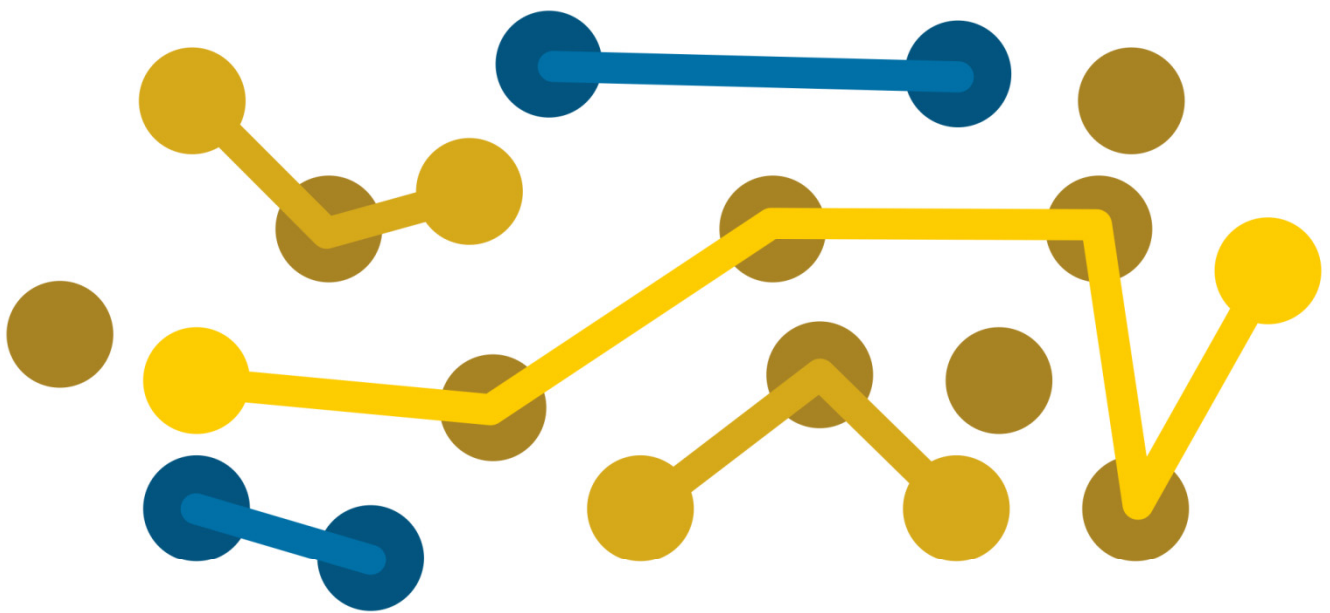


In marcia verso una nuova normalità ?



Popolazione attiva
Aritmetica demografica
Pagina 14

Politica monetaria
**Bilancio della BNS e
regolamentazione**
Pagina 17

Agenda di politica economica
**Decisione sulla Brexit:
assoluta incertezza per
la Svizzera**
Pagina 23

Sigla editoriale

Editore: Investment Solutions & Products

Loris Centola
Global Head of PB Research
Tel. +41 44 333 57 89
E-Mail: loris.centola@credit-suisse.com

Dr. Oliver Adler
Head Economic Research
Tel. +41 44 333 09 61
E-Mail: oliver.adler@credit-suisse.com

Chiusura redazionale

15 settembre 2016

Visitateci su Internet

www.credit-suisse.com/research

Copyright

La pubblicazione può essere citata con l'indicazione della fonte.
Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG e /o delle sue affiliate.
Tutti i diritti riservati

Collaborazione

Tomasz Limberger

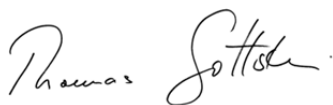
Gentili lettrici, stimati lettori

Uno degli errori più lampanti in termini di previsioni commesso dagli economisti negli ultimi anni è stata la sistematica sovrastima della crescita globale. L'errore, strettamente correlato, degli analisti finanziari è stata la valutazione sbagliata in merito al solido trend di flessione degli interessi. Una cosa interessante è che gli economisti di Credit Suisse hanno sovrastimato la crescita del prodotto interno lordo della Svizzera in misura inferiore rispetto ad es. agli USA e all'Eurozona. Una possibile spiegazione è da ricercarsi semplicemente nel fatto che i nostri economisti, nell'ambito della previsione per la Svizzera, se la cavino meglio grazie alla loro dimestichezza con il tema. Ma per quale motivo chi effettua previsioni, anche a livello locale, ha invece ad esempio sovrastimato di gran lunga la crescita negli USA e anche quella nell'Eurozona?

Una spiegazione più convincente ci sembra essere quella secondo cui determinati fattori hanno sostenuto in modo più consistente la crescita in Svizzera negli ultimi anni rispetto ad altri paesi. Pertanto sono stati in grado di compensare in larga parte gli shock fortemente negativi che hanno interessato la nostra economia (ossia le spinte alla sopravvalutazione del CHF). A nostro giudizio, due fattori sono stati determinanti: innanzitutto la crescita occupazionale, e quindi dei consumi, sospinta dalla grande immigrazione e, in secondo luogo, il boom immobiliare svizzero. I tassi d'interesse estremamente bassi e il solido andamento occupazionale sono stati i driver responsabili di questo boom e della robusta crescita dei crediti che lo hanno finanziato. Nella maggior parte degli altri paesi industrializzati erano assenti almeno uno, o persino entrambi questi fattori. Negli USA la ripresa del ciclo creditizio ed edilizio dopo la crisi finanziaria è stata nettamente più timida. Al contrario, l'occupazione è cresciuta in modo notevole, pur partendo da un livello basso, ma la quota occupazionale è comunque sostanzialmente calata fino a poco tempo fa, e l'immigrazione ha evidenziato un ristagno. In molti paesi europei entrambi i fattori erano assenti. In questo senso il risanamento titubante delle banche è stato uno dei fattori determinanti per la scarsa erogazione dei crediti e la debole congiuntura.

Al contrario, il driver di crescita centrale in altri cicli, nello specifico la crescita della produttività, ha presentato sia in Svizzera che altrove un andamento straordinariamente debole. In questo senso possiamo attenderci una chiara inversione di tendenza? Diversi fattori sono contrari a un nuovo boom degli investimenti capace di sospingere la produttività, non da ultimo l'invecchiamento, che limita il trend di crescita nel lungo termine e che diminuisce quindi la necessità di investimenti. Sebbene il progresso tecnologico prosegua a grande velocità, ci aspettiamo pertanto a livello globale quote di investimenti ancora sotto la media e timidi progressi della produttività. Se in Svizzera si aggiungesse ora un calo dell'immigrazione ([relativi scenari a pag. 14](#)), anche da noi la crescita tendenziale diminuirà. C'è da sperare che si tratterà di un processo graduale, affinché anche il settore immobiliare possa prepararsi a un soft landing. Ciò dovrebbe riuscire nell'ambito del nostro scenario di base, poiché non ipotizziamo uno shock dei tassi. Da ultimo, in virtù dell'andamento demografico, non sono ipotizzabili soltanto investimenti titubanti, ma anche un livello costantemente elevato di risparmi – e quindi bassi interessi reali.

Vi auguriamo una lettura interessante.



Thomas Gottstein
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler
Head Economic Research

Sommario

Congiuntura globale	5
Attualmente la crescita economica mondiale non è molto entusiasmante. Ciononostante si contraddistingue per una certa capacità di resistenza. Ciò ha consentito di superare gli ultimi trimestri, nonostante i vari shock, senza consistenti contraccolpi.	
Congiuntura Svizzera	7
L'economia svizzera dovrebbe evidenziare un'espansione dell'1,5% nel 2017. La crescita sarà quindi prevedibilmente ancor più debole rispetto a prima della rivalutazione del CHF. Fatta eccezione per le esportazioni, non c'è da attendersi un'accelerazione in nessuna componente della domanda.	
Settori	12
Le esportazioni di merci elvetiche tornano a crescere. Finora, tuttavia, la crescita è da attribuirsi quasi unicamente all'industria chimico-farmaceutica.	
Dibattito migrazione e popolazione attiva	14
L'implementazione dell'ICIM influenzerà l'emigrazione verso la Svizzera. Le ripercussioni sulla popolazione attiva si evincono dalle nostre modellizzazioni.	
Politica monetaria	17
A nostro giudizio, le nuove regolamentazioni bancarie forzeranno indirettamente la BNS e altre banche centrali ad avere un bilancio patrimoniale notevolmente superiore rispetto a prima della crisi finanziaria globale.	
Regioni	20
Con la Riforma III dell'imposizione delle imprese (RI imprese III) si prospetta una ristrutturazione del sistema fiscale elvetico. In futuro l'attrattiva dei singoli cantoni verrà determinata sempre più dalle rispettive aliquote fiscali ordinarie sugli utili. Basilea-Città, Vaud e Ginevra in forte recupero in termini di attrattiva.	
Agenda di politica economica	23
Per la Svizzera le conseguenze nel medio e lungo termine del voto sulla Brexit restano incerte. Le trattative con l'UE dovrebbero persino essere più difficili nel breve termine. La popolazione svizzera intravede dei vantaggi per l'economia e la politica.	
Immobili	25
La crescita dei prezzi nell'ambito della proprietà abitativa in Svizzera continua a registrare un tendenziale indebolimento. Emergono sempre più differenze tra gli appartamenti di proprietà e le case unifamiliari.	
Previsioni e indicatori	27

Congiuntura globale

Crescita bassa, ma costante

Attualmente la crescita economica mondiale non è molto entusiasmante. Ciononostante si contraddistingue per una certa capacità di resistenza. Ciò ha consentito di superare gli ultimi trimestri, nonostante i vari shock, senza consistenti contraccolpi.

La solida crescita negli USA dovrebbe consentire un rialzo dei tassi di riferimento a fine anno

Nei mesi scorsi la solidità dell'economia statunitense non ha registrato particolari variazioni. Il prodotto interno lordo (PIL) ha evidenziato un'espansione molto contenuta nel primo semestre, dal momento che i tassi di crescita hanno risentito, in parte, di effetti particolari. Ipotizziamo comunque per il secondo semestre una leggera accelerazione. I pilastri della crescita USA sono ancora da ricercarsi nell'economia interna: consumi privati robusti, una ripresa costante del settore edilizio, e pochi ostacoli da parte della politica fiscale. Unicamente il settore manifatturiero ha risentito per lungo tempo di una netta pressione, ma almeno sembra stabilizzarsi. Il mercato del lavoro resta in ottime condizioni, e anche la crescita dei salari avanza ulteriormente, seppur molto lentamente. In assenza una chiara pressione dell'inflazione, i prossimi interventi sui tassi da parte della banca centrale statunitense saranno molto gradualisti. Ipotizziamo il prossimo incremento dei tassi ancora quest'anno, e a esso ne seguiranno altri due nel 2017.

Brexit finora meno negativa di quanto temuto; l'Eurozona dovrebbe crescere moderatamente

Gli effetti negativi diretti della decisione britannica di lasciare l'Unione europea (UE) sono stati finora contenuti. L'andamento degli affari, dopo una prima flessione, si è rasserenato, e i dati «reali» presentano finora un quadro relativamente robusto. Ciononostante la Bank of England ha allentato la propria politica monetaria e dovrebbe abbassare in futuro gli interessi attorno allo zero. A fine 2016 dovrebbe altresì far seguito uno stimolo fiscale. Nell'Eurozona, di conseguenza, ci sono stati finora pochi cambiamenti per le prospettive di crescita relativamente robuste, ma moderate. Dal momento che le prospettive per l'inflazione restano comunque contenute, la Banca centrale europea dovrà prolungare ancora una volta il suo programma di acquisto di obbligazioni.

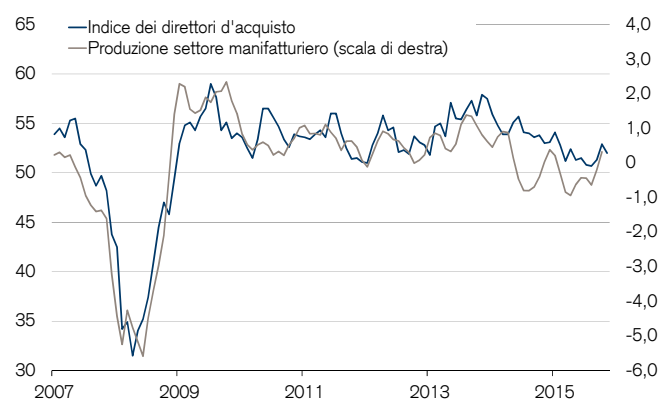
L'economia cinese, dopo la stabilizzazione, dovrebbe crescere nuovamente in modo più lento; Brasile e Russia superano la fase di minimo

Il quadro nei grandi paesi emergenti si presenta leggermente migliore rispetto a due o tre mesi fa. Nel primo semestre i dati cinesi hanno mostrato una positiva stabilizzazione, da attribuirsi però agli incentivi statali. Al contrario, nel settore privato la dinamica resta piuttosto debole. Pertanto ipotizziamo per il secondo semestre un nuovo rallentamento della crescita cinese, ma non una flessione. L'economia indiana continua a essere solida e le positive prospettive di crescita dovrebbero persistere anche l'anno prossimo. In Brasile la congiuntura si sta riprendendo solo molto lentamente dalla profonda recessione. Poiché l'inflazione si sta gradualmente ridimensionando, anche la banca centrale brasiliana dovrebbe poter tornare a ridurre lentamente i tassi di riferimento. Analogamente, la congiuntura russa sembra aver superato il minimo, anche se non c'è da attendersi una rapidissima ripresa, visti i prezzi dell'energia che continuano a essere bassi.

bjorn.eberhardt@credit-suisse.com

Industria manifatturiera USA dinanzi a una ripresa

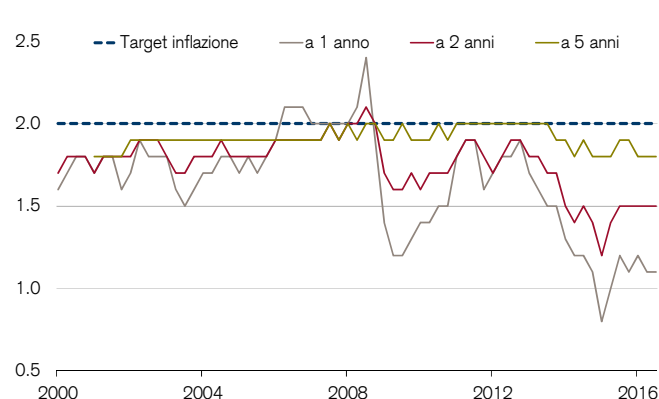
Indice; crescita in % rispetto al trimestre precedente



Fonte: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Prospettive per l'inflazione contenute nell'Eurozona

Target dell'inflazione BCE, tasso d'inflazione atteso dagli analisti professionisti in %



Fonte: Datastream, Credit Suisse

Congiuntura globale I Monitor

Gran Bretagna

Permane ancora una notevole incertezza relativamente alle ripercussioni sull'economia britannica dell'uscita della Gran Bretagna dall'UE («Brexit»). Gli ultimi dati congiunturali hanno sorpreso per lo più in positivo. Crediamo tuttavia che quest'andamento non permarrà. Anzi ipotizziamo ancora un consistente raffreddamento economico. Le imprese dovrebbero temporeggiare parecchio nell'effettuazione di investimenti e nell'assunzione di personale. Questo, a sua volta, andrà prevedibilmente a incidere negativamente sui consumi privati.

philipp.waeber@credit-suisse.com

USA

Nonostante tutte le differenze politiche, i candidati alla presidenza degli Stati Uniti concordano sul fatto che occorre aumentare le spese infrastrutturali. Nel frattempo, per via dei ritardi nell'implementazione, gli impulsi alla crescita dovrebbero iniziare per lo più solo a partire dal 2018. L'effetto sul bilancio pubblico potrebbe essere neutrale laddove venisse eletta Hillary Clinton che, infatti, ha in progetto incrementi della tassazione per i redditi elevati. Al contrario, il debito pubblico aumenterebbe ulteriormente in caso di elezione di Donald Trump, che prevede nel contempo sostanziali riduzioni delle imposte, in particolare per le imprese.

damian.kuenzi@credit-suisse.com

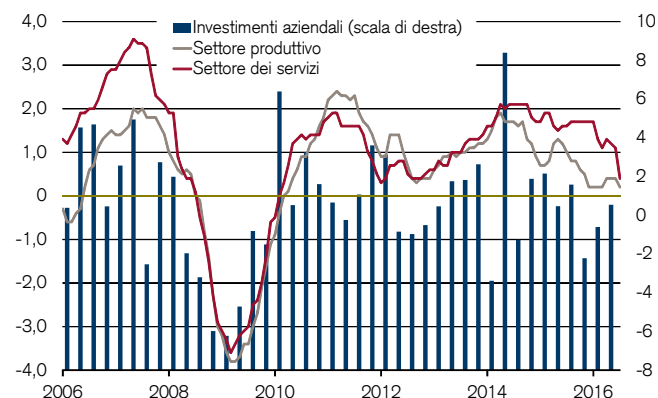
India

A differenza della crescita, ancora debole, nella maggior parte degli altri grandi paesi emergenti, l'economia indiana si trova in una fase di boom. Il paese cresce, già per il secondo anno di fila, in modo più consistente della Cina. Per l'anno finanziario 2017/18 ci attendiamo un'ulteriore accelerazione della crescita del PIL dell'8,0% rispetto all'anno precedente. A sospendere tutto ciò è soprattutto un programma di riforme completo, che dovrebbe trainare gli investimenti pubblici e privati.

nora.wassermann@credit-suisse.com

Crollo delle intenzioni d'investimento a seguito della Brexit

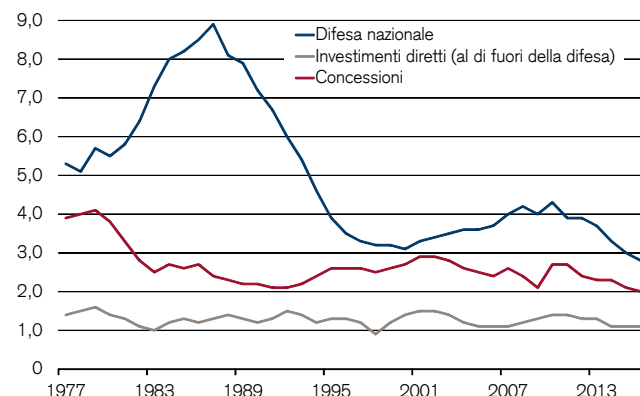
Intenzioni d'investimento secondo il BoE Agents Survey, crescita in % rispetto al trimestre precedente



Fonte: Datastream, Credit Suisse

Investimenti pubblici in calo da tempo

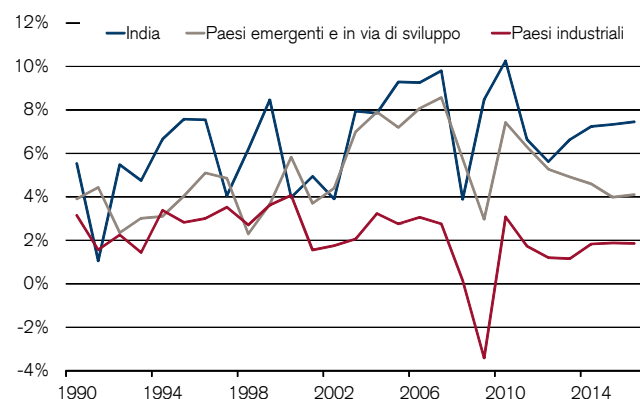
Investimenti nel capitale fisico, in % sulle spese federali (valore 2016 = stima)



Fonte: US Office of Management and Budget, Credit Suisse

Il boom economico indiano dovrebbe proseguire

Crescita prodotto interno lordo in % rispetto all'anno precedente



Fonte: FMI, Credit Suisse

Congiuntura Svizzera

Euforia inopportuna

L'economia svizzera dovrebbe evidenziare un'espansione dell'1,5% nel 2017. La crescita sarà quindi prevedibilmente ancor più debole rispetto a prima della rivalutazione del CHF. Fatta eccezione per le esportazioni, non c'è da attendersi un'accelerazione in nessuna componente della domanda.

