari («LMV») ed è iscritta innanzi alla Commissione nazionale per il settore bancario e dei valori mobiliari («CNBV») al foglio numero 30070. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. non fa parte del Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. o di qualsiasi altro gruppo finanziario in Messico. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. non è un consulente d'investimento indipendente ai sensi della LMV e di altri regolamenti applicabili in conseguenza della sua relazione con Credit Suisse AG, un istituto finanziario estero, e della sua relazione indiretta con le entità che fanno capo a Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. Paesi Bassi: Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Netherlands Branch (la «filiale olandese»), che è una filiale di Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. La filiale olandese è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de

Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nonché dell'autorità di sorveglianza olandese, la De Nederlansche Bank (DNB), e dell'autorità olandese per i mercati finanziari, la Autoriteit Financiële Markten (AFM). Portogallo: Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la "filiale portoghese"), che è una filiale di Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. La filiale portoghese è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nonché delle autorità di sorveglianza portoghesi, il Banco de Portugal (BdP) e la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). Qatar: Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse (Qatar) L.L.C., debitamente autorizzata e regolamentata dalla Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) ai sensi della licenza QFC n° 00005. Tutti i relativi prodotti o servizi finanziari saranno disponibili soltanto per Eligible Counterparties (come definiti dalla QFCRA) o Business Customers (come definiti dalla QFCRA), inclusi i privati che hanno scelto di essere classificati come Business Customer, con attività nette di oltre QR 4 milioni, dotati di esperienza, conoscenze e competenze in materia finanziaria sufficienti per partecipare a operazioni aventi a oggetto tali prodotti e/o servizi. Pertanto queste informazioni non devono essere fornite a, o essere utilizzate da, qualsiasi altro tipo di privato. QFCRA non si assume alcuna responsabilità per la revisione o verifica di prospetti o altri documenti correlati al presente prodotto/servizio in quanto tale prodotto/servizio non è registrato nel QFC o regolamentato dalla QFCRA. In linea con ciò, la QFCRA non ha rivisto né approvato tale materiale di marketing o altri documenti associati né intrapreso alcuna misura per verificare le informazioni illustrate nel presente documento, e non si assume alcuna responsabilità al riguardo. Chi investe in questo prodotto/servizio potrebbe non avere accesso alle medesime informazioni riguardo al prodotto/servizio che riceverebbe se il prodotto/servizio fosse registrato nel QFC. Il prodotto/servizio al quale questo materiale di marketing fa riferimento potrebbe essere illiquido e/o soggetto a restrizioni per la rispettiva rivendita. Il ricorso nei confronti del prodotto/servizio, e di coloro coinvolti, potrebbe essere limitato o difficile da intraprendere e potrebbe dover essere svolto in una giurisdizione al di fuori del QFC. Si raccomanda ai potenziali acquirenti del prodotto/servizio offerto di svolgere la propria due diligence sul prodotto/servizio. Se non viene compreso il contenuto del presente opuscolo, si raccomanda di consultare il proprio consulente finanziario autorizzato. Regno Unito: Il presente materiale è distribuito da Credit Suisse (UK) Limited, autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. Se il presente materiale è distribuito nel Regno Unito da un'entità offshore non esentata ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, si applicherà la seguente disposizione: Nella misura comunicata nel Regno Unito o tale da avere effetti nel Regno Unito, il presente documento costituisce una promozione finanziaria approvata da Credit Suisse (UK) Limited, autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority per quanto riguarda l'esercizio di attività d'investimento nel Regno Unito. La sede legale di Credit Suisse (UK) Limited è in Five Cabot Square, Londra, E14 4QR. Si fa presente che le norme del Financial Services and Markets Act 2000 (legge del 2000 sui servizi e i mercati finanziari nel Regno Unito) concernenti la tutela dei clienti retail non trovano applicazione nel vostro caso e che non potete altresì disporre di alcuna potenziale compensazione accessibile agli «eligible claimants», ossia i «richiedenti idonei» ai sensi del Financial Services Compensation Scheme (piano di compensazione dei servizi finanziari) del Regno Unito. Il regime fiscale dipende dalla situazione personale di ciascun cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro. Spagna: Il presente documento rappresenta materiale di marketing ed è fornito da Credit Suisse AG, Sucursal en España, entità legale registrata presso la Comisión Nacional del Mercado de Valores ai soli fini informativi. È destinato esclusivamente al destinatario per il solo uso personale e, ai sensi dei regolamenti attualmente vigenti, non può essere considerato in alcun modo un'offerta di titoli, una consulenza d'investimento personale o una raccomandazione generale o specifica di prodotti o strategie d'investimento intese come un invito a effettuare qualsivoglia operazione. Il cliente è in ogni caso responsabile per le decisioni prese sugli investimenti o sui disinvestimenti; di conseguenza, il cliente si assume ogni responsabilità per i guadagni o per le perdite derivanti dalle operazioni che il cliente decide di effettuare sulla base delle informazioni e opinioni espresse nel presente documento. Il presente documento non è il risultato di un'analisi o una ricerca finanziarie e non è pertanto soggetto ai regolamenti attualmente vigenti per la produzione e distribuzione di ricerca finanziaria né i suoi contenuti sono conformi ai requisiti legali in termini di indipendenza della ricerca finanziaria. Sudafrica: Le presenti informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG, registrata come fornitore di servizi finanziari presso la Financial Sector Conduct Authority in Sudafrica, con numero FSP 9788 e/o da Credit Suisse (UK) Limited, registrata come fornitore di servizi finanziari presso la Financial Sector Conduct Authority in Sudafrica con numero FSP 48779. Turchia: le informazioni, i commenti e le raccomandazioni sugli investimenti contenuti nel presente documento non rientrano nell'attività di consulenza finanziaria. I servizi di consulenza finanziaria sono forniti dagli istituti autorizzati in modo personalizzato tenendo conto delle preferenze di rischio e di rendimento del singolo. I commenti e le raccomandazioni contenuti nel presente sono invece di natura generica. Le raccomandazioni potrebbero pertanto non essere adatte alla vostra situazione finanziaria o alle vostre preferenze di rischio e rendimento. Per questa ragione, qualsiasi decisione d'investimento presa esclusivamente sulla base delle informazioni fornite nel presente documento potrebbe non generare risultati in linea con le proprie aspettative. Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, regolamentata da Capital Markets Board of Turkey, con sede legale presso Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler n. 61 34340, Besiktas/ Istanbul-Turchia.