Exploit nel 2° trimestre 2016: un effetto statistico

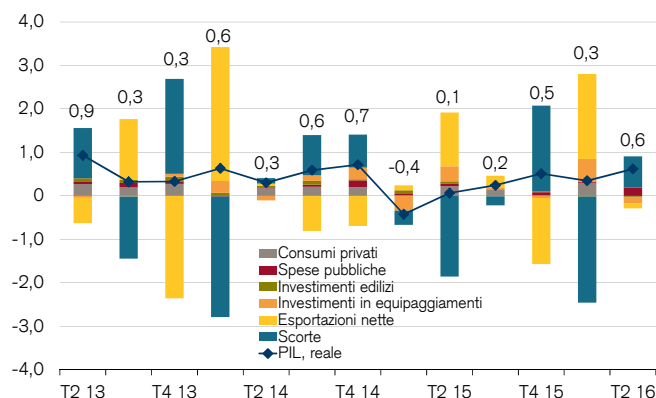
Secondo la Segreteria di Stato dell'economia (SECO), la prestazione economica è cresciuta dello 0,6% nel 2° trimestre di quest'anno rispetto al trimestre precedente. Complessivamente il prodotto interno lordo (PIL) per il semestre si è attestato nuovamente del 2% al di sopra del livello dell'anno precedente. La Svizzera si trova quindi nuovamente in una fase di boom? È opportuno essere prudenti: gran parte della crescita è da attribuirsi alla componente «scorte» (e alle «deviazioni statistiche» contenute nella stessa). È alquanto dubbio che le aziende abbiano effettivamente incrementato le loro scorte in modo così consistente, visto che il sondaggio condotto mensilmente tra i direttori d'acquisto da procure.ch nell'industria segnala persino un ridimensionamento delle scorte. Altrettanto positivo è stato l'andamento dei consumi pubblici, una componente il cui contributo oscilla fortemente da trimestre a trimestre. Al contrario i consumi privati hanno evidenziato un ristagno e gli investimenti sono calati – gli investimenti in attrezzature addirittura tanto quanto era avvenuto subito dopo l'abbandono del limite inferiore di 1.20 per il cambio EUR/CHF. Le esportazioni sono cresciute, ma ciò è da ricondursi soprattutto all'industria chimico-farmaceutica (v. Settori: «Andamento divergente delle esportazioni» a pag. 12). Nel contempo sono aumentati anche i volumi delle importazioni. Di conseguenza, non si può parlare di uno slancio che gode di un ampio sostegno.

Calo dei margini limitato, ma non compensato

I nostri tre indicatori cumulativi, con l'aiuto dei quali siamo in grado di misurare gli effetti della forza del franco (v. fig.), segnalano quindi anche un quadro eterogeneo: effettivamente gli indicatori del comparto «produzione» si sono ripresi, ma l'ampia dispersione in ambito industriale non si riscontra in questo caso. Dagli indicatori disponibili relativi al mercato del lavoro e ai consumi si evince che le economie domestiche non hanno finora risentito in modo consistente della solidità del franco, anzi fino a poco fa, grazie all'incremento del potere d'acquisto, ne hanno addirittura tratto vantaggio. Tuttavia le forti concessioni in termini di prezzi, che hanno temporaneamente raggiunto livelli record, e le relative consistenti perdite dei margini, che trovano riflesso nell'indicatore cumulativo «Quadro finanziario», si sono potute rimediare solo in parte (v. fig.). La debole situazione degli utili delle aziende caratterizzerà anche l'andamento congiunturale dell'anno prossimo. Di conseguenza ipotizziamo tuttora una crescita economica solo contenuta dell'1,5% nel 2017 (dopo un incremento rivisto in base alle cifre per il secondo trimestre pari all'1,5% quest'anno).

Componente delle scorte con grandi oscillazioni

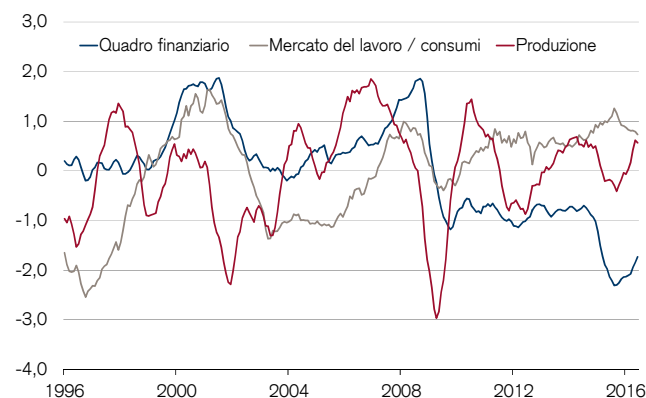
In % rispetto al trimestre precedente, depurato degli effetti stagionali



Fonte: Segreteria di Stato dell'economia (SECO), Credit Suisse

La forza del franco incide ancora su margini e utili

In deviazioni standard, media mobile a 3 mesi



Fonte: Datastream, Amministrazione federale delle dogane, Credit Suisse

L'indebolimento dell'emigrazione frena la crescita dei consumi

Nel 2017 i consumi privati, la componente più importante della domanda, dovrebbero però contribuire solo in misura limitata alla crescita economica. Sono due i fattori che ostacolano un'accelerazione. In primo luogo l'emigrazione dovrebbe ulteriormente indebolirsi (v. [indicazioni dettagliate a pag. 11 -> Immigrazione](#)). Secondo la nostra analisi, negli ultimi sette anni più di un quarto della crescita dei consumi si è basata sull'immigrazione. Anche il prossimo anno c'è da attendersi una maggiore domanda dovuta all'immigrazione, ma essa dovrebbe ammontare a meno di 1 CHF mia., quasi un quinto in meno rispetto all'anno precedente. In secondo luogo il sentiment dei consumatori resta probabilmente sotto pressione. Il tasso di disoccupazione è troppo elevato, e le notizie negative dalla Svizzera e dall'estero sono troppo numerose. L'indice dell'incertezza, che riporta quanto spesso venga citata l'«incertezza politica» nei resoconti dei media, ha toccato un nuovo massimo in concomitanza con la decisione sulla «Brexit» (v. [fig.](#)). Al contrario, i bassi interessi ipotecari sgravano i budget dei proprietari di casa e – grazie all'agganciamento delle locazioni al quadro dei tassi – ulteriormente anche quelli dei locatari, almeno in parte.

Nessun incremento della quota di disoccupati, ma anche assenza di crescita dei salari reali

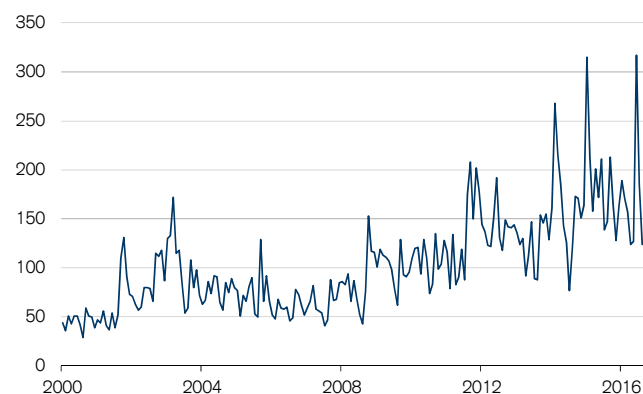
In fin dei conti le decisioni a livello di consumi vengono prese sulla base della situazione del mercato del lavoro. Di positivo c'è che la quota di disoccupati non cresce più. Ipotizziamo una quota di disoccupazione invariata l'anno prossimo, pari al 3,3%. Pertanto l'incremento, dopo lo «shock della rivalutazione» del gennaio 2015, è stato nettamente più basso rispetto alle crisi precedenti (v. [fig.](#)). Considerato lo sfruttamento sostanzialmente robusto delle capacità, le imprese, ove possibile, mantengono invariati i loro organici. Inoltre, in settori come quello sanitario e sociale o nel comparto pubblico, vengono creati tuttora nuovi posti di lavoro. Tuttavia, in ragione della flessione dei margini e degli utili, le aziende cercano di ridurre i costi salariali o tramite un maggiore ricorso al lavoro part-time (v. [«Mercato del lavoro» a pag. 11](#)) o per mezzo di una limitazione delle retribuzioni. Ciò lascia prospettare che, nel 2017, i salari cresceranno solo molto limitatamente. Ipotizziamo un incremento salariale dello 0,5% a livello nominale. Poiché, nel contempo, per la prima volta da cinque anni, il rincaro dovrebbe tornare in territorio positivo con un valore dello 0,5% (v. [«Inflazione» a pag. 11](#)), l'anno prossimo non si verificherà un incremento reale del potere d'acquisto. Complessivamente la crescita dei consumi, pari all'1% nel 2017, dovrebbe essere persino leggermente più debole del 2016 (1,1%).

I consumi pubblici sostengono ancora la crescita

L'anno prossimo la crescita dei consumi pubblici dovrebbe attestarsi a un livello analogo a quello del 2016. All'incremento della popolazione, leggermente più basso, e ai previsti programmi di risparmio si contrappongono bassi costi di rifinanziamento. Il driver principale dei consumi pubblici è rappresentato dalle spese per il personale, che nei cantoni incidono per più della metà. In particolare nei comuni e nei cantoni i dipendenti dovrebbero ulteriormente aumentare, e anche la Confederazione, nonostante gli sforzi per risparmiare, incrementerà ulteriormente i posti di lavoro. A fronte di una crescita dell'1,8%, i consumi statali saliranno prevedibilmente anche il prossimo anno di più del PIL e della cifra relativa alla popolazione.

Indice dell'incertezza ai massimi dopo la «Brexit»

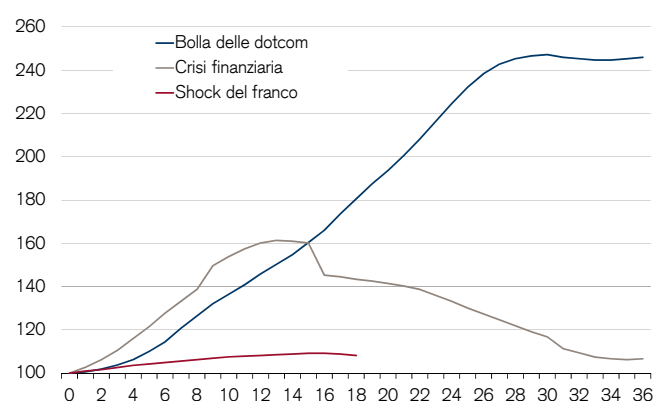
Numero di articoli relativi all'«incertezza politica»



Fonte: uncertainty.com, Factiva, Credit Suisse

Mercato del lavoro solido su base relativa

Variazione della quota di disoccupati, indice: 100 = inizio della rispettiva crisi



Fonte: Segreteria di Stato dell'economia (SECO), Credit Suisse

Variazioni quasi inesistenti nella propensione a investire

Anche nell'ambito della propensione a investire non si intravedono significative variazioni nel prossimo futuro. Per gli investimenti in attrezzature, a rappresentare dei freni sono soprattutto la difficile situazione dei ricavi e l'incertezza tuttora elevata. Al contrario, gli sforzi di razionalizzazione, i bassi tassi d'interesse e le valutazioni elevate delle azioni sono elementi favorevoli per gli investimenti negli equipaggiamenti. Un buon indicatore per il rispettivo andamento futuro è l'indice dei direttori d'acquisto (PMI) di Credit Suisse/procure.ch. Il PMI si muove da nove mesi al di sopra della soglia di crescita, anche se temporaneamente solo in modo limitato. Complessivamente prevediamo una crescita invariata degli investimenti in equipaggiamenti per l'anno prossimo. L'indice costruzioni, che si basa sulle cifre commerciali delle aziende che fanno parte della Società Svizzera degli Impresari-Costruttori, oltre che sulle domande edilizie pubblicate, è diventato un indicatore attuale per gli investimenti nel comparto edilizio (v. fig.). Sta registrando un nuovo record, il che indica un'accelerazione degli investimenti edilizi. Determinante per l'attuale accelerazione è innanzitutto l'edilizia residenziale, favorita dal quadro caratterizzato da interessi negativi (in altre parole: pressione all'investimento). Ciononostante, poiché in futuro la domanda di appartamenti destinati a locazione e di edifici adibiti a uffici diminuirà per via dell'indebolimento della crescita della popolazione e della minore crescita occupazionale, facendo al contempo aumentare gli sfiti, l'anno prossimo il rialzo degli investimenti edilizi dovrebbe essere limitato. Per il 2017 prevediamo un più 0,5%, come per il 2016.

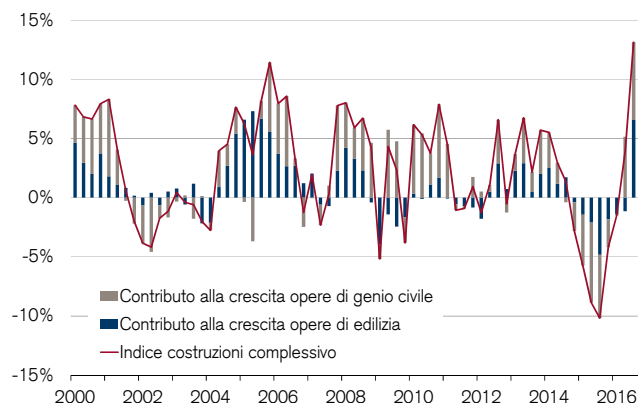
I volumi reali delle esportazioni dovrebbero ulteriormente riprendersi nel 2017

Nel frattempo la situazione per gli esportatori dovrebbe distendersi ulteriormente. Grazie alla combinazione di interessi negativi e acquisti di valute estere da parte della Banca nazionale svizzera, e presupponendo l'assenza di significative distorsioni sui mercati finanziari internazionali, il franco dovrebbe svalutarsi leggermente rispetto all'euro e al dollaro statunitense nel corso dell'anno. Nel contempo il barometro delle esportazioni di Credit Suisse, che fornisce un'approssimazione della domanda estera di merci elvetiche, indica che la crescita delle esportazioni dovrebbe proseguire nei prossimi mesi. Con un valore di 0.86, il barometro si attesta quasi al livello della sua media pluriennale e chiaramente al di sopra della soglia di crescita di 0 (v. fig.). Inoltre l'economia delle esportazioni svizzera è attiva nei settori che attualmente crescono a livello globale (v. «Esportazioni» a pag. 10). Di conseguenza, prevediamo per il 2017 un incremento delle esportazioni reali del 4.5% – nonostante una sopravvalutazione tuttora presente del franco che danneggia la competitività sul piano dei prezzi dell'industria svizzera delle esportazioni. Nello stesso periodo di tempo, le importazioni dovrebbero aumentare del 3,5%.

claud.maurer@credit-suisse.com

Indice costruzioni: l'edilizia registra un'impennata

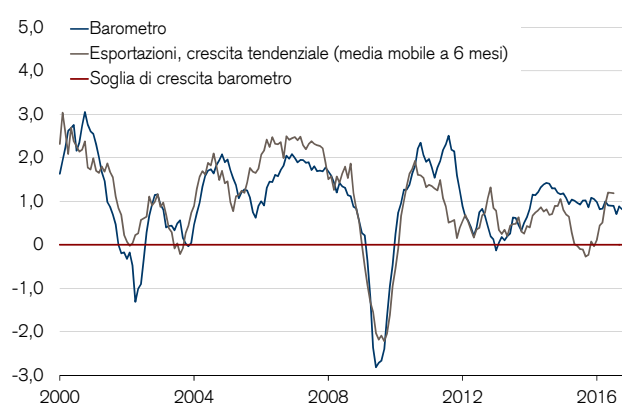
In % rispetto all'anno precedente



Fonte: Società Svizzera degli Impresari-Costruttori, Credit Suisse

Barometro delle esportazioni: ancora in crescita

In deviazioni standard



Fonte: Bloomberg, Datastream, PMIPremium, Credit Suisse

Monitor congiuntura Svizzera

Esportazioni

Tra il 2001 e il 2015 le esportazioni elvetiche sono cresciute del 7,6% all'anno, mentre le esportazioni globali sono aumentate in media dell'8,0% all'anno. La differenza tra la crescita svizzera e quella globale delle esportazioni (crescita netta) può essere ripartita tra una parte che riflette la specializzazione iniziale e una parte che illustra gli incrementi delle quote di mercato (potere concorrenziale). Da questa suddivisione si evince che l'industria svizzera delle esportazioni è stata attiva nei settori «giusti» tra il 2008 e il 2011 e soprattutto tra il 2011 e il 2015. Tuttavia, in tutti e tre i periodi analizzati, la Svizzera ha leggermente perso quote di mercato.

bettina.rutschi@credit-suisse.com

Consumi

Il commercio al dettaglio, secondo GFK, consegue in Svizzera un fatturato di poco inferiore a CHF 100 mia. all'anno. Ciò a fronte di spese delle economie domestiche per i consumi di circa CHF 340 mia. all'anno, come si evince dalle cifre dell'Ufficio federale di statistica. Di conseguenza, i consumi nell'ambito del commercio al dettaglio rappresentano, con una quota inferiore a un terzo, solamente poco più di quanto destinato da un'economia domestica media alla voce di spesa «Abitazione ed energia». Ciò chiarisce la ragione per cui i consumi privati possono aumentare sebbene i fatturati del commercio al dettaglio evidenzino una stagnazione o persino una diminuzione.

claudio.maurer@credit-suisse.com

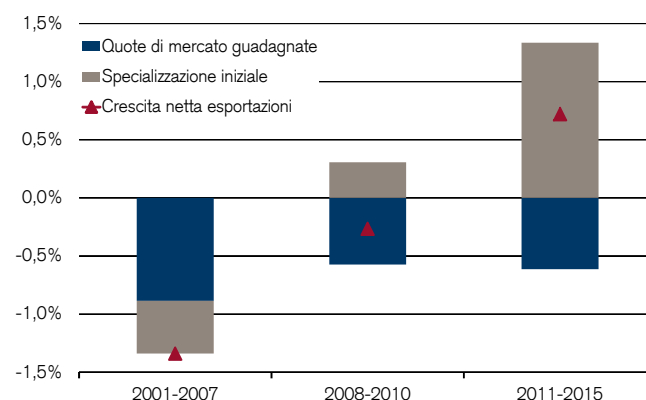
Investimenti

Circa la metà dello stock di capitale non finanziario in Svizzera, pari a circa CHF 460 mia. (senza gli immobili), è composto da macchinari «classici» (attribuiti all'aggregato «Altre attrezzature/comparto militare»). Tuttavia la quota di questa categoria diminuisce tendenzialmente dal 2009 – questo dopo solo un'interruzione di cinque anni a seguito della «reindustrializzazione». Al contrario, la gran parte delle categorie restanti cresce progressivamente da decenni. In particolare gli investimenti nei comparti ricerca e sviluppo, oltre che i prodotti informatici, diventano sempre più importanti.

claudio.maurer@credit-suisse.com

Una buona selezione dei settori è decisiva

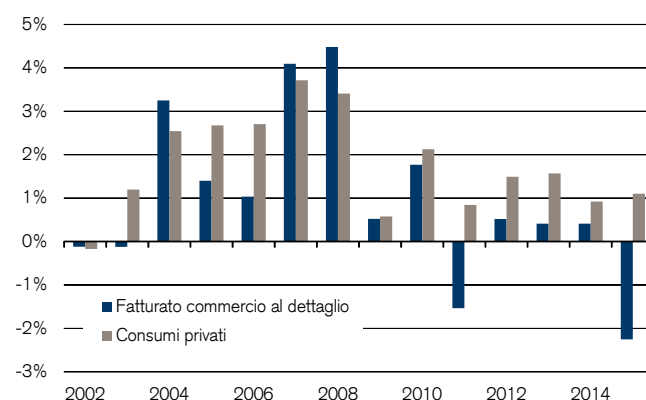
In % o punti percentuali



Fonte: Intracen, Credit Suisse

Commercio al dettaglio indicatore poco attendibile per i consumi complessivi

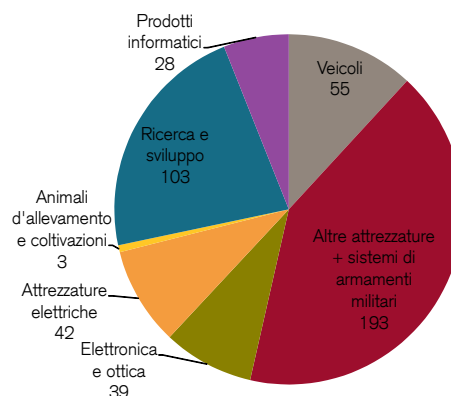
In % rispetto all'anno precedente



Fonte: Ufficio federale di statistica, GFK, Credit Suisse

Nello stock di capitale prevalgono tuttora i macchinari classici

In CHF mia., 2014



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Inflazione

Dopo che i prezzi al consumo sono calati per cinque anni, nel 2017 dovrebbero riprendersi leggermente. Prevediamo per il 2017 un tasso d'inflazione medio dello 0,5% (rivisto dallo 0,0%), dopo il -0,3% (anch'esso rivisto) nel 2016. A contribuire all'incremento è soprattutto la componente energetica. Ciò è da ricondursi all'aumento dei prezzi del petrolio. Al contrario, altre componenti dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) dovrebbero crescere solo con difficoltà. In primis dovrebbero rimanere pressoché invariate le locazioni (poco meno del 20% dell'IPC) per via degli interessi ipotecari storicamente bassi.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Immigrazione

L'immigrazione verso la Svizzera si è leggermente indebolita nei primi due trimestri dell'anno in corso. Se si raffronta l'andamento fino a questo momento nel 2016 con quello degli anni precedenti, emerge che l'immigrazione si attesta in linea con quella del 2010. Allora, a fine anno, era risultato un saldo migratorio della popolazione straniera residente di poco inferiore a 69'000 e, deducendo la tradizionale emigrazione degli svizzeri, un saldo di circa 65'000 persone per la popolazione complessiva. Alla luce di queste cifre e tenendo conto della crescita da noi attesa degli ingressi associati alle richieste d'asilo nel 2° semestre 2016, manteniamo la nostra previsione di un'immigrazione netta complessiva di 70'000 persone.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Mercato del lavoro

La situazione sul mercato del lavoro continua a restare tesa. Al fine di frenare la crescita dei costi salariali, le imprese ricorrono a una ricetta già sperimentata nelle recessioni passate: fanno sempre più affidamento sui posti di lavoro part-time. Dallo shock del franco il lavoro part-time è cresciuto fortemente, mentre l'occupazione a tempo pieno è calata in misura analoga a quanto avvenuto nel corso della crisi finanziaria. La maggior parte di questo slittamento ha avuto luogo nel settore dei servizi, comunque favorevole al part-time, ma anche nell'industria il numero dei posti part-time è nettamente aumentato dallo shock del franco. Ciò indica strategie di risparmio dei costi assunte consapevolmente.

lukas.gehrig@credit-suisse.com

Tassi d'inflazione nuovamente positivi nel 2017

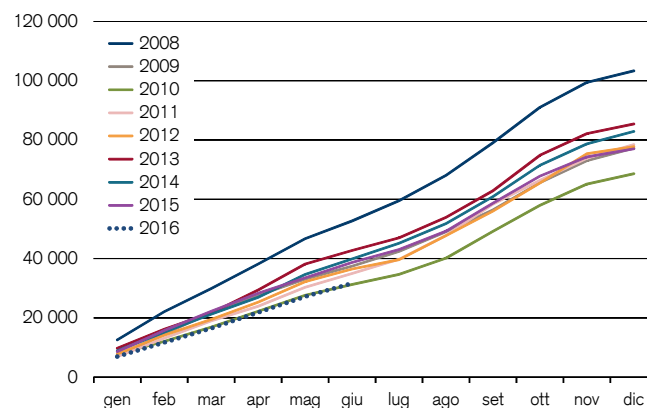
In %, rispetto all'anno precedente



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Immigrazione in linea con quella del 2010

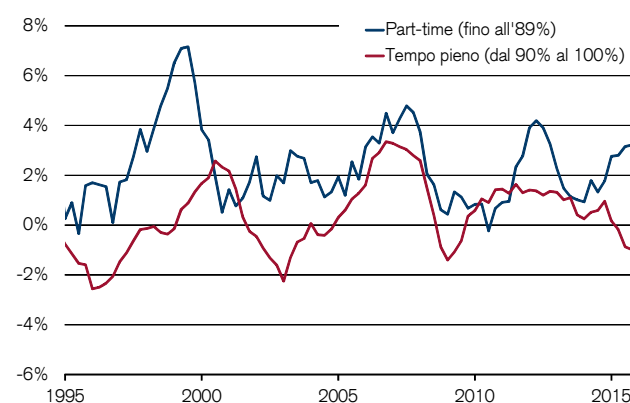
Saldo migratorio della popolazione straniera residente, cumulato, in persone



Fonte: Segreteria di Stato della migrazione, Credit Suisse

Posti di lavoro part-time invece che a tempo pieno

Crescita occupazionale in % rispetto all'anno precedente



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Settori

Andamento divergente delle esportazioni

Le esportazioni di merci elvetiche tornano a crescere. Finora, tuttavia, la crescita è da attribuirsi quasi unicamente all'industria chimico-farmaceutica.

Traino dall'industria chimico-farmaceutica, freno dall'industria orologiera

Dopo che, nel 2015, le esportazioni svizzere sono calate a livello nominale del 2,6% a seguito dello shock del franco, nell'anno in corso sono tornate a crescere. Tra gennaio e luglio 2016 hanno messo a segno un +4,2% rispetto all'anno precedente. Tuttavia lo slancio non è fondato su un ampio supporto poiché le differenze settoriali continuano a essere consistenti (v. fig.). Il contributo alla crescita più importante è giunto dall'industria chimico-farmaceutica: il principale settore delle esportazioni della Svizzera ha messo a segno un netto rialzo delle rispettive esportazioni (+12,9%) rispetto all'anno precedente. Senza quest'ultime le esportazioni svizzere avrebbero continuato a calare da inizio anno fino a questo momento. L'industria meccanica ed elettronica si è ripresa leggermente dalla flessione dell'anno precedente, ma finora, nel 2016, le esportazioni sono state ancora negative (-1,2% rispetto all'anno scorso). Il principale effetto negativo l'ha avuto nel mentre la netta flessione delle esportazioni nell'industria orologiera (-11,1%).

Dinamica delle esportazioni come parametro per la dinamica dell'export nel breve termine

Il quadro di andamenti divergenti viene confermato dalla cosiddetta dinamica delle esportazioni, che calcoliamo ora anche a livello settoriale (v. fig.). Questo indicatore raffronta la media ponderata delle esportazioni (depurate dagli effetti stagionali) degli ultimi tre mesi con quella degli ultimi sei mesi e consente quindi di prospettare l'andamento delle esportazioni nel breve termine. Un valore sopra lo 0 segnala un trend in crescita e viceversa. Tra i principali settori delle esportazioni, quello che si è ripreso più in fretta dallo shock del franco è stata l'industria chimico-farmaceutica. La dinamica d'esportazione si trova ininterrottamente in territorio positivo dall'autunno 2015. Nell'industria meccanica ed elettronica l'inversione di tendenza ha avuto luogo solo nella primavera 2016. L'industria orologiera registra invece una flessione dalla primavera 2015.

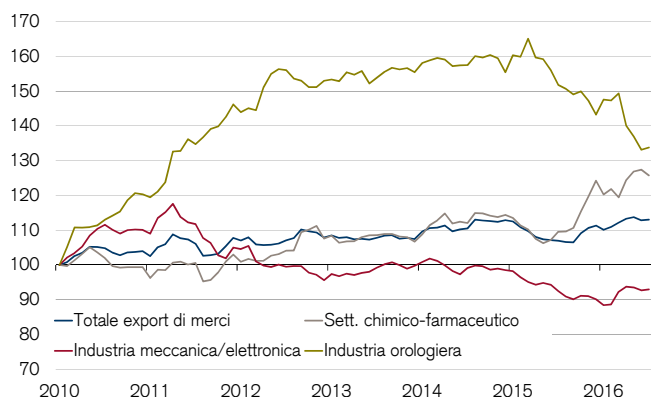
Le esportazioni svizzere dovrebbero continuare a crescere

Complessivamente ipotizziamo un'ulteriore crescita delle esportazioni elvetiche nei prossimi mesi. Il principale motore dovrebbe essere ancora l'industria chimico-farmaceutica, grazie alla solida domanda di prodotti farmaceutici, in particolare dagli USA. Determinante per l'ulteriore andamento nell'industria ciclica dei macchinari e dell'elettronica sarà la congiuntura nei principali mercati di sbocco. Attualmente dal contesto globale emergono impulsi moderatamente positivi. Per l'orologeria continueranno a permanere molte incertezze, tra cui quelle circa la congiuntura in Cina e la rispettiva influenza sulla propensione ai viaggi e alle spese dei consumatori cinesi.

emilie.gachet@credit-suisse.com

L'industria farmaceutica spinge le esportazioni

Esportazioni nom., depurate dagli effetti stagionali, media a 3 mesi, indice



Fonte: Amministrazione federale delle dogane, Credit Suisse

Industria orologiera sotto pressione

Esportazioni nom., depurate dagli effetti stagionali, dinamica delle esportazioni*

Dinamica delle esportazioni*	10-2014	11-2014	12-2014	01-2015	02-2015	03-2015	04-2015	05-2015	06-2015	07-2015	08-2015	09-2015	10-2015	11-2015	12-2015	01-2016	02-2016	03-2016	04-2016	05-2016	06-2016	07-2016
Settore chimico-farm.	0.3	0.4	0.2	-0.3	-1.1	-0.9	-2.0	-1.9	0.1	0.3	-0.8	1.1	3.2	2.2	3.6	0.7	1.1	1.2	2.0	2.2	1.1	0.3
Macchinari/elettronica	-0.1	-0.0	-0.5	-0.3	-1.1	-1.5	-0.8	-0.5	-1.3	-1.6	-1.4	-1.6	-0.3	-0.6	-1.6	-1.2	-0.2	1.5	0.9	0.0	0.7	0.8
Industria orologiera	0.4	0.2	1.9	1.8	0.6	0.3	0.0	-0.4	-1.3	-2.1	-1.1	-1.6	-1.1	-1.4	-0.5	1.0	-0.2	1.4	2.4	-2.3	-3.1	-1.7
Strumenti di precisione	0.9	1.1	0.7	0.3	-0.9	-0.3	-0.1	-0.6	-1.3	-0.6	-1.1	-0.5	0.1	-0.0	-0.9	0.8	1.0	0.7	1.1	1.2	1.0	1.0
Industria metallurgia	0.7	0.7	0.2	-0.4	-1.1	-1.3	-1.1	-0.7	-1.4	-1.4	-0.6	-1.0	-0.5	-0.5	-0.7	-0.2	0.4	0.7	0.7	0.7	0.2	0.9
Bigiotteria	0.3	1.9	3.6	0.1	2.2	-0.9	0.7	1.3	-0.4	-0.1	0.8	3.2	-0.9	-0.2	2.9	3.1	1.7	1.1	-1.1	-0.2	3.5	6.4
Industria alimentare	0.4	-0.2	-0.4	0.8	1.2	-1.1	-1.2	-0.8	-1.0	-0.9	0.5	0.8	1.1	-1.1	-1.2	0.3	0.5	1.7	0.2	1.6	-0.6	0.6
Settore automobilistico	6.6	4.7	4.2	2.5	-0.2	4.6	0.0	-0.7	-1.4	-7.5	-3.3	-3.0	1.5	1.3	-1.8	0.7	0.9	0.7	-0.5	-4.8	-6.8	-3.9
Industria plastica	-0.4	-0.0	0.1	-0.3	-1.6	-2.4	-2.0	-1.6	-1.8	-1.4	-1.2	-0.0	0.6	0.7	0.1	0.2	0.6	0.5	0.4	-0.1	-0.0	-0.1
Tessile/abbigliamento	0.9	1.0	0.8	-1.0	-2.4	-1.3	-0.0	0.8	0.5	0.3	0.3	-0.3	0.4	1.2	0.7	0.7	0.2	0.4	0.8	1.2	0.4	-0.4
Carta/stampa	-0.2	-0.5	-0.6	-1.9	-0.9	-3.1	-1.3	-1.5	-3.0	-1.5	-1.0	-1.3	-1.4	-0.9	-0.3	-0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	-0.3	-0.2
Totale export merci	0.4	0.5	0.1	0.0	-0.7	-0.9	-1.1	-1.1	-0.7	-0.7	-0.8	-0.4	1.2	0.8	0.4	0.4	0.8	0.9	0.9	0.8	0.0	0.5

*Positivo, se la media mobile a 3M esponenziale > media mobile a 6M esponenziale

Fonte: Amministrazione federale delle dogane, Credit Suisse

Settori I Monitor

Approvvigionamento energetico

La pressione sui produttori di elettricità elvetici non si allenta. Dopo che i prezzi all'ingrosso per la corrente erano crollati già a inizio anno a seguito della flessione dei prezzi delle materie prime, negli ultimi tre mesi sono ulteriormente scesi (maggio-luglio 2016: -9,0% rispetto all'anno precedente), raggiungendo quindi nuovi minimi. I prezzi che si sono potuti conseguire finora nel 2016 sul mercato all'ingrosso si attestano, in media, di circa il 40% al di sotto dei costi di produzione di una centrale idroelettrica media in Svizzera. I mercati (sulla base dei prezzi sul mercato a termine) non ipotizzano momentaneamente una ripresa dei prezzi all'ingrosso della corrente in Europa nei prossimi tre anni.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Commercio al dettaglio

Dopo che, nel primo trimestre 2016, la situazione del commercio al dettaglio si era leggermente distesa, il secondo trimestre ha mostrato un andamento deludente: i fatturati nominali si sono attestati dell'1,7% sotto il livello dell'anno precedente. Una parte di questa flessione è stata determinata dalle condizioni meteorologiche fredde e umide, che hanno messo alla prova soprattutto i segmenti abbigliamento (-8,3%), tempo libero (-5,8%) e fai da te (-4,3%). Nel complesso i fatturati del comparto non-food sono stati del 3,0% e i fatturati del comparto food/near-food di -0,5% inferiori al livello dell'anno precedente. Un segnale positivo è giunto dal fatto che nel primo semestre 2016 il turismo degli acquisti si è stabilizzato al livello del 2015. Per i prossimi mesi ci attendiamo una leggera distensione nel commercio al dettaglio.

patricia.feubli@credit-suisse.com

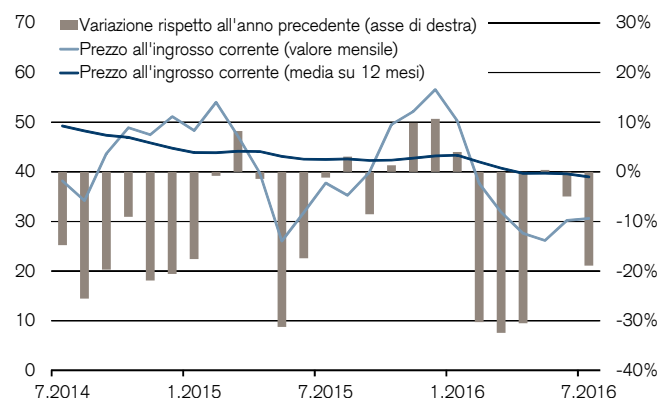
Turismo

Il settore del turismo deve fare i conti da oltre un anno con una flessione dei pernottamenti. I continui attacchi terroristici hanno tenuto lontano in particolare i turisti asiatici (da aprile a giugno 2016: -5,6% risp. all'anno precedente). La flessione dei pernottamenti negli alberghi di turisti europei (-1,0%) è da attribuirsi ancora alla solidità del franco. Inoltre, per via delle condizioni meteorologiche mediocri di inizio estate, anche gli ospiti svizzeri non hanno apportato impulsi alla crescita (-1,7%). Ciò è stato aggravato dalla flessione dei prezzi (gennaio-luglio 2016: -2,4% risp. all'anno precedente), che ha ulteriormente ridotto i fatturati del comparto alberghiero. Prevediamo che la situazione degli affari nel comparto alberghiero resterà difficile anche nei prossimi mesi.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Nel 2016 calo dei prezzi all'ingrosso della corrente a minimi storici

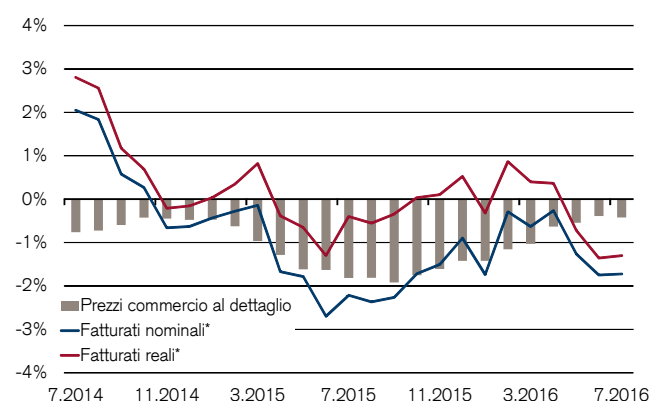
Prezzo medio sul mercato a pronti per l'elettricità di base (SwissIX) in CHF/MWh



Fonte: European Energy Exchange, Credit Suisse

Flessione nel 2° trimestre 2016 determinata in parte dalle condizioni meteo

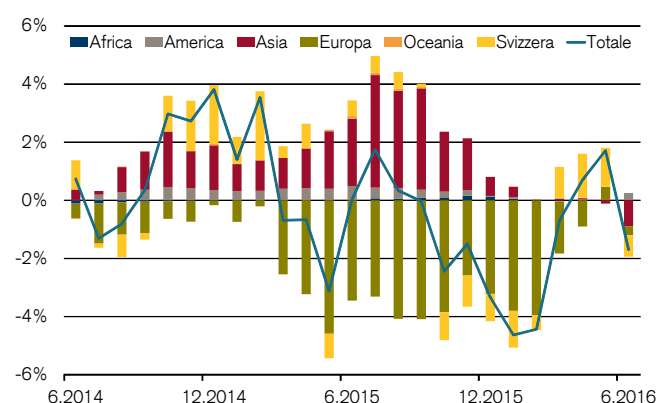
Media mobile a 3 mesi, variazione rispetto all'anno precedente in %



Fonte: GfK, Ufficio federale di statistica, Credit Suisse; *depurato dagli effetti di calendario

Non si vede ancora la luce alla fine del tunnel

Pernottamenti: media a 3 mesi dei contributi alla crescita per continente



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Dibattito migrazione e popolazione attiva

Aritmetica demografica

L'implementazione dell'ICIM influenzerà l'emigrazione verso la Svizzera. Le ripercussioni sulla popolazione attiva si evincono dalle nostre modellizzazioni.