Informazioni importanti di divulgazione regionale
Ai sensi della Risoluzione CVM n. 20/2021 del 25 febbraio 2021, l'autore o gli autori del rapporto certificano che le opinioni in esso contenute riflettono solo ed esclusivamente le loro opinioni personali e sono state preparate in modo indipendente, anche con riferimento a Credit Suisse. Parte del compenso dell'autore o degli autori è basato su vari fattori, incluse le entrate totali di Credit Suisse, ma nessuna parte del compenso è stata o sarà collegata alle raccomandazioni specifiche o alle opinioni espresse in questo rapporto. Credit Suisse dichiara inoltre di aver fornito e/o che in futuro potrebbe fornire servizi di investment banking, mediazione, gestione patrimoniale, banca commerciale e altri servizi finanziari alla o alle società in oggetto o alle loro società collegate, a fronte dei quali hanno ricevuto o potrebbero ricevere onorari e commissioni standard, e che costituiscono o potrebbero costituire importanti interessi finanziari o commerciali in relazione alla o alle società in oggetto o ai titoli in questione.

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

APAC - AVVISO IMPORTANTE
Le informazioni contenute nel presente documento costituiscono materiale di marketing; non si tratta di una ricerca di investimento. Per tutti i conti, a eccezione di quelli gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: il presente documento è stato redatto da Credit Suisse AG ("Credit Suisse") solo a titolo informativo generale. Non è e non intende costituire una ricerca o un'analisi approfondita e, di conseguenza, non rappresenta una ricerca o una raccomandazione di investimento per scopi normativi. Non tiene conto della situazione, delle esigenze e degli obiettivi finanziari, che sono considerazioni necessarie su cui basare una decisione di investimento, di una singola persona. Le informazioni fornite non intendono costituire una base sufficiente su cui prendere decisioni di investimento e non rappresentano una raccomandazione personale o una consulenza di investimento. Credit Suisse non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'adeguatezza dei prodotti o servizi specificati nel presente documento per un particolare investitore. Non costituisce un invito o un'offerta di sottoscrizione o di acquisto di prodotti o servizi in esso specificati né un invito a partecipare ad altre transazioni. Gli unici termini legalmente vincolanti sono contenuti nella rispettiva documentazione di prodotto o nelle conferme e nei contratti specifici redatti da Credit Suisse. Per i conti gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: il presente documento è stato redatto da Credit Suisse AG ("Credit Suisse") solo a titolo informativo generale. Non è e non intende costituire una ricerca o un'analisi approfondita e, di conseguenza, non rappresenta una ricerca di investimento per scopi normativi. Non tiene conto della situazione, delle esigenze e degli obiettivi finanziari, che sono considerazioni necessarie su cui basare una decisione di investimento, di una singola persona. Credit Suisse non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'appropriatezza di prodotti o servizi specificati nel presente documento per un particolare investitore. Non costituisce un invito o un'offerta di sottoscrizione o di acquisto di prodotti o servizi in esso specificati né un invito a partecipare ad altre transazioni. Gli unici termini legalmente vincolanti sono contenuti nella rispettiva documentazione di prodotto o nelle conferme e nei contratti specifici redatti da Credit Suisse. Per tutti: in relazione ai prodotti specificati nel presente documento, Credit Suisse e/o le sue società collegate possono:

- avere avuto un ruolo precedente nella predisposizione o nell'erogazione di finanziamenti alle entità oggetto;
- essere una controparte in transazioni successive in relazione alle entità oggetto o
- pagare, o aver pagato, oppure ricevere o aver ricevuto, una remunerazione una tantum o ricorrente dalle entità specificate nel presente documento, come parte della sua/loro retribuzione. Tali pagamenti possono essere eseguiti o ricevuti da terzi.

Credit Suisse e/o le sue società collegate (inclusi i rispettivi funzionari, amministratori e collaboratori) possono essere, o possono essere stati, coinvolti in altre transazioni con le entità oggetto specificate o altre parti indicate, ma non rivelate, nel presente documento. Credit Suisse, per se stessa e per conto di ciascuna delle sue società collegate, si riserva il diritto di fornire e continuare a fornire servizi e di trattare e continuare a trattare con le entità oggetto dei prodotti specificati in questo documento o con altre parti in relazione ai prodotti specificati nel presente documento. Credit Suisse o le sue società collegate possono o potrebbero inoltre detenere posizioni di trading nel capitale azionario di una qualsiasi delle entità oggetto specificate nel presente documento.

Per tutti i conti, a eccezione di quelli gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: una società collegata di Credit Suisse può aver agito sulla base delle informazioni e dell'analisi contenute nel presente documento prima che fosse messo a disposizione del destinatario. Entro i limiti di legge, una società collegata di Credit Suisse può partecipare ad altre operazioni di finanziamento con l'emittente dei titoli a cui si fa riferimento nel presente documento o investire in esse, prestare servizi o sollecitare affari da tali emittenti oppure avere una posizione o effettuare transazioni in loro titoli o opzioni. Nei più ampi termini previsti dalla legge, Credit Suisse, le sue società collegate e ciascuno dei rispettivi amministratori, collaboratori e consulenti non accettano alcuna responsabilità derivante da omissioni o errori contenuti nel presente documento né per perdite né per danni diretti, indiretti, specifici, consequenziali o incidentali subiti dal destinatario di questo documento o da qualsiasi altra persona che abbia usato o fatto affidamento sulle informazioni in esso contenute. Né Credit Suisse né le sue società collegate (o i rispettivi amministratori, funzionari, collaboratori o consulenti) rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità e/o alla completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le informazioni contenute nel presente documento rappresentano considerazioni generali sull'andamento del mercato e non costituiscono alcun tipo di servizio legale, fiscale o di altro servizio regolamentato. Le osservazioni e i giudizi contenuti nel presente documento possono essere differenti o incoerenti rispetto alle osservazioni e ai giudizi degli analisti di Credit Suisse Research, di altre divisioni o di posizioni in proprio di Credit Suisse. Credit Suisse non ha l'obbligo di aggiornare, notificare o fornire informazioni aggiuntive ad alcuna persona, qualora venga a conoscenza dell'eventuale inesattezza o incompletezza o di modifiche apportate alle informazioni contenute nel presente documento. Se il presente documento contiene affermazioni riguardanti performance future, tali affermazioni hanno carattere previsionale e sono soggette a numerosi rischi e incertezze. La performance conseguita in passato non è un indicatore affidabile di risultati futuri.