Implementazione dell'iniziativa contro l'immigrazione di massa: il tempo stringe

Il dibattito relativo all'implementazione dell'iniziativa contro l'immigrazione di massa (ICIM) è entrato nella fase calda in queste settimane. La Costituzione prevede che l'iniziativa debba essere implementata già entro il 9 febbraio 2017 e, visto il tempo già trascorso, sorprende che non ci sia ancora molto di concreto sul tavolo delle trattative. La soluzione presentata di recente dalla Commissione delle istituzioni politiche del Consiglio nazionale mostra comunque un chiaro orientamento. La bozza di legge privilegia il mantenimento degli Accordi bilaterali con l'Unione europea (UE) rispetto a un'interpretazione letterale e rigida della Costituzione. Il fulcro di questa proposta consiste in una clausola di salvaguardia «light», che fa leva su un miglior sfruttamento del potenziale della forza lavoro interna e sull'obbligatorietà di comunicare i posti di lavoro in capo ai datori di lavoro in caso di un superamento di determinati valori soglia. Qualora i due strumenti non ottenessero l'effetto desiderato, il Consiglio federale può assumere dei provvedimenti per rimediare, che però devono essere decisi di comune accordo con l'UE. La fase successiva sarà rappresentata dalla discussione sulla proposta in seno al Consiglio nazionale nella prossima sessione autunnale. Al momento della stampa, il prossimo importante incontro del presidente della Confederazione con il presidente della Commissione europea Juncker del 19 settembre era ancora in programma.

Effetti sull'emigrazione verso la Svizzera

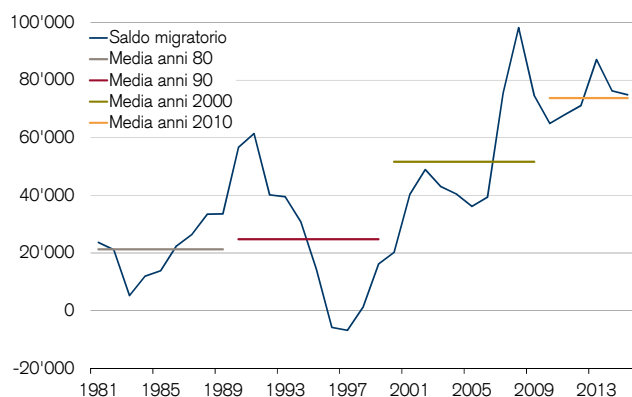
A prescindere da come verrà implementata l'ICIM, ossia tramite contingentamenti (annuali), precedenza agli svizzeri, clausola di salvaguardia nel caso di gravi problemi economici o sociali, o persino tramite eliminazione degli Accordi bilaterali, una cosa è certa: la rispettiva implementazione influenzerà l'emigrazione verso la Svizzera e quindi, da ultimo, la disponibilità di forza lavoro, oltre che la crescita della popolazione nel nostro paese. Attualmente l'immigrazione contribuisce per più dell'80% alla crescita della popolazione e, di conseguenza, è decisiva per il potenziale della forza lavoro. Inoltre, per quanto riguarda i flussi migratori, per la metà si tratta di una migrazione per motivi di lavoro. L'incertezza relativa alla consistenza futura dell'emigrazione è molto grande, non solo per via dell'imminente implementazione dell'ICIM. Tuttavia, per farsi un'idea dell'incidenza di una limitazione dell'emigrazione sulla popolazione attiva della Svizzera abbiamo elaborato delle modellizzazioni presupponendo diversi tipi di migrazione.

Cinque scenari relativi all'andamento della popolazione attiva

Per mettere in evidenza l'effetto migratorio, i singoli scenari si differenziano esclusivamente per quanto riguarda la componente della migrazione (v. riquadro alla pagina successiva). La partecipazione al mercato del lavoro in base a età e sesso viene mantenuta costante al livello attuale nel

L'emigrazione netta verso la Svizzera si indebolisce

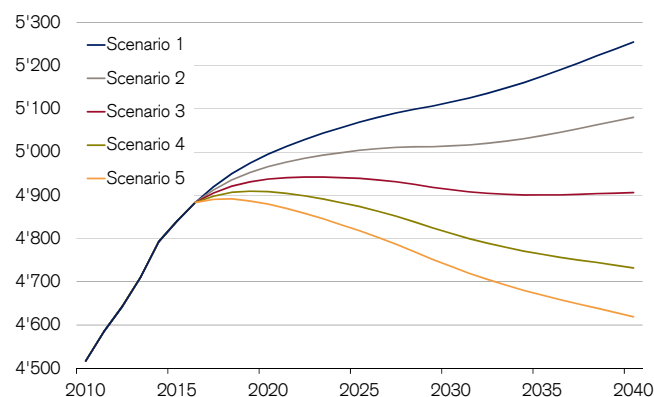
Saldo migratorio della popolazione residente permanente con medie pluriennali



Fonte: Segreteria di Stato della migrazione, Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Cinque scenari relativi alla popolazione attiva

Popolazione attiva di età compresa tra i 15 e i 74 anni in 1000



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Scenari relativi alla popolazione attiva in Svizzera: ipotesi

La popolazione attiva di un paese si ottiene dalla popolazione in età da lavoro (dai 15 ai 74 anni), determinata dall'andamento demografico, e dalla rispettiva partecipazione al mercato del lavoro, misurata dal tasso d'occupazione. Dalla moltiplicazione di questi due fattori risulta il numero delle persone attive, ovvero della popolazione attiva. In tutti gli scenari si ipotizza una graduale flessione dell'immigrazione netta (in numero di persone), e in questo senso valgono i seguenti valori di riferimento annuali:

Scenario	Media 2017–2020	2030	2040
Scenario 1	60 000	50 000	50 000
Scenario 2	50 000	40 000	40 000
Scenario 3	40 000	30 000	30 000
Scenario 4	30 000	20 000	20 000
Scenario 5	20 000	15 000	15 000

Per tutti gli scenari si presume inoltre che la partecipazione al mercato del lavoro in base a età e sesso resti costante sul livello del 2015.

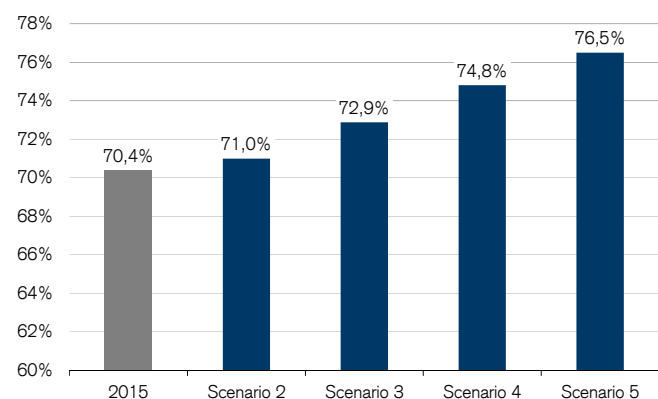
periodo complessivo delle previsioni. Gli scenari 1 e 2 presuppongono un'implementazione poco restrittiva dell'ICIM. L'emigrazione netta, in questi scenari, si ridimensiona solo gradualmente, raggiungendo tra il 2017 e il 2020, in media, 60 000, o 50 000 unità all'anno. Tale andamento coincide con l'indebolimento, osservato da due anni, dell'emigrazione verso la Svizzera, che può essere spiegato, da una parte, con il rallentamento della crescita occupazionale in Svizzera e, dall'altra, con il miglioramento della situazione del mercato del lavoro nei paesi d'origine degli immigrati, in primis la Germania (v. fig.). Nello scenario 3 l'immigrazione netta verso la Svizzera diminuirà, tra il 2017 e il 2020, in media a quota 40 000 persone, aggirandosi fino al 2030 a un livello di 30 000 persone all'anno. Si può parlare di una consistente limitazione dell'immigrazione solo nel caso degli scenari 4 e 5, nell'ambito dei quali il saldo migratorio scenderà in media, tra il 2017 e il 2020, a 30 000 o 20 000 persone all'anno, stabilizzandosi poi a 20 000 o 15 000 unità. Così l'immigrazione netta verso la Svizzera scenderebbe a livelli che non si vedevano dagli anni Ottanta e Novanta.

La crescita della popolazione attiva si indebolisce in tutti gli scenari

Nei prossimi anni la crescita della popolazione attiva rallenterà in tutti gli scenari e giungerà a una battuta d'arresto già ipotizzando una limitazione non troppo restrittiva della migrazione (scenario 3) nel 2020. Anche presupponendo che il saldo migratorio si stabilizzi, a partire dal 2030,

Partecipazione al mercato del lavoro delle donne quasi al livello degli uomini

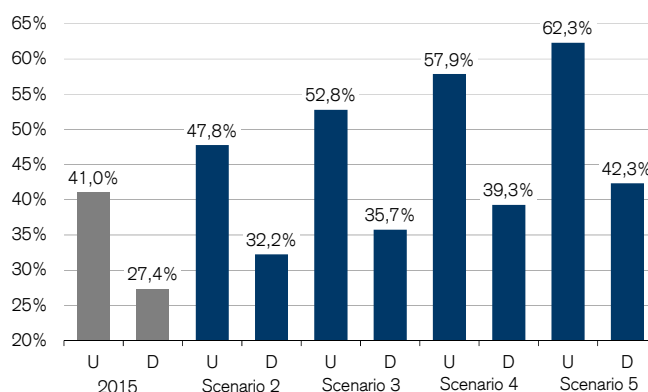
Quanto dovrebbe crescere il tasso di attività delle donne (15–74 anni di età) per mantenere la popolazione attiva, fino al 2025, al livello previsto dallo scenario 1?



Fonte: Credit Suisse

Più della metà dei pensionati dovrebbe lavorare

Quanto dovrebbe crescere il tasso di attività degli anziani (60–74 anni di età) per mantenere la popolazione attiva, fino al 2025, al livello previsto dallo scenario 1?



Fonte: Credit Suisse

a 40 000 persone all'anno (scenario 2), il che corrisponde alla media pluriennale degli ultimi 35 anni, al più tardi a partire da questo momento la popolazione attiva non crescerà più. Se l'immigrazione netta ammontasse nei prossimi anni mediamente solo a 20 000 persone all'anno (scenario 5), la popolazione attiva incomincerebbe a calare già dal 2019. Solo ipotizzando un saldo migratorio sul lungo termine di 50 000 persone all'anno, la popolazione attiva registrerà una crescita positiva fino al 2040. Ma, anche in questo scenario, l'invecchiamento demografico pretende il suo tributo, e la crescita della popolazione attiva rallenterà dall'attuale 1% allo 0,3% del 2040. L'effetto dell'immigrazione, in altre parole, può alleviare leggermente le ripercussioni dell'invecchiamento demografico sul potenziale della forza lavoro, ma non lo può compensare.

Sollievo grazie a un incremento della partecipazione al mercato del lavoro, ...

Una ricetta evidente per impedire un rallentamento della crescita o addirittura una flessione della popolazione attiva consiste nell'incremento della partecipazione al mercato del lavoro. Nelle discussioni relative all'implementazione dell'ICIM si parla spesso di un rafforzamento della mobilitazione del potenziale della manodopera interna, incrementando la partecipazione delle donne e delle persone anziane. Per entrambe queste soluzioni esistono però alcuni ostacoli. Senza modelli flessibili per l'orario di lavoro, offerte accessibili per l'assistenza ai figli e un ridimensionamento degli incentivi fiscali negativi per il secondo reddito, la partecipazione al mercato del lavoro delle donne difficilmente crescerà in modo sostenibile. I dipendenti più anziani vengono discriminati non di rado dalla politica per il personale delle imprese, che continua a focalizzarsi sui giovani. Inoltre l'attuale sistema previdenziale tiene ancora troppo poco in considerazione la maggiore aspettativa di vita, in particolare anche quella legata a buone condizioni di salute.

L'invecchiamento determina una flessione del tasso di occupazione medio

Poiché il tasso di occupazione delle singole persone varia nel corso del rispettivo ciclo di vita, il tasso di occupazione medio di una popolazione riflette tendenzialmente anche le variazioni demografiche. Di norma il tasso di occupazione raggiunge il suo valore massimo nel gruppo di età compresa tra i 25 e i 54 anni, mentre per i gruppi di popolazione più giovani e più anziani è più basso. Se una generazione passa nel gruppo anagrafico successivo con un'altra partecipazione al mercato del lavoro, ciò comporta una variazione della quota di occupazione media determinata da ragioni demografiche. In questo senso l'invecchiamento della generazione dei baby-boomer determinerà, nei prossimi anni, una flessione del tasso d'occupazione medio, nella misura in cui le quote di occupazione specifiche ai diversi gruppi anagrafici restassero invariate.

... ma quanto dovrebbero crescere le quote di occupazione?

Indipendentemente dalla fattibilità di un tale incremento della partecipazione al mercato del lavoro, è interessante sapere di quanto i tassi d'occupazione dei singoli gruppi di popolazione devono crescere per far sì che la popolazione attiva continui ad aumentare. Per questo scopo abbiamo simulato l'ammontare del tasso d'occupazione delle donne e dei dipendenti più anziani di età compresa tra i 60 e i 74 anni per mantenere la popolazione attiva fino al 2025 al livello dello scenario 1, quello con la dinamica di crescita più sostenuta. In questo senso, come valore comparativo vengono presi in considerazione i tassi d'occupazione del 2015.

Secondo le nostre simulazioni, la partecipazione al mercato del lavoro delle donne, a seconda dello scenario, dovrebbe crescere tra 0,6 e 6,1 punti percentuali e si attesterebbe, nello scenario 5, quasi al livello degli uomini (v. fig.). Se si rapporta questo incremento all'attuale popolazione femminile in età da lavoro, ciò equivarrebbe a un aumento delle donne sul mercato del lavoro compreso indicativamente tra 20 000 e 195 000 unità. Se la compensazione ricadesse esclusivamente sui dipendenti più anziani di età compresa tra i 60 e i 74 anni, la quota d'occupazione per le donne dovrebbe crescere tra i 4,9 e 14,9 punti percentuali, mentre, per gli uomini, tra i 6,7 e i 21,3 punti percentuali (v. fig.). Quindi, nel 2025, oltre la metà degli uomini compresi tra i 60 e i 74 anni e più di un terzo delle donne della stessa età dovrebbero essere ancora attivi sul mercato del lavoro.

Lavorare di più o diventare più produttivi

Attualmente è difficile dire in che forma l'iniziativa contro l'immigrazione di massa verrà implementata e quali conseguenze avrà sui flussi migratori verso la Svizzera. Ma le vie d'uscita da un indebolimento del potenziale della forza lavoro in Svizzera sono in ogni caso poche. Con la presente analisi abbiamo mostrato ciò che servirebbe per la partecipazione al mercato del lavoro. Un'altra (ulteriore) opzione consisterebbe nel puntare sugli incrementi della produttività. In entrambi i casi non si possono più attendere a lungo i relativi provvedimenti.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Politica monetaria

Bilancio della BNS e regolamentazione

A nostro giudizio, le nuove regolamentazioni bancarie forzeranno indirettamente la BNS e altre banche centrali ad avere un bilancio patrimoniale notevolmente superiore rispetto a prima della crisi finanziaria globale.

I requisiti normativi potrebbero limitare sempre più la flessibilità dei bilanci patrimoniali delle banche centrali in futuro

Con il cosiddetto quadro di Basilea III, le banche devono detenere attività liquide per minimizzare i rischi di illiquidità nel caso di prelievi considerevoli dai depositi di clienti selezionati. Per soddisfare questo requisito, conosciuto come coefficiente di copertura della liquidità (liquidity cover ratio o LCR), le autorità di vigilanza hanno ammesso due tipi di attività, tra le cosiddette attività liquide di elevata qualità (high-quality liquidity assets o HQLA): i depositi delle banche presso le banche centrali (riserve) e gli strumenti di debito di emittenti di elevata qualità come banche centrali, stati o enti sovranazionali.

La BNS è il principale fornitore di HQLA in Svizzera

Secondo le nostre stime molto approssimative, in Svizzera, dove il LCR è stato adottato progressivamente dal 1° gennaio 2015, il sistema bancario necessiterebbe fino a CHF 250 mia. di HQLA. Attualmente la maggior parte delle banche soddisfa i requisiti di LCR detenendo riserve presso la Banca nazionale svizzera (BNS). Indipendentemente dalla nuova regolamentazione bancaria, la dimensione del bilancio della BNS, e pertanto il volume delle riserve delle banche detenute presso la BNS, è già aumentata notevolmente negli ultimi anni a causa degli acquisti di valuta estera della banca centrale, quindi, al momento, non sussiste un rischio di carenza di HQLA in CHF. Tuttavia, se si escludono le riserve detenute presso la BNS, riteniamo che il mercato di HQLA in CHF sia troppo ridotto in confronto al fabbisogno stimato per prevenire una perturbazione del mercato. Infatti, l'attuale valore di mercato di strumenti di debito in CHF che potrebbero essere classificati come HQLA è di circa CHF 360 mia. Tuttavia, circa la metà è composta da un tipo di HQLA che può essere utilizzato solo fino a un certo limite e sul quale viene applicato un «haircut», ovvero può essere contabilizzato solo a un prezzo inferiore a quello di mercato. Inoltre, anche gli investitori istituzionali, quali fondi pensioni e compagnie assicurative, tendono a detenere grandi quantità di tali attività (anche se non a fini regolamentari) e questo contribuisce a limitare ulteriormente l'offerta.

La BNS può in qualsiasi momento aver bisogno di almeno CHF 400 mia. a bilancio

In un futuro (ancora remoto), la normalizzazione della politica monetaria tramite riduzione del bilancio potrebbe entrare in conflitto con la domanda di HQLA da parte delle banche, a tal punto che l'offerta di HQLA potrebbe diventare un nuovo ostacolo per la dimensione del bilancio della BNS. Per poter garantire un'offerta di HQLA sufficiente, il bilancio della BNS dovrebbe rimanere notevolmente superiore ai livelli pre-crisi, a prescindere dal corso della politica monetaria. Infatti, per evitare perturbazioni del mercato di HQLA in CHF in una situazione in cui la domanda supera l'offerta disponibile sul mercato, riteniamo che la BNS debba essere nella condizione di intervenire in qualsiasi momento come fornitore della quantità di HQLA necessaria per il sistema bancario svizzero, con la facoltà delle banche di decidere liberamente quali attività utilizzare per adempiere ai propri obblighi di LCR. Se si prendono in considerazione altre voci del bilancio della BNS come le banconote (attualmente circa CHF 70 mia.) e il capitale proprio (CHF 80 mia.), il bilancio della BNS non dovrebbe poter scendere sotto ai CHF 400 mia., pari al 60% del PIL svizzero. Se ne deduce che il bilancio minimo della BNS dovrebbe essere mantenuto a circa il quadruplo dei livelli pre-crisi.

Il nuovo minimo del bilancio della BNS è di circa CHF 400 miliardi

Le implicazioni di ciò sono che la BNS dovrà avere un bilancio cospicuo a prescindere dalla politica monetaria adottata. Tuttavia, se necessario, potrebbe inasprire ancora la politica monetaria, ad esempio tramite l'emissione di certificati di debito (SNB Bills), che andrebbero a ridurre la massa monetaria e sarebbero parimenti classificabili come HQLA. In secondo luogo, questo pone una nuova prospettiva sull'attuale bilancio della BNS (circa CHF 690 mia. o 108% del PIL): nonostante si tratti di un bilancio ancora molto consistente, questo deve però essere rapportato alla «nuova normalità», ovvero a CHF 400 mia. e non ai livelli pre-crisi. In terzo luogo, si prospetta che le riserve in valuta estera, che costituiscono gli attivi del bilancio della BNS, rimangano a livelli elevati anche nel lungo periodo. Infine, gli utili della BNS rimarranno volatili e dipendenti dal corso di cambio, con ripercussioni sulla distribuzione dei profitti ai cantoni e al bilancio federale, che rimane così incerta.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Denaro, titoli di credito e mercati I Monitor

Capitale proprio della BNS

Dopo aver registrato una perdita di oltre CHF 50 mia. nel gennaio 2015, bruciando il 60% del capitale proprio, i profitti conseguiti dalla metà del 2015 hanno consentito alla BNS di ricostituire le riserve proprie. Stimiamo che la BNS necessiti di almeno CHF 63 mia. di capitale proprio per distribuire CHF 1 mia. ai cantoni e al bilancio federale (purché le condizioni di distribuzione rimangano immutate). Agli attuali livelli di oltre CHF 80 mia., le probabilità che la banca distribuisca profitti sono buone. Tuttavia, gli utili della BNS risentono della volatilità dei mercati finanziari e, pertanto, sono difficili da prevedere in modo accurato.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Moneta circolante

Poiché non è possibile introdurre (almeno non facilmente) tassi di interesse negativi sulle banconote e sulle monete, un rischio associato alla politica di tassi di interesse negativi della banca centrale rispetto all'introduzione di tassi negativi anche su banconote e monete è l'aumento della domanda di carta moneta. In Svizzera tale aumento è riscontrabile chiaramente, anche se risale a prima dell'introduzione dei tassi di interesse negativi da parte della BNS. Ciononostante, la domanda di denaro contante è aumentata ulteriormente dall'introduzione di tali tassi, ma non è chiaro se tale tendenza è effettivamente legata ai tassi negativi. In Danimarca e Svezia, dove le rispettive banche centrali hanno parimenti imposto tassi negativi, non è riscontrabile un simile aumento della moneta circolante.

maxime.botteron@credit-suisse.com

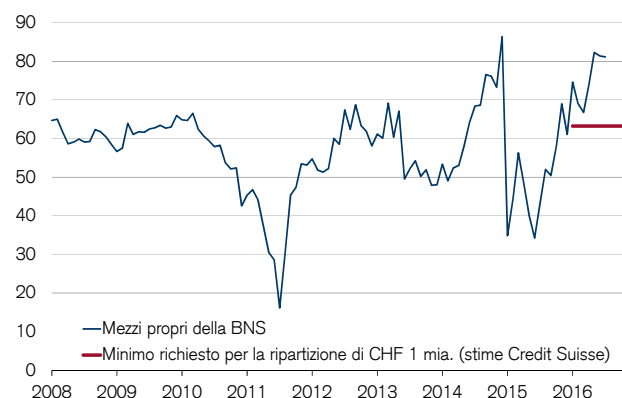
Pagamenti con carte

Una delle ragioni alla base di tale andamento divergente della moneta circolante in presenza di tassi negativi è probabilmente da ricercare nelle abitudini di pagamento. In Svizzera l'uso delle carte di pagamento è inferiore rispetto all'area euro, e in modo ancor più evidente rispetto a Svezia e Danimarca. Non sorprende pertanto che la moneta circolante in Svizzera sia superiore. La preferenza per la cartamoneta in Svizzera si riflette anche nel numero di sportelli ATM: in Svezia e Danimarca vi sono rispettivamente solo 333 e 448 sportelli ATM per milione di abitanti, contro gli 827 sportelli ATM per milione di abitanti gestiti dai prestatori di servizi di pagamento svizzeri.

maxime.botteron@credit-suisse.com

La perdita della BNS del gennaio 2015 è quasi recuperata

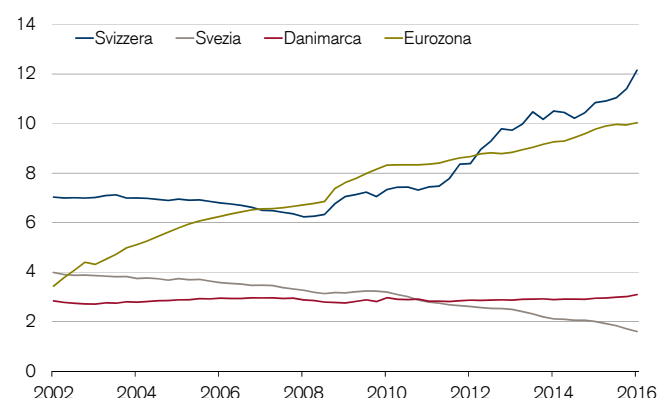
In mia. CHF



Fonte: Banca nazionale svizzera, Credit Suisse

La cartamoneta è molto popolare in Svizzera...

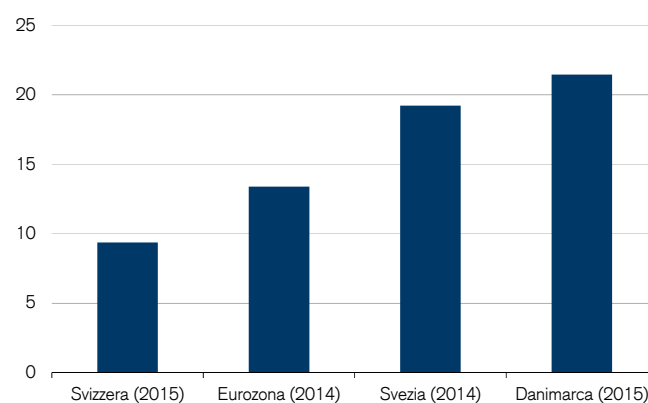
Moneta circolante destagionalizzata, in % del PIL



Fonte: Datastream, Credit Suisse

...ma la moneta di plastica lo è meno

Pagamenti con carte, in % del PIL



Fonte: Banche centrali, Datastream, Credit Suisse

Obbligazioni

In seguito alla politica monetaria ancora distensiva delle banche centrali, prevediamo un contesto di tassi bassi per i titoli di Stato. Anche le obbligazioni societarie ricevono robusti sostegni, in EUR e GBP addirittura direttamente dalla Banca centrale europea (BCE) e dalla Bank Of England (BoE). Questa domanda aggiuntiva dovrebbe proseguire ancora per diverso tempo. Notiamo potenziale di valore nelle obbligazioni finanziarie e nelle obbligazioni postergate denominate in EUR, ma in particolare anche nelle obbligazioni dei paesi emergenti, anche perché stimiamo più positivamente le valute di questi paesi.

karsten.linowsky@credit-suisse.com

Valute

La coppia EUR/CHF nel mese passato quotava in un range ristretto compreso tra 1,08 e 1,10. La domanda di investimenti sicuri nel dopo-Brexit è nettamente calata in Gran Bretagna. Inoltre la Federal Reserve sta preparando i mercati a un rialzo dei tassi per quest'anno. Tutto questo riduce le pressioni al rialzo sul franco svizzero. Se nelle prossime settimane la volatilità rimarrà bassa, la coppia EUR/CHF dovrebbe attestarsi ancora attorno a quota 1,09, e questo senza interventi da parte della BNS.

marcus.hettinger@credit-suisse.com

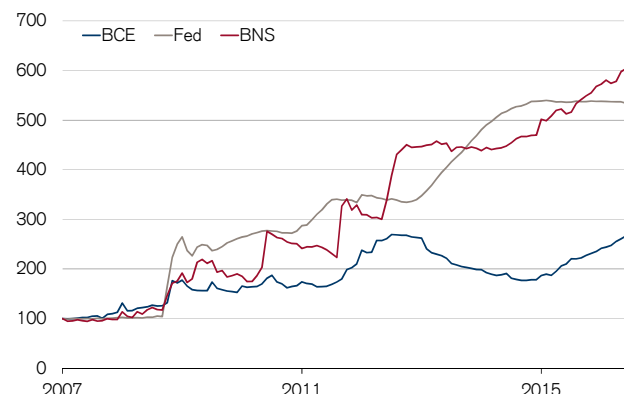
Azioni

In caso di correzione sui mercati azionari, il mercato svizzero dovrebbe mostrare una certa stabilità grazie alle sue caratteristiche difensive. Mentre le azioni globali sembrano costose rispetto agli ultimi dieci anni, diversi indici di valutazione per la Svizzera sono ancora relativamente bassi. Inoltre, la politica monetaria relativamente accomodante della BNS, la prosecuzione della ripresa dell'eurozona trainata dalla domanda interna e i rendimenti dei dividendi superiori alla media sul mercato elvetico rimangono a nostro parere fattori positivi.

jin.wiederkehr@credit-suisse.com

La Banca centrale europea amplia ulteriormente il proprio bilancio

Bilancio della BCE, attivo, in trilioni di Euro



Fonte: Datastream, Credit Suisse

Franco svizzero stabile a luglio

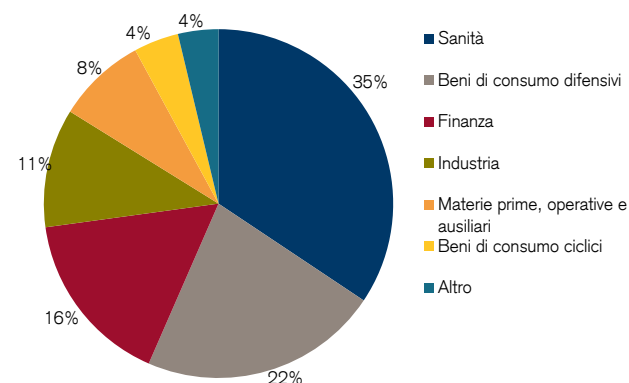
EUR/CHF



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse

Sovraponderazione nei settori difensivi

Composizione settoriale SPI, 6.9.2016



Fonte: FactSet

Regioni

Qualità della localizzazione: Basilea-Città supererà il cantone Zurigo

Con la Riforma III dell'imposizione delle imprese (RI imprese III) si prospetta una ristrutturazione del sistema fiscale elvetico. In futuro l'attrattiva dei singoli cantoni verrà determinata sempre più dalle rispettive aliquote fiscali ordinarie sugli utili. Basilea-Città, Vaud e Ginevra in forte recupero in termini di attrattiva.

Riforma III dell'imposizione delle imprese (RI imprese III): la grande ristrutturazione

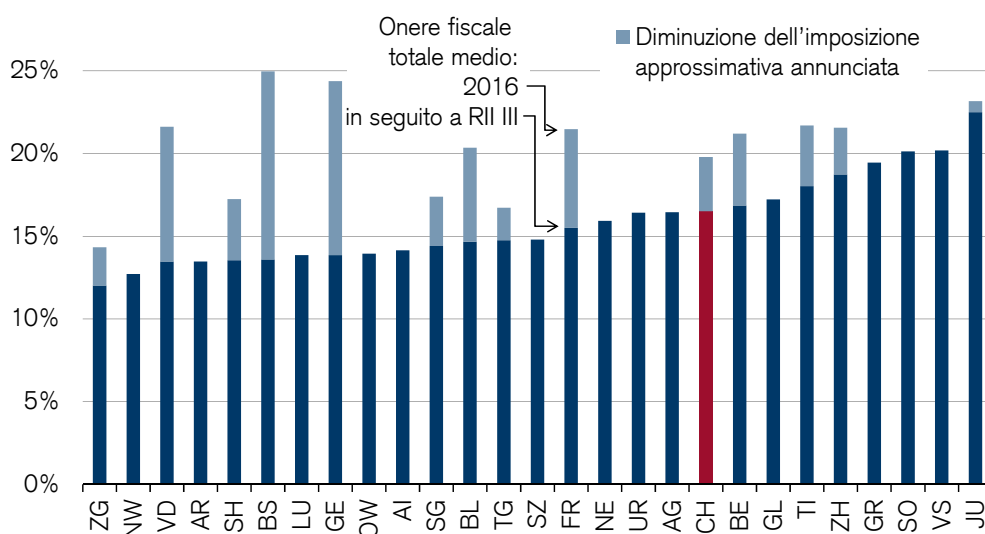
Il Parlamento ha approvato la proposta per la terza riforma dell'imposizione delle imprese (RI imprese III) nel giugno 2016. La riforma si propone di allineare la tassazione sulle imprese con gli standard internazionali. Oggi le holding e le società di gestione (società a statuto speciale), il cui fatturato e costi vengono registrati per la maggior parte all'estero, beneficiano di consistenti agevolazioni o addirittura di esenzioni fiscali. Questa imposizione disomogenea per gli utili conseguiti all'interno del paese e all'estero non sarà più consentita in futuro. Invece verranno introdotti nuovi privilegi a livello cantonale (in particolare patent box e promozione di ricerca e sviluppo) riconosciuti anche all'estero. Molte aziende però non potranno verosimilmente trarre vantaggio da questi nuovi strumenti fiscali previsti. Pertanto i cantoni dovranno mantenere sempre più la propria attrattiva fiscale tramite le aliquote ordinarie per le imposte sugli utili.

La RI imprese III movimentata il ranking dei cantoni

Nel contempo la maggior parte dei cantoni ha comunicato il probabile ammontare delle aliquote per le imposte sugli utili ordinarie future. Sulla base degli adeguamenti comunicati fino a inizio settembre 2016 per l'imposta sull'utile e sul capitale, abbiamo ricalcolato l'imposizione fiscale delle persone giuridiche (v. fig.). Diversi cantoni stanno verificando un adeguamento delle loro aliquote d'imposta, pur non avendo ancora rilasciato delle dichiarazioni concrete. Inoltre le riduzioni fiscali, nella maggior parte dei cantoni, devono essere approvate dai cittadini. Le posizioni dei cantoni dovrebbero pertanto differire ulteriormente.

RI Imprese III: Zugo si porta al vertice, Ginevra e Vaud avanzano notevolmente

Imposizione complessiva* tramite le imposte sugli utili e sul capitale, in % sull'utile netto, 2016 e tenendo conto degli adeguamenti già comunicati dai governi cantonali nell'ambito dell'imposizione sulle imprese



Fonte: TaxWare, cantoni, Credit Suisse * Imposizione media ante imposte per una società di capitali con un capitale di CHF 2 mio. e un utile netto tra i CHF 80'000 e i CHF 1'040'000

Basilea-Città, Vaud e Ginevra avanzano notevolmente in classifica, Zugo ora al vertice anche per le imposte sulle imprese

Zugo persegue una riduzione dell'aliquota per l'imposta sull'utile al 12%, e occuperebbe ora, anche per le persone giuridiche, il vertice della classifica, seguito dall'attuale leader, Nidvaldo. Nella Svizzera romanda e a Basilea-Città – sede di numerosi gruppi che godono di agevolazioni fiscali – le imposte sulle imprese dovrebbero calare in misura particolarmente significativa. La riduzione, decisa dagli elettori di Vaud, dell'aliquota per l'imposta ordinaria sull'utile al 13,79% fa balzare il cantone in terza posizione. A Ginevra l'aliquota dovrebbe calare al 13,49%, il che corrisponde, nella classifica dell'imposizione fiscale complessiva (comprese le imposte sul capitale), all'ottava posizione. Basilea-Città ha intenzione di ridurre l'aliquota per l'imposta sull'utile al 13%. Inoltre l'aliquota corrente per l'imposta sul capitale, attualmente relativamente elevata (5,25 per mille), dovrebbe essere ridotta all'1 per mille. Complessivamente, per l'attuale fanalino di coda, si assiste a un miglioramento di 20 posizioni, alla 6ª posizione.

L'imposizione fiscale sulle aziende di Berna e Zurigo resterebbe sopra la media

Zurigo e Berna rientrano tra i cantoni in cui una quota più consistente degli introiti fiscali ricade sulle aziende con un'imposizione fiscale ordinaria. Una riduzione delle aliquote fiscali ordinarie al livello dei cantoni più convenienti determinerebbe, di conseguenza, entrate di gran lunga minori da parte dei contribuenti ordinari. Quindi il cantone di Zurigo prevede solo una riduzione dell'aliquota per l'imposta sull'utile cantonale dall'8% al 6%. Con un'imposizione massima per l'imposta sull'utile pari a circa il 18,2%, in futuro rientrerà quindi ancora tra i cantoni meno attraenti dal punto di vista fiscale. Il cantone di Berna ipotizza, nel frattempo, imposizioni fiscali sugli utili del 16,37%, o del 17,96%.