Per i conti gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: una società collegata di Credit Suisse può aver agito sulla base delle informazioni e dell'analisi contenute nel presente documento prima che fosse messo a disposizione del destinatario. Entro i limiti di legge, una società collegata di Credit Suisse può partecipare ad altre operazioni di finanziamento con l'emittente dei titoli a cui si fa riferimento nel presente documento o investire in esse, prestare servizi o sollecitare affari da tali emittenti oppure avere una posizione o effettuare transazioni in loro titoli o opzioni. Nei più ampi termini previsti dalla legge, Credit Suisse, le sue società collegate e ciascuno dei rispettivi amministratori, collaboratori e consulenti non accettano alcuna responsabilità derivante da omissioni o errori contenuti nel presente documento né per perdite né per danni diretti, indiretti, specifici, consequenziali o incidentali subiti dal destinatario di questo documento o da qualsiasi altra persona che abbia usato o fatto affidamento sulle informazioni in esso contenute. Né Credit Suisse né le sue società collegate (o i rispettivi amministratori, funzionari, collaboratori o consulenti) rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità e/o alla completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le informazioni contenute nel presente documento rappresentano considerazioni generali sull'andamento del mercato e non costituiscono alcun tipo di servizio legale, fiscale o di altro servizio regolamentato. Le osservazioni e i giudizi contenuti nel presente documento possono essere differenti o incoerenti rispetto alle osservazioni e ai giudizi degli analisti di Credit Suisse Research, di altre divisioni o di posizioni in proprio di Credit Suisse. Credit Suisse non ha l'obbligo di aggiornare, notificare o fornire informazioni aggiuntive ad alcuna persona, qualora venga a conoscenza dell'eventuale inesattezza, incompletezza o di modifiche apportate alle informazioni contenute nel presente documento. Se il presente documento contiene affermazioni riguardanti performance future, tali affermazioni hanno carattere previsionale e sono soggette a numerosi rischi e incertezze. La performance conseguita in passato non è un indicatore affidabile di risultati futuri.

Per i conti gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: una società collegata di Credit Suisse può aver agito sulla base delle informazioni e dell'analisi contenute nel presente documento prima che fosse messo a disposizione del destinatario. Entro i limiti di legge, una società collegata di Credit Suisse può partecipare ad altre operazioni di finanziamento con l'emittente dei titoli a cui si fa riferimento nel presente documento o investire in esse, prestare servizi o sollecitare affari da tali emittenti oppure avere una posizione o effettuare transazioni in loro titoli o opzioni. Nei più ampi termini previsti dalla legge, Credit Suisse, le sue società collegate e ciascuno dei rispettivi amministratori, collaboratori e consulenti non accettano alcuna responsabilità derivante da omissioni o errori contenuti nel presente documento né per perdite né per danni diretti, indiretti, specifici, consequenziali o incidentali subiti dal destinatario di questo documento o da qualsiasi altra persona che abbia usato o fatto affidamento sulle informazioni in esso contenute. Né Credit Suisse né le sue società collegate (o i rispettivi amministratori, funzionari, collaboratori o consulenti) rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità e/o alla completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le informazioni contenute nel presente documento rappresentano considerazioni generali sull'andamento del mercato e non costituiscono alcun tipo di servizio legale, fiscale o di altro servizio regolamentato. Le osservazioni e i giudizi contenuti nel presente documento possono essere differenti o incoerenti rispetto alle osservazioni e ai giudizi degli analisti di Credit Suisse Research, di altre divisioni o di posizioni in proprio di Credit Suisse. Credit Suisse non ha l'obbligo di aggiornare, notificare o fornire informazioni aggiuntive ad alcuna persona, qualora venga a conoscenza dell'eventuale inesattezza, incompletezza o di modifiche apportate alle informazioni contenute nel presente documento. Se il presente documento contiene affermazioni riguardanti performance future, tali affermazioni hanno carattere previsionale e sono soggette a numerosi rischi e incertezze. La performance conseguita in passato non è un indicatore affidabile di risultati futuri.