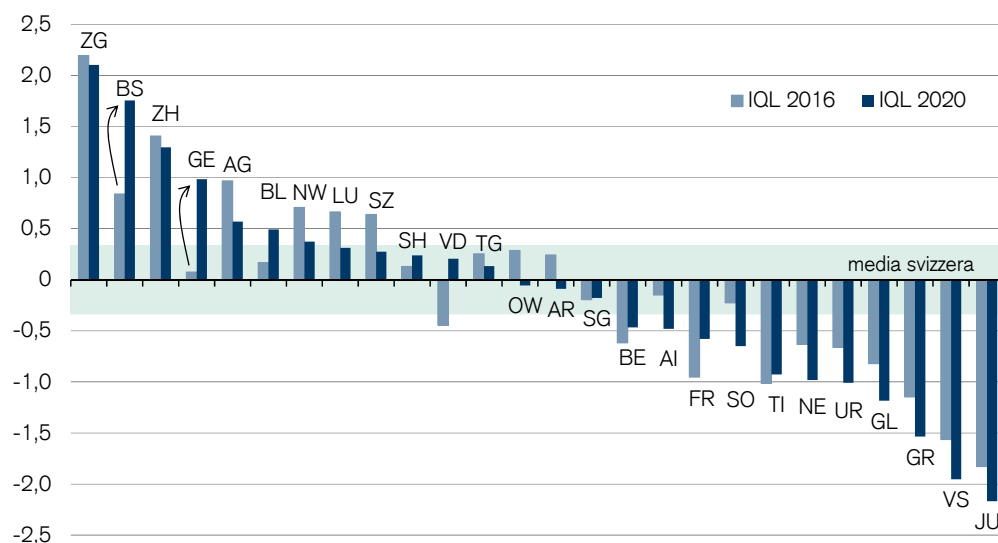
Prospettive sulla qualità della localizzazione nel 2020

Le flessioni delle aliquote ordinarie per l'imposta sull'utile accrescono la qualità del luogo d'insediamento. Inoltre, con l'apertura completa della Nuova ferrovia transalpina (NFTA) a partire dal 2020, verrà migliorata la raggiungibilità della Svizzera centrale e meridionale. Tenendo conto di queste consistenti differenze azzardiamo delle prospettive per la qualità del luogo d'insediamento nel 2020 (cfr. studio regionale «Qualità della localizzazione 2016», Credit Suisse, settembre 2016). A salire maggiormente di classifica sono stati i cantoni di Ginevra (+9 posizioni), Vaud (+6) e Basilea-Campagna (+5). Questi cantoni possono compensare l'attuale svantaggio rappresentato dalle elevate imposte sulle imprese e salgono pertanto nell'ambito della qualità del luogo d'insediamento. Mentre il cantone di Zurigo, dall'inizio della nostra rilevazione sulla qualità del luogo d'insediamento, si posizionava al secondo posto, ora viene superato da Basilea-Città e relegato al terzo posto.

jan.schuepbach@credit-suisse.com

Raffronto della qualità della localizzazione dei cantoni svizzeri nel 2016 e nel 2020

Indicatore della qualità della localizzazione (IQL), indice sintetico, CH = 0, 2016 e dopo il ricalcolo degli indicatori parziali della raggiungibilità e dell'imposizione fiscale delle persone giuridiche



Fonte: Credit Suisse

Regioni | Monitor

Prodotto interno lordo per regioni economiche

Il prodotto interno lordo (PIL) per occupato consente di illustrare la produttività delle persone occupate in un'area economica, quindi l'intensità della creazione di valore aggiunto delle imprese residenti. Esistono grandi differenze di produttività tra le regioni economiche: la regione della Lorzenebene/Ennetsee, intorno a Zugo, Basilea-Città e la Fricktal, la città di Zurigo e le regioni limitrofe, oltre che Sciaffusa, ottengono i valori più alti. Agli occupati in queste regioni è associata una creazione di valore aggiunto quasi doppia rispetto a quelli delle regioni meno produttive di Entlebuch e Schanfigg.

jan.schuepbach@credit-suisse.com

Trattenute per i pendolari

In alcuni cantoni i pendolari dovranno pagare di più. Approvando la proposta di finanziamento dell'infrastruttura ferroviaria (FAIF), gli elettori hanno votato a favore di una limitazione della trattenuta per i pendolari nell'ambito dell'imposta federale diretta a CHF 3'000. Ora i cantoni possono decidere, da parte loro, di introdurre analogamente un limite superiore di questo tipo. Circa la metà dei cantoni si è già avvalsa di questa facoltà. La limitazione della trattenuta fiscale, in queste zone, rientra solitamente in un più ampio pacchetto di risparmio a livello cantonale. Altri cantoni, soprattutto rurali, hanno però consapevolmente bocciato una limitazione.

florence.hartmann@credit-suisse.com

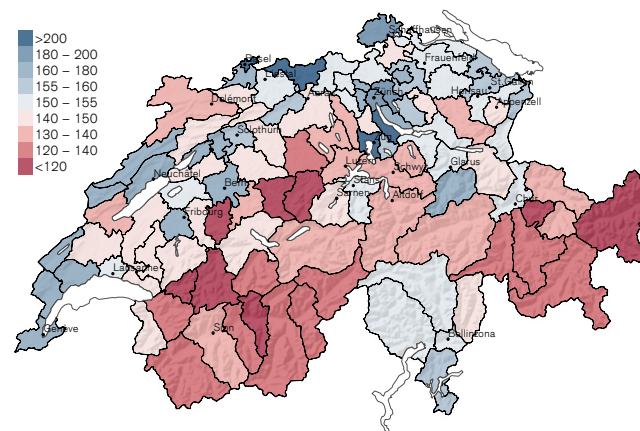
Ore di coda sulle strade nazionali

Un aspetto negativo in riferimento alla raggiungibilità è il congestionamento della rete stradale. Il solido aumento della popolazione degli ultimi anni e le crescenti necessità di mobilità per gli abitanti hanno fatto balzare il numero di ore di coda dal 2008. L'A1 presenta le principali congestioni. Oltre alle misure sul piano tecnico e a una puntuale estensione delle capacità, la politica dovrebbe verificare provvedimenti economici per il controllo del traffico, in altre parole il mobility pricing. In questo modo si potrebbe conseguire uno sfruttamento più efficiente per l'infrastruttura esistente.

thomas.ruehl@credit-suisse.com

Zugo, Zimmerberg e Basilea-Città ai vertici

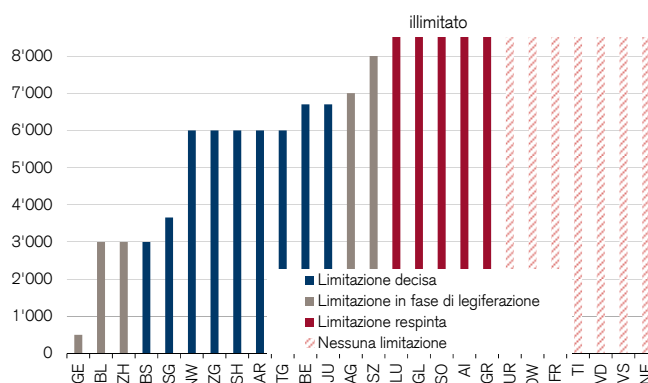
Prodotto interno lordo per occupato, in 1'000 di CHF, 2013



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Sostanziali differenze cantionali caratterizzano le trattenute per i pendolari

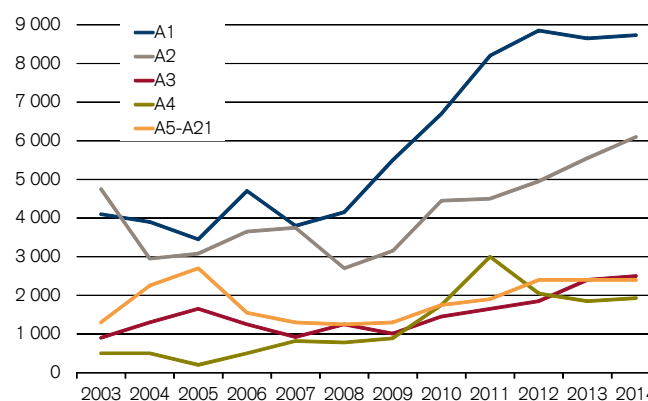
Trattenute per i pendolari in CHF, agosto 2016



Fonte: cantoni, Credit Suisse

Le strade congestionate riducono la qualità del luogo d'insediamento

Andamento delle ore di coda annuali, a seconda della strada nazionale



Fonte: Viasuisse, Ufficio federale delle strade

Agenda di politica economica

Decisione sulla Brexit: assoluta incertezza per la Svizzera

Per la Svizzera le conseguenze nel medio e lungo termine del voto sulla Brexit restano incerte. Le trattative con l'UE dovrebbero persino essere più difficili nel breve termine. La popolazione svizzera intravede dei vantaggi per l'economia e la politica.

Grande incertezza per le conseguenze sul lungo termine

Mentre le turbolenze nel breve termine dopo la decisione sulla Brexit sono state ampiamente superate, si discute ora sulle possibili conseguenze nel lungo termine, sia positive che negative. L'incertezza è considerevole, ma occorre ridefinire il rapporto tra Unione europea (UE) e Gran Bretagna. I relativi negoziati dovrebbero però essere avviati formalmente solo nel 2017 e potrebbero protrarsi per diversi anni.

Effetti diretti limitati sull'economia svizzera

Gli effetti diretti della Brexit sull'economia svizzera dovrebbero essere limitati, purché non si registri un consistente rallentamento della crescita nell'Eurozona. Le esportazioni svizzere verso la Gran Bretagna rappresentano solamente il 6% circa delle esportazioni complessive e sono costituite, per la metà, dai farmaceutici, che risentono poco della congiuntura e dei tassi di cambio. La popolazione svizzera intervistata nell'ambito del Barometro delle apprensioni di Credit Suisse si presenta più ottimista e intravede piuttosto dei vantaggi per l'economia elvetica.

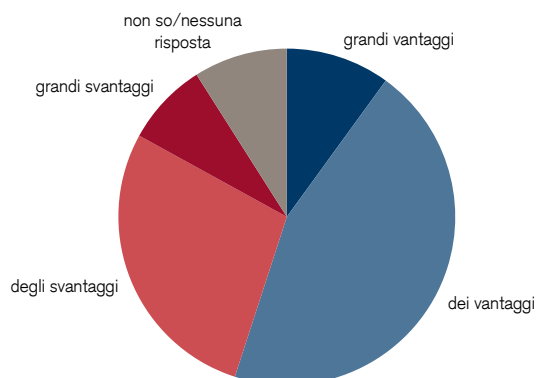
Rafforzamento limitato della gestione patrimoniale svizzera quale «porto sicuro»

L'incertezza che si protrarrà in Europa e il relativo rafforzamento del franco svizzero andrebbero a consolidare la posizione della Svizzera quale «porto sicuro» nell'ambito della gestione patrimoniale. In tal modo la speranza di un'improvvisa inversione di tendenza della situazione dei tassi andrebbe però a volatilizzarsi. Uno scenario di questo tipo appare realistico solo in caso di un'ulteriore frammentazione dell'UE, ovvero dello Spazio economico europeo (SEE) o, in un caso estremo, dello stesso euro. Non è inoltre affatto chiaro se la piazza finanziaria svizzera riuscirà a trarre veramente vantaggio da un eventuale spostamento delle sedi degli istituti finanziari ai fini di un accesso al mercato. È più probabile che queste si trasferiscano in altri centri finanziari dell'Eurozona, come ad es. a Francoforte e a Parigi o in Lussemburgo e a Dublino (per i fondi) e a Berlino (Fintech). Molti attori dispongono già di filiali in questi paesi, e soprattutto la questione dell'accesso al mercato è stata già chiarita, al contrario di quella per la Svizzera.

Gli svizzeri intravedono per la maggior parte vantaggi per l'economia a seguito della votazione sulla Brexit

«In occasione della cosiddetta votazione sulla Brexit la Gran Bretagna ha deciso di uscire dall'UE. Ciò comporta per l'economia svizzera...»

in % degli aventi diritto di voto

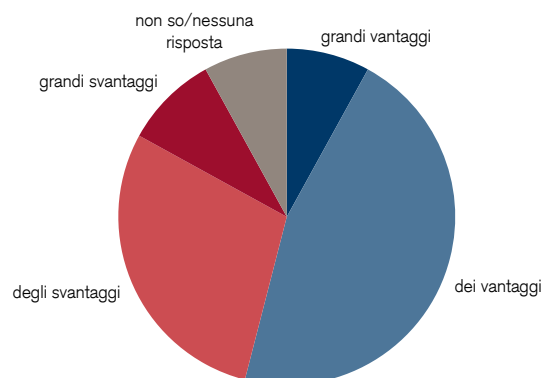


Fonte: Barometro delle apprensioni di Credit Suisse

Gli elettori si attendono una posizione di negoziazione più forte della Svizzera nei confronti dell'UE

«E la decisione della Gran Bretagna che ripercussioni ha sulla politica relativa all'UE della Svizzera? Ciò comporta per la posizione di negoziazione della Svizzera nei confronti dell'UE...»

in % degli aventi diritto di voto



Fonte: Barometro delle apprensioni di Credit Suisse

Futuro accesso al mercato quale fattore di successo centrale per il settore finanziario britannico

Con la Brexit per la Gran Bretagna si spalanca fondamentalmente un maggiore potenziale di differenziazione nell'ottica di una regolamentazione più favorevole per l'economia e in particolar modo per le banche. Sono ipotizzabili miglioramenti così da poter sfruttare meglio di oggi il potenziale di affari con stati terzi al di fuori dell'UE. Ad esempio sarebbero assolutamente possibili provvedimenti mirati per gli hub in renminbi o il trust business. Ma, analogamente alle banche svizzere, anche per gli istituti britannici l'accesso al mercato dell'UE dovrebbe costituire in definitiva l'aspetto centrale. La questione decisiva in questo senso è se la Gran Bretagna diventerà o meno un normale stato terzo. La risposta dipenderà dal fatto se il paese limiterà effettivamente o meno la libera circolazione delle persone con l'UE. Una partecipazione completa al mercato interno europeo appare scarsamente probabile in assenza della libera circolazione delle persone. Esistono però dei segnali secondo cui il nuovo governo di Theresa May rispetterà la volontà popolare e limiterà la libera circolazione delle persone. In questo modo il Regno Unito diverrebbe un normale stato terzo, che dovrebbe cercare di conseguire un accesso al mercato (nell'ambito dei servizi finanziari) tramite un'equivalenza.

Gran Bretagna: uno standard per il riconoscimento dell'equivalenza

Il riconoscimento dell'equivalenza rappresenta uno strumento per assicurare alle società internazionali un accesso al mercato dell'UE, purché esse siano sottoposte a un quadro estero di regolamentazione e vigilanza comparabile. Questa strada, percorsa anche dalla Svizzera, in uno scenario di questo tipo assumerebbe in futuro un ruolo molto più prominente, dal punto di vista dell'UE, e la Gran Bretagna diverrebbe un modello per ulteriori riconoscimenti dell'equivalenza nell'ambito dei servizi finanziari. Così Londra dovrebbe raggiungere senza problemi con l'UE degli accordi con paesi terzi relativamente a una regolamentazione equiparabile. Infatti il paese disporrà, fino al momento dell'uscita, non solo di regolamentazioni comparabili, ma anche conformi all'UE. Anche in caso di nuove regolamentazioni il Regno Unito dovrebbe ottenere in modo decisamente più semplice l'equivalenza grazie a questa base «superequivalente» rispetto ad altri stati terzi, come la Svizzera, tanto più che la lacuna da superare almeno nei primi anni dopo la Brexit si ridurrebbe in misura significativa. Pertanto, per via della maggiore importanza della questione dell'equivalenza per l'UE, c'è da attendersi che, in questo scenario, il suo modo di procedere nei confronti di stati terzi venga gestito in futuro in modo più rigoroso.

Difficili trattative della Svizzera con Bruxelles

La sfida per i negoziatori svizzeri non diverrà più semplice. Inoltre si può argomentare che la situazione di partenza per la Svizzera è peggiorata con la decisione sulla Brexit. Nei prossimi anni l'UE dovrebbe essere impegnata in trattative per l'uscita della Gran Bretagna. Di contro, la soluzione della problematica relativa all'immigrazione di massa con la Svizzera non è prioritaria per l'UE. Ogni concessione nei confronti della Svizzera potrebbe inoltre essere considerata come un precedente per la Gran Bretagna, o perlomeno venire analizzata in relazione alle sue implicazioni per queste trattative. In uno scenario più ottimistico si può comunque argomentare che, con la decisione sulla Brexit, è stata chiarita una cosa: il principio della libera circolazione integrale delle persone in tutta Europa è finito sotto pressione ed è necessaria una soluzione differenziata. Sul lungo termine la decisione popolare in Gran Bretagna potrebbe far nascere nuove opportunità, dal momento che l'UE sarà possibilmente costretta a cercare nuove vie di collaborazione con stati terzi legati in modo piuttosto stretto a livello economico. La popolazione svizzera sembra perlopiù condividere questo modo di vedere le cose.

rene.buholzer@credit-suisse.com

Immobili

Permane la calma sui mercati della proprietà abitativa

La crescita dei prezzi nell'ambito della proprietà abitativa in Svizzera continua a registrare un tendenziale indebolimento. Emergono sempre più differenze tra gli appartamenti di proprietà e le case unifamiliari.

Grandi differenze regionali

A livello svizzero, nel secondo trimestre 2016 i prezzi per la proprietà abitativa sono cresciuti ancora dell'1,3% rispetto al trimestre corrispondente dell'anno precedente. La crescita risulta quindi uguale a quella di fine 2015, ma resta nettamente al di sotto della crescita media dal 2000, pari al 3,6%. A livello regionale emerge un crescente gap tra le regioni linguistiche. Nel frattempo, partendo dal cantone di Ginevra, si segnalano in quasi tutte le regioni della Svizzera romanda delle flessioni dei prezzi nell'ambito della proprietà abitativa. In particolare lungo il Lago di Ginevra da lungo tempo il livello dei prezzi non è più sostenibile, il che ha determinato delle correzioni negli ultimi trimestri. Ma anche attorno al Lago di Zurigo il segno più è solo ridotto, e attualmente la città di Zurigo registra persino una lieve flessione dei prezzi. Al contrario, al di fuori dalle regioni caratterizzate da prezzi elevati si conseguono ancora tassi di crescita in parte superiori al 5%.

Prezzi degli appartamenti di proprietà in leggera flessione

Mentre i prezzi delle case unifamiliari, fatta eccezione per la Svizzera romanda e singole regioni turistiche, continuano a crescere (Svizzera nel suo complesso: +2,2%), i prezzi per gli appartamenti di proprietà sono calati per la prima volta dal 2003. Quasi la metà di tutte le regioni ha registrato una crescita negativa, in particolare la Svizzera romanda, ma anche regioni nei cantoni di Berna, Ticino e Zurigo. Nella media del paese ciò ha determinato, per gli appartamenti di proprietà, una flessione dei prezzi dello 0,5% rispetto al corrispondente trimestre dell'anno precedente.