Per i conti gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: una società collegata di Credit Suisse può aver agito sulla base delle informazioni e dell'analisi contenute nel presente documento prima che fosse messo a disposizione del destinatario. Entro i limiti di legge, una società collegata di Credit Suisse può partecipare ad altre operazioni di finanziamento con l'emittente dei titoli a cui si fa riferimento nel presente documento o investire in esse, prestare servizi o sollecitare affari da tali emittenti oppure avere una posizione o effettuare transazioni in loro titoli o opzioni. Nei più ampi termini previsti dalla legge, Credit Suisse, le sue società collegate e ciascuno dei rispettivi amministratori, collaboratori e consulenti non accettano alcuna responsabilità derivante da omissioni o errori contenuti nel presente documento né per perdite né per danni diretti, indiretti, specifici, consequenziali o incidentali subiti dal destinatario di questo documento o da qualsiasi altra persona che abbia usato o fatto affidamento sulle informazioni in esso contenute. Né Credit Suisse né le sue società collegate (o i rispettivi amministratori, funzionari, collaboratori o consulenti) rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità e/o alla completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le informazioni contenute nel presente documento rappresentano considerazioni generali sull'andamento del mercato e non costituiscono alcun tipo di servizio legale, fiscale o di altro servizio regolamentato. Le osservazioni e i giudizi contenuti nel presente documento possono essere differenti o incoerenti rispetto alle osservazioni e ai giudizi degli analisti di Credit Suisse Research, di altre divisioni o di posizioni in proprio di Credit Suisse. Credit Suisse non ha l'obbligo di aggiornare, notificare o fornire informazioni aggiuntive ad alcuna persona, qualora venga a conoscenza dell'eventuale inesattezza o incompletezza o di modifiche apportate alle informazioni contenute nel presente documento. Se il presente documento contiene affermazioni riguardanti performance future, tali affermazioni hanno carattere previsionale e sono soggette a numerosi rischi e incertezze. La performance conseguita in passato non è un indicatore affidabile di risultati futuri.

Per i conti gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: una società collegata di Credit Suisse può aver agito sulla base delle informazioni e dell'analisi contenute nel presente documento prima che fosse messo a disposizione del destinatario. Entro i limiti di legge, una società collegata di Credit Suisse può partecipare ad altre operazioni di finanziamento con l'emittente dei titoli a cui si fa riferimento nel presente documento o investire in esse, prestare servizi o sollecitare affari da tali emittenti oppure avere una posizione o effettuare transazioni in loro titoli o opzioni. Nei più ampi termini previsti dalla legge, Credit Suisse, le sue società collegate e ciascuno dei rispettivi amministratori, collaboratori e consulenti non accettano alcuna responsabilità derivante da omissioni o errori contenuti nel presente documento né per perdite né per danni diretti, indiretti, specifici, consequenziali o incidentali subiti dal destinatario di questo documento o da qualsiasi altra persona che abbia usato o fatto affidamento sulle informazioni in esso contenute. Né Credit Suisse né le sue società collegate (o i rispettivi amministratori, funzionari, collaboratori o consulenti) rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità e/o alla completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le informazioni contenute nel presente documento rappresentano considerazioni generali sull'andamento del mercato e non costituiscono alcun tipo di servizio legale, fiscale o di altro servizio regolamentato. Le osservazioni e i giudizi contenuti nel presente documento possono essere differenti o incoerenti rispetto alle osservazioni e ai giudizi degli analisti di Credit Suisse Research, di altre divisioni o di posizioni in proprio di Credit Suisse. Credit Suisse non ha l'obbligo di aggiornare, notificare o fornire informazioni aggiuntive ad alcuna persona, qualora venga a conoscenza dell'eventuale inesattezza o incompletezza o di modifiche apportate alle informazioni contenute nel presente documento. Se il presente documento contiene affermazioni riguardanti performance future, tali affermazioni hanno carattere previsionale e sono soggette a numerosi rischi e incertezze. La performance conseguita in passato non è un indicatore affidabile di risultati futuri.