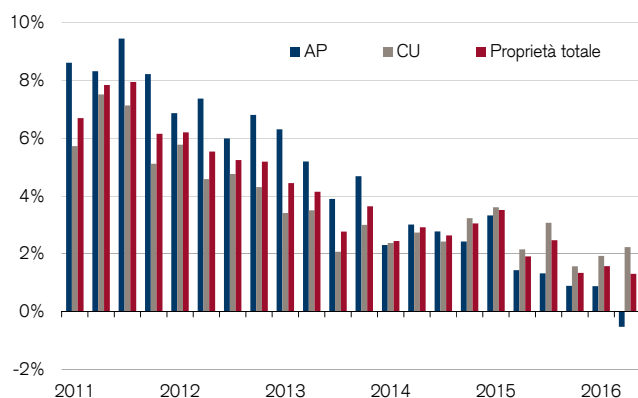
L'indebolimento della crescita dovrebbe permanere

Come già nei precedenti trimestri, l'andamento dei prezzi della proprietà abitativa per il secondo semestre 2016 viene influenzato da forze opposte, che in gran parte si bilanciano. Dopo la decisione sulla Brexit, gli interessi ipotecari sono calati a nuovi minimi nelle ultime settimane. Per quanto riguarda le spese finanziarie, la proprietà è quindi divenuta nuovamente più attraente rispetto all'affitto. Altrettanto grande resta il desiderio di avere una casa propria. Però, nel frattempo, i requisiti sul piano finanziario per un acquisto, per via dei livelli raggiunti dai prezzi e dei provvedimenti di regolamentazione più rigidi, sono talmente elevati che un crescente numero di economie domestiche non può più permettersi una proprietà abitativa, nonostante gli interessi ipotecari siano ai minimi storici. Pertanto il raffreddamento dei prezzi dovrebbe proseguire. Ma le flessioni dei prezzi, fatta eccezione per la Svizzera romanda, dovrebbero essere piuttosto rare.

thomas.rieder@credit-suisse.com

Dinamica della crescita dei prezzi t. più debole

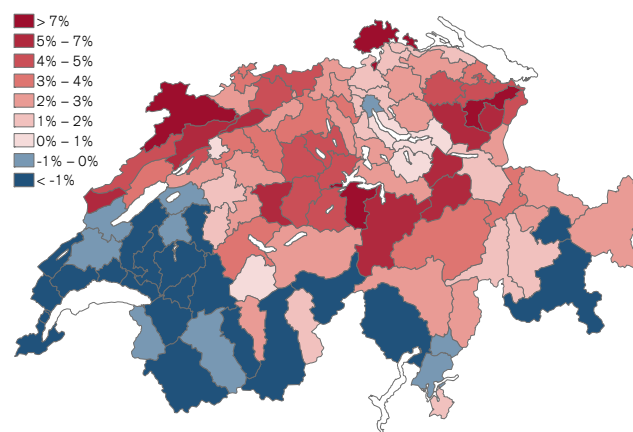
Tassi di crescita annuale; AP: appartamenti di proprietà, CU: case unifamiliari



Fonte: Wüest & Partner, Credit Suisse

Grandi differenze regionali

Crescita dei prezzi proprietà abitativa, 2° trimestre 2015 fino al 2° trimestre 2016



Fonte: Wüest & Partner, Credit Suisse, Geostat

Immobili | Monitor

Appartamenti in affitto

La progettazione di nuovi appartamenti in affitto sembra non conoscere limiti. Ciò è dovuto alla pressione degli investimenti. Poiché gli immobili continuano ad apparire interessanti rispetto alla maggior parte degli altri investimenti sul lungo termine, sono in programma nuovi massicci progetti per gli appartamenti in affitto. Dal luglio 2015 al giugno 2016 è stato approvato un nuovo numero record pari a poco meno di 28 000 unità abitative – 14% in più rispetto all'anno precedente. L'andamento delle domande di costruzione lascia ipotizzare che i permessi cresceranno ulteriormente. Aumentano i rischi di un eccesso di offerta, che si sta già profilando.

denise.fries@credit-suisse.com

Superfici a uso ufficio

Poiché la domanda di superfici ristagna a causa della mancanza di una crescita occupazionale e l'espansione delle nuove superfici a uso ufficio risulta proporzionalmente elevata, si rilevano degli squilibri su questo mercato. Ciò trova riflesso non solo nei tassi di sfritto, ma anche nei canoni di locazione degli uffici, che si trovano da oltre quattro anni in una fase di consolidamento. La correzione dei prezzi delle locazioni, con un -9% dal massimo a fine 2012, è stata la più consistente nella regione di mercato di Zurigo. Considerata la pianificazione delle superfici costantemente sopra la media, la situazione di eccesso di offerta e la pressione sui canoni di locazione dovrebbero perdurare.

denise.fries@credit-suisse.com

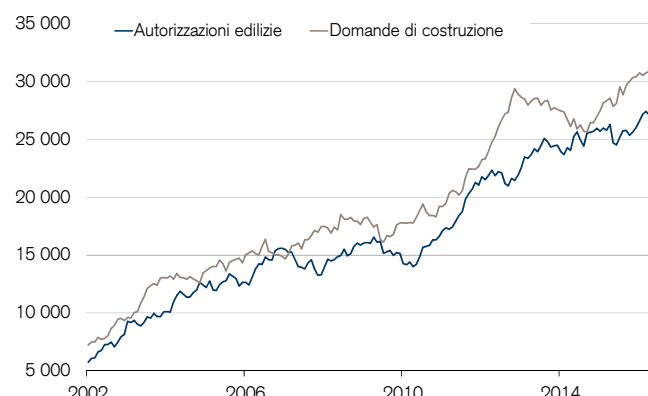
Superfici di vendita

Il commercio al dettaglio presenta ancora una situazione negativa. Le operazioni online e il turismo degli acquisti mettono a dura prova il comparto e determinano una flessione dei fatturati, chiusure di negozi e fallimenti. La difficile situazione degli utili dei commercianti al dettaglio si evince dal sondaggio del KOF. Fatta eccezione per un trimestre, da cinque anni e mezzo la maggioranza dei commercianti al dettaglio rende noto che la situazione degli utili è peggiorata rispetto all'anno precedente. La domanda di superfici di vendita è di conseguenza debole e la situazione della commercializzazione è molto difficile. Non si prospetta una distensione imminente.

denise.fries@credit-suisse.com

Livello record di nuovi appartamenti in affitto in progetto

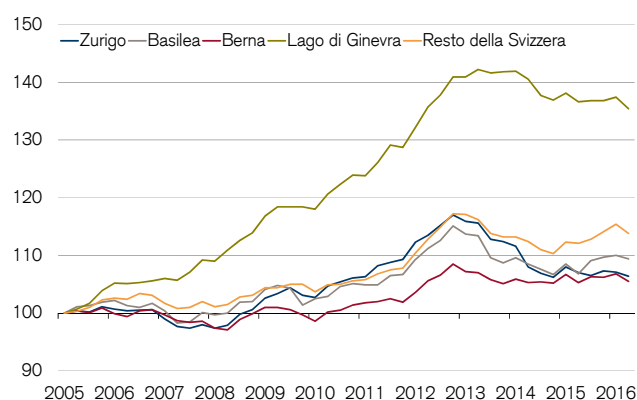
Per numero di unità abitative (somma su 12 mesi)



Fonte: Baublat, Credit Suisse

Permane la pressione sui canoni di locazione per gli uffici

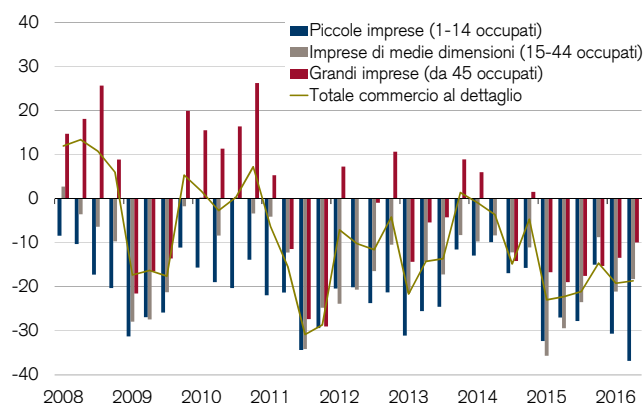
Indice edonico dei canoni di locazione: 1° trimestre 2005 = 100



Fonte: Wüest & Partner, Credit Suisse

La difficile situazione degli utili limita la domanda di superfici

Saldo della quota delle risposte positive (= miglioramento) e negative (= peggioramento) relative alla situazione degli utili (risp. all'anno precedente)



Fonte: Centro di ricerca congiunturale del Politecnico di Zurigo (KOF), Credit Suisse

Indicatori anticipatori del Credit Suisse

Indice dei direttori d'acquisto (PMI)

I direttori d'acquisto si posizionano all'inizio del processo di produzione. Il PMI sfrutta quest'anticipo per prevedere la congiuntura. Si basa su una ricerca mensile condotta da procure.ch – l'Associazione per l'Acquisto e Supply Management. I direttori d'acquisto rispondono a otto domande su produzione, portafoglio ordini, quantità degli acquisti, prezzo d'acquisto, termini di consegna, giacenza acquisti, giacenza prodotti finiti e occupazione. Indicano se le attività sono state maggiori, uguali o minori rispetto al mese precedente. Dalle percentuali in cui la risposta è stata «maggiori» e «uguali» vengono calcolati i sottoidici. In questo senso confluisce solo per la metà la quota delle risposte dove si è affermato «uguali». Il PMI si attesta tra 0 e 100, e un valore oltre 50 significa un'attività in espansione rispetto al mese precedente.

Barometro delle esportazioni del Credit Suisse

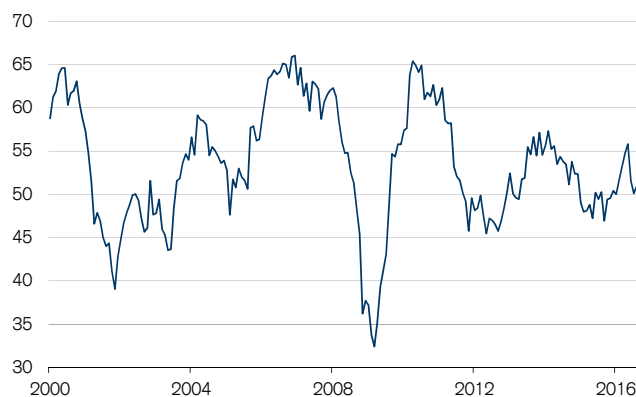
Il barometro delle esportazioni del Credit Suisse utilizza la dipendenza delle esportazioni dalla richiesta sui mercati delle esportazioni esteri. Per creare il barometro delle esportazioni vengono riuniti gli indicatori anticipatori per l'industria nei 28 principali paesi di sbocco. I valori di questi indicatori vengono ponderati con la quota di esportazioni del rispettivo paese. Il barometro delle esportazioni concentra le informazioni in un unico indicatore. Dal momento che si tratta di valori standardizzati, il barometro delle esportazioni viene espresso in deviazioni standard. La linea dello zero corrisponde alla soglia di crescita. La crescita media delle esportazioni svizzere sul lungo termine, pari quasi al 5%, si attesta a 1.

Indice ZEW del Credit Suisse

Gli analisti finanziari hanno il polso della situazione economica. Insieme al Centro europeo per la ricerca economica di Mannheim (ZEW), dal giugno 2006 conduciamo un'inchiesta mensile tra gli analisti finanziari: il Financial Market Test Switzerland. Gli analisti non vengono intervistati solo per fornire una valutazione sulla situazione congiunturale attuale e futura e sul tasso d'inflazione, ma anche in riferimento alle tematiche correlate ai mercati finanziari, come l'andamento dei mercati azionari o le previsioni sui tassi. L'effettivo indice ZEW del Credit Suisse riporta il saldo delle aspettative per quanto attiene all'andamento della congiuntura svizzera nei sei mesi successivi.

Congiuntura industriale

Indice PMI > 50 = crescita



Fonte: procure.ch, Credit Suisse

Esportazioni

In deviazioni standard, valori > 0 = crescita



Fonte: PMIPremium, Credit Suisse

Congiuntura

Saldo delle aspettative, Valori > 0 = crescita



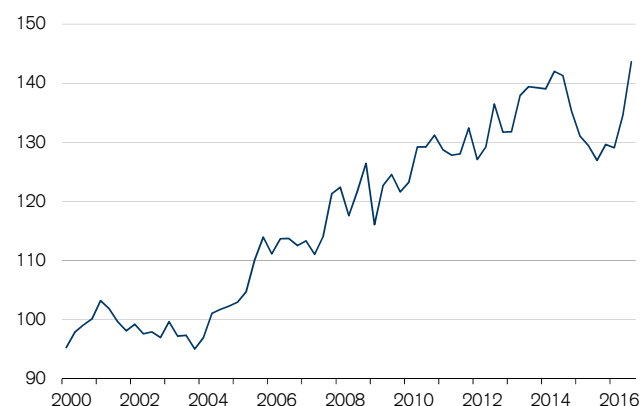
Fonte: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Credit Suisse

Indice costruzioni Svizzera

L'indice costruzioni Svizzera viene pubblicato congiuntamente dal Credit Suisse e dalla Società Svizzera degli Impresari-Costruttori (SSIC) su base trimestrale. Costituisce un indicatore anticipatore della congiuntura edilizia in Svizzera, andando a prevedere i fatturati nel principale comparto edilizio per il trimestre in corso. L'indicatore viene calcolato dalla sezione Economic Research del Credit Suisse e si basa fondamentalmente sulla rilevazione trimestrale della SSIC presso i suoi membri. Ulteriori dati vengono ottenuti dall'Ufficio federale di statistica e dal «baublatt». L'indice costruzioni riporta l'andamento dal 1° trimestre 1996.

Congiuntura edilizia

1° trimestre 1996 = 100



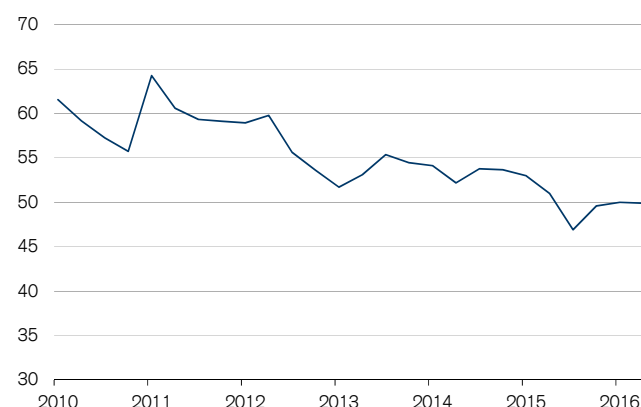
Fonte: Società Svizzera degli Impresari-Costruttori, Credit Suisse

Renewable Energy Index

Il Renewable Energy Index Svizzera viene pubblicato in collaborazione con il Credit Suisse e l'Agenzia per le energie rinnovabili e l'efficienza energetica (AEE). L'indicatore si basa su un'inchiesta condotta tra le società del comparto delle soluzioni energetiche sostenibili (energie rinnovabili ed efficienza energetica). La rispettiva rilevazione e analisi ha luogo basandosi sulle direttive dell'International Federation of Purchasing and Materials Management. Il Renewable Energy Index fornisce un quadro diretto dell'andamento commerciale nel comparto delle soluzioni energetiche sostenibili. Pertanto il Renewable Energy Index, le cui rilevazioni vengono condotte dal 1° trimestre 2010, fornisce un contributo importante per la base di dati di questo comparto.

Comparto dell'energia rinnovabile

Indice > 50 = crescita



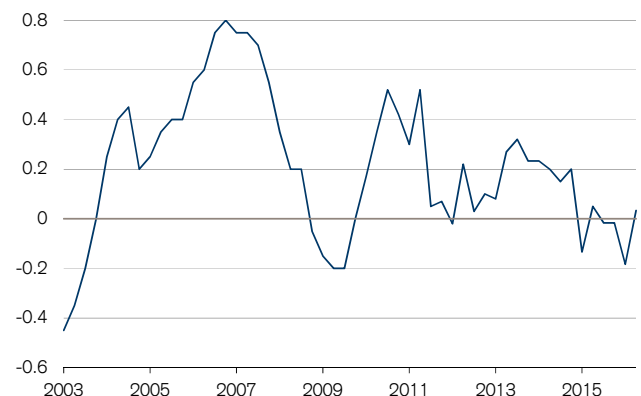
Fonte: Agenzia per le energie rinnovabili e l'efficienza energetica, Credit Suisse

Blue Book Index

Il Blue Book Index raggruppa in un indice quantitativo le informazioni qualitative pubblicate dalla Banca nazionale nell'ambito del proprio Bollettino trimestrale sull'attività economica. Questo cosiddetto Blue Book Index (la copertina del Bollettino trimestrale della BNS è blu) aggrega cinque indici parziali, che rilevano l'andamento in quattro settori economici (industria di trasformazione, edilizia, servizi non finanziari e comparto bancario) e sul mercato del lavoro. Il Blue Book Index costituisce la media aritmetica dei cinque indici parziali, che hanno un'identica ponderazione. Ogni indice parziale può assumere un valore tra -1 e +1, e gli intervalli corrispondono a 0,25 punti. Definiamo +0,25 come «condizioni normali» o «crescita moderata», mentre +1 e -1 corrispondono a un «boom», risp. una «contrazione».

Trasposizione quantitativa del Bollettino trim. BNS

Indice normalizzato da -1 a +1



Fonte: Credit Suisse

Previsioni e indicatori

Previsioni per l'economia svizzera

	2016 1° trim.	2016 2° trim.	2016P 3° trim.	2016P 4° trim.	2017P 1° trim.	2017P 2° trim.	2017P 3° trim.	2017P 4° trim.	2016P	2017P
PIL (YoY, in %)	1,1	2,0	1,7	1,3	1,3	1,2	1,5	1,9	1,5	1,5
Consumi privati	1,2	1,0	1,0	1,0	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Consumi pubblici	1,5	2,6	1,0	2,0	1,8	1,2	2,5	1,7	1,8	1,8
Investimenti lordi	3,7	1,5	0,9	0,5	-0,4	1,4	2,2	3,9	1,6	1,8
Investimenti nel settore edilizio	0,8	-1,2	0,8	1,5	-1,5	-0,5	1,0	2,8	0,5	0,5
Investimenti in attrezzature	5,5	3,4	1,1	0,0	0,0	2,5	3,0	4,5	2,5	2,5
Esportazioni (merci e servizi)	6,0	7,4	1,0	0,0	3,0	4,0	6,0	5,0	3,5	4,5
Importazioni (merci e servizi)	3,3	5,4	3,5	0,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,0	3,5
Inflazione (in %)	-1,0	-0,4	-0,1	0,2	0,6	0,4	0,5	0,5	-0,3	0,5
Disoccupazione (in %)	3,3	3,3	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Occupazione in ETP (YoY, in %)	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,5	0,3	0,5	0,6	0,0	0,5
Immigrazione netta (in migliaia)									70	60
Crescita salari nominali (YoY, in %)									0,5	0,5
Bilancia delle partite correnti (in % sul PIL)									7,7	8,8
Saldo bilancio pubblico (in % sul PIL)									0,1	-0,2
Quota d'indebitamento (in % sul PIL)									45,7	45,1

Fonte: Ufficio Federale di Statistica, Segreteria di Stato dell'economia SECO, Credit Suisse

Previsioni per l'economia mondiale

	Previsioni				Struttura		Significato per la Svizzera	
Previsioni	PIL YoY, in %		Inflazione YoY, in %		Popolazione In mio.	PIL In mia., USD	Quota export In %	Quota import In %
	2016	2017	2016	2017	2015	2015	2015	2015
Mondo	3,1	3,3	2,6	2,6	7 222	73 171	100	100
USA	1,8	2,0	1,3	2,0	322	17 947	13,9	17,0
Eurolandia	1,5	1,3	0,1	1,2	333	11 540	43,2	63,0
Germania	1,5	1,3	0,2	1,5	82	3 358	18,3	28,3
Francia	1,3	1,3	0,2	1,1	64	2 421	6,8	8,1
Italia	0,9	0,8	0,1	1,0	61	1 815	6,3	9,7
Gran Bretagna	1,5	0,2	0,7	2,0	65	2 848	5,7	3,1
Giappone	0,6	0,9	-0,2	0,2	127	4 123	3,3	1,8
Cina	6,5	6,0	2,0	1,8	1 375	10 982	4,4	7,4

Fonte: Datastream, IMF, Credit Suisse

Tassi e dati sulla politica monetaria

	Attuale	3M	12M		Attuale	Mese precedente	Anno precedente
Libor a 3M (in %)	-0,73	-0,9 - -0,7	-0,9 - -0,7	Massa monetaria M0 (mia. di CHF)	506,4	493,1	464,0
Banda target BNS (in %)	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	Massa monetaria M1 (% YoY)	2,3	1,4	0,7
Rendimento titoli di stato a 10 anni (in %)	-0,51	-0,5 - -0,3	-0,3 - 0,1	Massa monetaria M2 (% YoY)	3,2	2,7	1,1
				Massa monetaria M3 (% YoY)	2,7	2,3	1,9
				Riserve valutarie (CHF, mia.)	641,0	635,3	550,7

Fonte: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Divulgazioni

Le informazioni e le opinioni espresse nel presente rapporto (all'infuori dei contributi agli articoli da parte dei responsabili delle strategie d'investimento) sono state redatte dalla sezione Research, divisione International Wealth Management di Credit Suisse alla data di pubblicazione e potrebbero essere modificate senza preavviso. I giudizi espressi in riferimento a un particolare titolo all'interno del presente rapporto potrebbero divergere o non essere in linea con le osservazioni e i giudizi della sezione Research, divisione Investment Banking del Credit Suisse, a causa di differenze nei criteri di valutazione.

I contributi agli articoli da parte dei responsabili delle strategie d'investimento non costituiscono rapporti di ricerca. I responsabili delle strategie d'investimento non fanno parte della sezione Research di Credit Suisse. Credit Suisse ha adottato politiche miranti a garantire l'indipendenza della propria sezione Research, tra le quali quelle relative alle restrizioni alla negoziazione dei titoli in questione prima della distribuzione di rapporti di ricerca. Queste politiche non si applicano ai responsabili delle strategie d'investimento.

Credit Suisse non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'utilizzo del materiale oggetto del presente rapporto. Questa esclusione di responsabilità non sarà tuttavia valida nella misura in cui la responsabilità in questione derivasse da specifiche condizioni o normative applicabili a Credit Suisse. Non ci si deve basare sul presente rapporto rinunciando a esercitare il proprio giudizio indipendente. Credit Suisse potrebbe aver emesso, e potrebbe emettere in futuro, un'idea di negoziazione relativa al titolo in questione. Le idee di negoziazione sono opportunità di negoziazione di breve termine basate su avvenimenti e catalizzatori di mercato, mentre i rating delle società riflettono le raccomandazioni d'investimento fondate sul rendimento totale atteso nell'arco di un periodo di 6 - 12 mesi, secondo quanto definito nella sezione per le divulgazioni. Dal momento che le idee di negoziazione e i rating societari riflettono diverse ipotesi e metodi analitici, le idee di negoziazione possono differire a livello direzionale dal rating societario. Oltre a ciò, Credit Suisse potrebbe aver emesso, e potrebbe emettere in futuro, altri rapporti non in linea con le informazioni fornite nel presente rapporto o che giungono a conclusioni diverse. I rapporti in questione riflettono le diverse ipotesi, giudizi e metodi analitici degli analisti che li hanno redatti e Credit Suisse non è tenuto a garantire che tali rapporti vengano portati all'attenzione dei destinatari del presente rapporto.

Certificazione degli analisti

Gli analisti identificati nel presente rapporto certificano che le opinioni relative alle società e ai titoli in esso discussi riflettono in modo accurato le loro opinioni personali in merito alle società e ai titoli in questione. Gli analisti certificano inoltre che nessuna parte dei loro indennizzi può essere ricondotta direttamente o indirettamente alle specifiche raccomandazioni od opinioni espresse nel presente rapporto.

Gli analisti KPO (Knowledge Process Outsourcing) citati nel presente rapporto sono collaboratori di Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited.

Divulgazioni importanti

Credit Suisse pubblica e aggiorna i propri rapporti di ricerca/le proprie raccomandazioni con la frequenza che ritiene opportuna, in base agli sviluppi delle imprese, dei settori o dei mercati analizzati che potrebbero influire notevolmente sulle opinioni o i pareri espressi nei rapporti in questione. Credit Suisse pubblica esclusivamente ricerche sugli investimenti imparziali, indipendenti, chiare, eque e non fuorvianti.

Il codice di condotta del Credit Suisse, che deve essere rispettato da tutti i dipendenti, è accessibile anche tramite il nostro sito Web all'indirizzo: http://www.credit-suisse.com/governance/en/code_of_conduct.html

Per maggiori dettagli, fai riferimento alle informazioni sull'indipendenza della ricerca finanziaria disponibili all'indirizzo: https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf

L'analista/Gli analisti responsabile/i della redazione del presente rapporto di ricerca ha/hanno ricevuto un indennizzo basato su diversi fattori, tra cui i proventi complessivi di Credit Suisse, una parte dei quali viene generata dalle attività di Investment Banking del Credit Suisse.

Ulteriori informazioni

Regno Unito: Per informazioni sui titoli a reddito fisso per i clienti di Credit Suisse (UK) Limited e Credit Suisse Securities (Europe) Limited, si prega di chiamare il numero +41 44 333 33 99.

India: Visitare il sito <http://www.credit-suisse.com/in/researchdisclosure> per le ulteriori divulgazioni previste dal Securities And Exchange Board of India (Research Analysts) Regulations, 2014.

Credit Suisse potrebbe avere una partecipazione nelle società menzionate in questo rapporto.

I rapporti di ricerca di Credit Suisse sono altresì disponibili all'indirizzo <https://investment.credit-suisse.com/>

Per informazioni sulle comunicazioni relative alle società oggetto di rating di Credit Suisse Investment Banking citate nel presente rapporto, vogliate fare riferimento al sito di divulgazione della divisione Investment Banking all'indirizzo:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Per ulteriori informazioni, incluse le comunicazioni su eventuali altri emittenti, vogliate fare riferimento al sito di divulgazione della divisione Private Banking & Wealth Management all'indirizzo:

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Disclaimer globale / Informazioni importanti

Il presente rapporto non è destinato né finalizzato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di alcuna persona fisica o giuridica avente cittadinanza, residente o ubicata in una località, stato, paese ovvero in un'altra giurisdizione in cui la distribuzione, la pubblicazione, la disponibilità o l'impiego siffatti fossero contrari alla legislazione o alle normative vigenti, o a seguito dei quali Credit Suisse dovesse ottemperare a qualsivoglia obbligo di registrazione o licenza in tale giurisdizione.

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

<http://www.credit-suisse.com>

ESCLUSIONE DI DISTRIBUZIONE, SOLLECITAZIONE O CONSUMO

LENZA: Il presente rapporto è fornito a puro titolo informativo e illustrativo ed è destinato a un impiego strettamente personale. Non costituisce una sollecitazione, un'offerta o una raccomandazione di acquisto o vendita di alcun titolo o altro strumento finanziario. Qualsiasi informazione che includa fatti, opinioni o citazioni può essere sintetizzata o riassunta ed è espressa alla data di redazione. Le informazioni contenute nel presente rapporto sono state fornite solamente a titolo di commento di mercato generale e non costituiscono una forma di consulenza finanziaria regolamentata, né un servizio legale, fiscale o un altro servizio regolamentato. Non tengono conto degli obiettivi, della situazione o delle necessità finanziarie di alcun soggetto, che devono essere necessariamente considerati prima di effettuare una decisione d'investimento. Prima di prendere qualunque decisione d'investimento sulla base del presente rapporto, per eventuali spiegazioni necessarie in merito al suo contenuto 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 ricevi o accedi 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 in relazione agli investimenti riportati nel presente rapporto o a un investimento correlato a qualsivoglia società o emittente menzionato. Alcuni investimenti cui si fa riferimento nel presente rapporto saranno offerti da una singola entità o da un'associata di Credit Suisse oppure Credit Suisse potrebbe essere il solo market maker di tali investimenti. Credit Suisse è coinvolto in molte attività correlate alle società menzionate nel presente rapporto. Queste attività comprendono negoziazioni specializzate, arbitraggio dei rischi, market making e altre negoziazioni titoli per proprio conto. Credit Suisse ha stipulato un accordo con l'emittente in relazione alla fornitura di servizi di società d'investimento. **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.

Distribuzione dei rapporti di ricerca

A meno che non diversamente specificato all'interno del presente documento, il presente rapporto viene redatto ed emesso da Credit Suisse SA, una banca svizzera autorizzata e soggetta alla regolamentazione dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari. **Australia:** Il presente rapporto è distribuito in Australia da Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) soltanto a clienti «Wholesale» secondo quanto definito nella sezione s761G del Corporations Act 2001. CSSB non garantisce il rendimento, né rilascia alcuna garanzia in merito alla performance, dei prodotti finanziari a cui il presente rapporto fa riferimento. **Austria:** Il presente rapporto viene distribuito da CREDIT SUISSE

(LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. La Banca è una filiale di CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo avente sede in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. È altresì soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo nonché dell'autorità di sorveglianza austriaca, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna. **Bahrain:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, Bahrain Branch, autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Bahrain (CBB) come Investment Firm Category 2. Credit Suisse AG, filiale del Bahrain, ha sede al Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Regno del Bahrain. **Dubai:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG (DIFC Branch), debitamente autorizzata e regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority («DFSA»). I relativi prodotti o servizi finanziari sono disponibili soltanto per i clienti professionisti o le controparti di mercato, secondo la definizione della DFSA, e non sono destinati a qualsivoglia altra persona. Credit Suisse AG (DIFC Branch) ha sede al Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Emirati Arabi Uniti. **Francia:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France,, autorizzato dall'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) in qualità di fornitore di servizi d'investimento. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, è soggetto alla supervisione e al controllo dell'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution e dall'Autorité des Marchés Financiers. **Germania:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse (Deutschland) AG, che è autorizzata e regolamentata dal Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Gibilterra:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Gibraltar) Limited. Credit Suisse (Gibraltar) Limited è una persona giuridica indipendente, interamente controllata da Credit Suisse e regolamentata dalla Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Channel Islands) Limited, una persona giuridica indipendente registrata a Guernsey con n. 15197 e sede legale in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. Credit Suisse (Channel Islands) Limited è interamente controllato da Credit Suisse AG e regolamentato dalla Guernsey Financial Services Commission. Copie dell'ultimo bilancio soggetto a revisione contabile sono disponibili su richiesta. **Hong Kong:** Il presente rapporto è stato pubblicato a Hong Kong da Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, un istituto in possesso della licenza «Authorized Institution» rilasciata dalla Hong Kong Monetary Authority e registrato ai sensi della Securities and Futures Ordinance (capitolo 571 delle disposizioni giuridiche di Hong Kong). **India:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse Securities (India) Private Limited (n. CIN U67120MH1996PTC104392), soggetta alla regolamentazione del Securities and Exchange Board of India in qualità di Research Analyst (n. registrazione INH 000001030), di Gestore di portafoglio (n. registrazione INP000002478) e Intermediario in valori mobiliari (n. registrazione INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), e indirizzo registrato presso 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, India, T- +91-22 6777 3777. **Italia:** Il presente rapporto è distribuito in Italia da Credit Suisse (Italy) S.p.A., banca di diritto Italiano, iscritta all'albo delle banche e soggetta alla supervisione e al controllo di Banca d'Italia e CONSOB; è inoltre distribuito da Credit Suisse AG, banca svizzera autorizzata a fornire servizi bancari e finanziari in Italia. **Giappone:** Il presente rapporto è distribuito in Giappone unicamente da Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, membro di Japan Securities Dealers Association, Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association. Credit Suisse Securities (Japan) Limited non distribuirà né

inoltre il presente rapporto al di fuori del Giappone. **Jersey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, regolamentato dalla Jersey Financial Services Commission per l'esecuzione dell'attività d'investimento. La sede di Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, a Jersey è la seguente: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. **Libano:** Questa relazione viene distribuita da Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un istituto finanziario costituito in Libano e regolamentato dalla Banca centrale del Libano (Central Bank of Lebanon, «CBL»), con numero di licenza per l'istituto finanziario 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL è soggetta alle leggi e alle regolamentazioni della CBL, oltre che alle leggi e alle decisioni della Capital Markets Authority of Lebanon («CMA»). CSLF è una filiale di Credit Suisse SA e parte di Credit Suisse Group (CS). La CMA non si fa carico di alcuna responsabilità per i contenuti delle informazioni incluse nel presente rapporto, tra l'altro per l'accuratezza e la completezza di tali informazioni. La responsabilità per il contenuto di questo rapporto è di chi l'ha pubblicato, dei rispettivi amministratori e di altre persone, come gli esperti, le cui opinioni vengono incluse nel rapporto con il rispettivo consenso. La CMA non ha altresì valutato l'adeguatezza dell'investimento per un particolare investitore o tipologia di investitore. Gli investimenti sui mercati finanziari potrebbero implicare un livello elevato di complessità e di rischio e potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. La valutazione dell'adeguatezza di CSLF in riferimento all'investimento sarà eseguita sulla base delle informazioni che l'investitore avrebbe fornito a CSLF e in linea con le politiche e i processi interni di Credit Suisse. Si conviene che l'inglese verrà impiegato in tutte le comunicazioni e la documentazione fornite da CS e/o da CSLF. Accettando di investire nel prodotto, l'investitore conferma di non avere alcuna obiezione in merito all'utilizzo della lingua inglese. **Lussemburgo:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una banca lussemburghese autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse (Qatar) L.L.C., autorizzato e regolamentato dalla Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) ai sensi del QFC n° 00005. Tutti i relativi prodotti o servizi finanziari saranno disponibili soltanto per Business Customers o Market Counterparties (come definiti dalle regole e dalle regolamentazioni della Qatar Financial Centre Regulatory Authority - QFCRA), inclusi i privati che hanno scelto di essere classificati come Business Customer, con attività liquide di oltre USD 1 milione, dotati di esperienze, conoscenze e competenze in materia finanziaria sufficienti per partecipare a operazioni aventi a oggetto tali prodotti e/o servizi. **Singapore:** Il presente rapporto è stato redatto e pubblicato ai fini della distribuzione a Singapore unicamente a investitori istituzionali, investitori accreditati e investitori esperti (ciascuna categoria come definita ai sensi dei Financial Advisers Regulations); è inoltre distribuito da Credit Suisse AG, Singapore Branch, a investitori stranieri (come definiti ai sensi dei Financial Advisers Regulations). Credit Suisse AG, Singapore Branch, può distribuire rapporti realizzati dalle proprie entità o affiliate estere nel quadro di un accordo ai sensi del Regulation 32C dei Financial Advisers Regulations. Per qualunque questione derivante dal presente rapporto o a esso attinente, gli interessati di Singapore devono rivolgersi a Credit Suisse AG, Singapore Branch, al numero +65-6212-2000. In virtù del tuo status di investitore istituzionale, investitore accreditato, investitore esperto o investitore estero, 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 fornirti. **Spagna:** Il presente rapporto è distribuito in Spagna da Credit Suisse AG, Sucursal en España, autorizzato dal Registro del Banco de España al numero 1460. **Thailandia:** Il presente rapporto è distribuito da Credit

Suisse Securities (Thailand) Limited, regolamentata dall'Office of the Securities and Exchange Commission thailandese, con sede legale in 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok, tel. 0-2614-6000. **Regno Unito:** Il presente rapporto è pubblicato da Credit Suisse (UK) Limited e Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited e Credit Suisse (UK) Limited, entrambe autorizzate dalla Prudential Regulation Authority e regolamentate dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority, sono persone giuridiche associate al Credit Suisse ma indipendenti. Le tutele previste per i clienti retail dalla Financial Conduct Authority e/o dalla Prudential Regulation Authority non si applicano a investimenti o servizi forniti da soggetti al di fuori del Regno Unito; non sarà inoltre possibile avvalersi del Financial Services Compensation Scheme (piano di risarcimento per i servizi finanziari) qualora l'emittente degli investimenti non adempia ai suoi obblighi. Nella misura comunicata nel Regno Unito o tale da avere effetti nel Regno Unito, il presente documento costituisce una promozione finanziaria approvata da Credit Suisse (UK) Limited, autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority per quanto riguarda l'esercizio di attività d'investimento nel Regno Unito. La sede legale di Credit Suisse (UK) Limited è sita in Five Cabot Square, Londra, E14 4QR. Si prega di notare che le norme del Financial Services and Markets Act 2000 (legge del 2000 sui servizi e i mercati finanziari) concernenti la tutela dei clienti retail non trovano applicazione nel vostro caso e che non potete altresì disporre di qualsiasi potenziale compensazione accessibile a «eligible claimants» ossia «richiedenti idonei» in conformità al Financial Services Compensation Scheme (piano di compensazione dei servizi finanziari) del Regno Unito. Il regime fiscale dipende dalla situazione personale di ciascun cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.

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

È proibito riprodurre il presente rapporto, in toto o in parte, senza il permesso scritto di Credit Suisse. Copyright © 2016 di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.

16C031A_R

Altre pubblicazioni del Credit Suisse Economic Research



Qualità della localizzazione 2016

L'indicatore della qualità della localizzazione di Credit Suisse misura l'attrattiva delle regioni e dei cantoni elvetici per le aziende. Lo studio di quest'anno presenta i risultati per il 2016 e le prospettive per il 2020.

Pubblicato l'8 settembre 2016



Monitor immobiliare Svizzera 3° trimestre 2016

Il Monitor immobiliare offre tre volte all'anno un aggiornamento su tutti gli andamenti di mercato rilevanti per gli immobili e integra quindi le analisi fondamentali annuali e i temi speciali dello studio immobiliare di Credit Suisse.

29 settembre 2016



Monitor dei settori 3° trimestre 2016

Il monitor dei settori illustra trimestralmente la situazione attuale e le prospettive congiunturali dei più importanti settori svizzeri.

4 ottobre 2016



Global Monitor 3° trimestre 2016

Il Global Monitor fornisce una panoramica sulle nostre aspettative per le principali economie nazionali e discute temi economici di attualità.

18 ottobre 2016



Studio regionale della NAB sull'Argovia 2016

Lo studio regionale della NAB analizza temi di attualità relativi all'economia argoviana. Quest'anno si pongono in primo piano l'industria e le sue sfide attuali.

26 ottobre 2016



Indice costruzioni 4° trimestre 2016

L'indice costruzioni Svizzera, pubblicato trimestralmente, fornisce delle informazioni tempestive sulla congiuntura nel settore delle costruzioni e contiene stime e retroscena relativi all'andamento del fatturato nel settore edile.

23 novembre 2016

La prossima edizione del Monitor Svizzera uscirà il 15 dicembre 2016

Leggete ogni mese **Economia e mercati – Prospettive per gli investitori** e abbonatevi alle nostre pubblicazioni direttamente presso il vostro consulente alla clientela.