Per tutti i conti, a eccezione di quelli gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: Credit Suisse potrebbe non aver adottato le misure necessarie a garantire che i titoli a cui si fa riferimento in questi rapporti siano indicati per un particolare investitore. Credit Suisse non tratterà i destinatari dei rapporti come propri clienti in virtù del fatto che li ricevono. Per i conti gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: Credit Suisse potrebbe non aver adottato le misure necessarie a garantire che i titoli a cui si fa riferimento in questi rapporti siano adatti a un particolare investitore. Credit Suisse non tratterà i destinatari dei rapporti come propri clienti in virtù del fatto che li ricevono. Per tutti: per un approfondimento dei rischi correlati all'investimento nei titoli citati nei rapporti, si rimanda al seguente link Internet:
https://investment.credit-suisse.com/re/riskdisclosure/

Per informazioni sulla divulgazione di informazioni relative alle società valutate da Credit Suisse Investment Banking citate nel presente rapporto si rimanda al sito della divisione Investment Banking, all'indirizzo:
https://rave.credit-suisse.com/disclosures

Per maggiori informazioni, compresa la diffusione di informazioni relative ad altri emittenti, si rimanda al sito Credit Suisse Global Research Disclosure all'indirizzo:
https://www.credit-suisse.com/disclosure

AUSTRALIA Il presente documento è distribuito in Australia da Credit Suisse AG, Sydney Branch, a solo scopo informativo a clienti "Wholesale" (secondo quanto definito nella sezione 761G(7) del Corporations Act). Credit Suisse AG, Sydney Branch, non garantisce il rendimento, né rilascia alcuna garanzia in merito alla performance, dei prodotti finanziari a cui il presente rapporto fa riferimento. In Australia, le entità di Credit Suisse Group diverse da Credit Suisse AG, Sydney Branch, non sono istituti di deposito autorizzati per gli scopi definiti nel Banking Act 1959 (Cth.) e le loro obbligazioni non rappresentano depositi o altre passività di Credit Suisse AG, Sydney Branch. Credit Suisse AG, Sydney Branch, non garantisce né fornisce altre assicurazioni in merito alle obbligazioni di tali entità di Credit Suisse o dei fondi. HONG KONG Il presente documento è distribuito a Hong Kong da Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, un istituto in possesso della licenza "Authorized Institution" rilasciata dalla Hong Kong Monetary Authority e istituto registrato disciplinato dalla Securities and Futures Commission, ed è stato redatto in conformità alla sezione 16 del "Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission". I contenuti del presente documento non sono stati esaminati da un'autorità di regolamentazione di Hong Kong. Si raccomanda di valutare con cautela qualsiasi offerta. In caso di dubbi sui contenuti del presente documento, vogliate rivolgervi a un consulente professionale indipendente. Nessuno può avere rilasciato o posseduto a scopo di pubblicazione, né rilasciare o possedere a scopo di pubblicazione, a Hong Kong o altrove, qualsiasi pubblicità, invito o materiale relativo a questo prodotto rivolto o il cui contenuto potrebbe essere accessibile o letto dal pubblico di Hong Kong (salvo se consentito dalle leggi sui valori mobiliari di Hong Kong), a meno che questo prodotto non venga o sia destinato a essere ceduto solo a persone al di fuori di Hong Kong o solo a "investitori professionali", secondo la definizione della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) di Hong Kong e relative norme. SINGAPORE: il presente documento è distribuito a Singapore da Credit Suisse AG, Singapore Branch, autorizzata a eseguire operazioni bancarie dalla Monetary Authority of Singapore ai sensi del Banking Act (Cap. 19). Il presente rapporto è stato allestito ed emesso per la distribuzione a Singapore esclusivamente a investitori istituzionali, accreditati ed esperti (ciascuno dei quali viene definito in conformità ai Financial Advisers Regulations ("FAR")). Credit Suisse AG, Singapore Branch, può distribuire rapporti redatti dalle sue entità o collegate estere in conformità a un accordo ai sensi del Regulation 32C dei FAR. Per qualunque questione derivante dal presente rapporto o a esso attinente, i destinatari di Singapore devono rivolgersi a Credit Suisse AG, Singapore Branch, al numero +65-6212-2000. In virtù del vostro status di investitore istituzionale, investitore accreditato o investitore esperto, Credit Suisse AG, Singapore Branch, è esonerata dal rispetto di determinati requisiti di conformità ai sensi del Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore (il "FAA"), dei Financial Advisers Regulations e delle Notices e Guidelines applicabili emanati ai sensi di questi, con riferimento a qualsiasi servizio di consulenza finanziaria che Credit Suisse AG, Singapore Branch, possa fornirvi. Ciò include l'esonero dall'obbligo di attenersi a:

- sezione 25 del FAA (in conformità al Regulation 33(1) dei FAR);
- sezione 27 del FAA (in conformità al Regulation 34(1) dei FAR) e
- sezione 36 del FAA (in conformità al Regulation 35(1) dei FAR).

I destinatari di Singapore sono invitati a contattare Credit Suisse AG, Singapore Branch, per qualsiasi questione che deriva o riguarda il presente documento.

In caso di domande/obiezioni in merito alla ricezione di materiale di marketing da Credit Suisse, vogliate contattare il nostro Incaricato della protezione dei dati scrivendo a dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com (per Credit Suisse AG, HK Branch) o PDPO.SGD@credit-suisse.com (per Credit Suisse AG, SG Branch) o csau.privacyofficer@credit-suisse.com (per Credit Suisse AG, Sydney Branch).

L'intero contenuto del presente documento è protetto dalla legge sul copyright (tutti i diritti riservati). Non è consentito riprodurre, trasmettere (con mezzi elettronici o altro), modificare o usare per finalità pubbliche o commerciali il presente documento o parti di esso
senza il previo consenso scritto di Credit Suisse. © 2022, Credit Suisse Group AG e/o società collegate. Tutti i diritti riservati. Credit Suisse AG (Numero di entità univoco a Singapore: S73FC2261L) è costituita in Svizzera con responsabilità limitata.

22C014A_IS

Sigla editoriale

Caporedattore
Philipp Lisibach
Head of Global Investment Strategy

Amministratore
Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Economics & Research

Supporto editoriale
Catherine McLean Trachsler
Christa Jenni
Christine Mumenthaler
Flurina Krähenbühl

Project management
Camilla Damm Leuzinger
Claudia Biri
Serhat Günes
Laurence Lam

Scadenza editoriale
11 novembre 2022

Design
LINE Communications AG

Traduzioni
Credit Suisse Language & Translation Services

Maggiori informazioni
credit-suisse.com/investmentoutlook

Riferimenti

1 Solar Industry Supply Chain That Will Beat Climate Change Is Already Being Built – Bloomberg

2 UK's Biggest-Ever Renewables Auction Is Also the Cheapest – Bloomberg

3 Solar power generation (ourworldindata.org)

4 Renewable electricity – Renewable Energy Market Update – May 2022 – Analysis – IEA

5 Solar Industry Supply Chain That Will Beat Climate Change Is Already Being Built – Bloomberg

6 Solar Is Now 33% Cheaper Than Gas Power in US, Guggenheim Says – Bloomberg

Autori/Contributi

Daniel Rupli
Head of Single Security Research, Equity Credit

David Sneddon
Head of Global Technical Analysis

Tobias Merath
Head of Wealth Content Strategy

Luca Bindelli
Head of Global FI, FX and Commodity Strategy

Marc Häfliger
Head of Global Equity Strategy

David Wang
Head of China Economics

Jelena Kucenko
Head of Global Alternative Investments Strategy

Jessie Gisiger
Head of Global Credit Strategy and Investment Themes

Stefan Graber
Head of Global Commodity Strategy

Karsten Linowsky
Head of Global Currency Strategy

Ralf Büsser
Head of Portfolio Strategy and Risk

Claude Maurer
Chief Economist Switzerland

Anand Datar
Alternative Investments Strategist

Sarah Leissner
Alternative Investments Strategist

Rasmus Rousing
Equity Strategist

Laura Smith
Equity Strategist

Sunny Chabriya
Equity Strategist

Satish Aluri
Equity Strategist

Florence Hartmann
Emerging Market Bonds & FX Strategist

Francesco Mazzeo
Sustainable Investment Analyst

credit-suisse.com

© 2022, CREDIT SUISSE