

Stime sull'andamento delle divise

Aprile 2017

Tassi di cambio

Il punto di vista dei clienti, del mercato e di Credit Suisse



Sondaggio tra i
clienti commerciali
**PMI caute nella
programmazione
del bilancio**
Pagina 5

Barometro del rischio
europeo
**Il 2017 all'insegna
di svolte importanti
in Europa**
Pagina 9

Politica monetaria | Deep Dive
**La BNS alle prese con un
franco strutturalmente
forte**
Pagina 14

Sigla editoriale

Editore: Investment Solutions & Products

Burkhard Varnholt

Vice Chairman IS&P

Tel. +41 44 333 67 63

E-mail burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Dr. Oliver Adler

Capo-economista, CIO Office Svizzera

Tel. +41 44 333 09 61

E-mail oliver.adler@credit-suisse.com

Stampa

Internal Copy Shop (ICS), Zurigo

Chiusura redazionale

29 marzo 2017

Copyright

La pubblicazione può essere citata con l'indicazione della fonte.

Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG e/o società collegate. Tutti i diritti riservati.



Gentili lettrici, stimati lettori

Negli ultimi anni il franco forte ha messo a dura prova numerose aziende svizzere votate all'esportazione. Grazie a caratteristiche tipiche della Svizzera come spirito innovatore, qualità e capacità di adattamento molti clienti sono riusciti non solo a superare la crisi, bensì anche a uscirne rafforzati.

Quest'anno in Europa l'attenzione è focalizzata su vari appuntamenti elettorali e gli eventi di politica mondiale degli scorsi mesi hanno evidenziato sviluppi in parte piuttosto inattesi. Ad ogni modo, le potenziali ricadute dei rischi politici sono difficilmente prevedibili. Ciò malgrado, in questi tempi d'incertezza il franco svizzero dovrebbe conservare la sua forza ancora per qualche tempo.

Credit Suisse è presente in ogni regione con un team di specialisti in divise. Questa vicinanza ci consente di intrattenere un dialogo approfondito in tema di rischi di cambio per le imprese. Nei numerosi colloqui svolti con i nostri clienti, la crescente incertezza sollevata dall'andamento del corso del franco svizzero rispetto all'euro, al dollaro e anche alla sterlina britannica si rivela puntualmente un elemento di cruciale importanza, tanto da averci spinto a svolgere un sondaggio sulle valutazioni personali dei tassi di cambio da parte dei responsabili di aziende svizzere. I risultati degli oltre cinquecento feedback pervenuti sono riportati nella presente pubblicazione.

Ci auguriamo di potervi così offrire alcuni aspetti e spunti interessanti per la vostra pianificazione nell'ambito delle monete estere.

Ci preme poter essere un interlocutore competente e fidato per tutti i vostri interessi nelle operazioni in divise. Facciamo tutto il possibile e del nostro meglio per trovare una soluzione ottimale a ogni vostra richiesta.

Vi auguriamo una lettura piacevole e stimolante.

Andreas Gerber
Resp. Affari PMI Svizzera

Leif Woodtly
FX Sales Corporate & Institutional Clients

Visitateci anche su Internet all'indirizzo www.credit-suisse.com/devisen.

Sommario

Sondaggio PMI	5
Le circa 500 piccole e medie imprese interpellate (PMI) prevedono per il 2017 un tasso di cambio EUR/CHF di 1.08. I tassi previsionali sono piuttosto conservativi, in particolare presso gli importatori.	
Previsioni sui tassi di cambio Credit Suisse	7
Prevediamo un cambio EUR/CHF a 1.09 fra 12 mesi. La GBP dovrebbe rafforzarsi nei confronti del CHF.	
Quadro globale	8
Prosegue il miglioramento della congiuntura globale e per il 2017 ipotizziamo una maggiore crescita rispetto all'anno scorso. Nel primo trimestre 2017 l'inflazione dovrebbe registrare un rapido incremento, per poi calare solo leggermente.	
Barometro del rischio europeo	9
Nel 2017 sono in calendario decisioni importanti in Europa che porteranno a un inasprimento dei rischi politici nell'UE. Il «Barometro del rischio europeo» di Credit Suisse misura quanto sono già «scontati» questi rischi dai mercati.	
Panoramica dei rischi paese	11
Congiuntura Svizzera	13
Nel 2017 l'economia svizzera dovrebbe crescere dell'1,5%, quindi un po' di più del 2016 (1,3%) e decisamente molto più energicamente di quanto osservato subito dopo l'apprezzamento del franco nel 2015 (0,8%). La BNS potrebbe di nuovo tollerare un rafforzamento del franco.	
Politica monetaria I Deep Dive	14
Il surplus delle partite correnti della Svizzera è da ricondurre ad alcuni settori altamente produttivi. A causa della bassa sensibilità di questi settori al tasso di cambio, identificare una risposta di politica economica adeguata risulta difficile.	

Sondaggio tra i clienti commerciali

PMI caute nella programmazione del bilancio

Le circa 500 piccole e medie imprese interpellate (PMI) prevedono per il 2017 un tasso di cambio EUR/CHF di 1.08. I tassi previsionali sono piuttosto conservativi, in particolare presso gli importatori.

Oltre 500 clienti commerciali e la loro valutazione dei tassi di cambio

A cavallo tra il 2016 e il 2017, Credit Suisse ha intervistato complessivamente oltre 500 clienti commerciali in merito alle loro aspettative sull'andamento dei tassi di cambio per il 2017. Tra le imprese partecipanti al sondaggio, un po' più del 40% ha una vocazione all'esportazione, mentre un terzo opera prevalentemente sul versante delle importazioni. Un quarto delle aziende è attivo sia nel settore delle importazioni sia in quello delle esportazioni. Il tutto riflette in ampia misura la situazione dell'intero commercio svizzero con l'estero: nel 2016 le esportazioni hanno totalizzato circa il 55% (CHF 210 mia.) del volume del commercio estero svizzero (CHF 384 mia.).

Divergenze in parte significative nelle aspettative sui cambi delle imprese

Le aspettative e le opinioni degli imprenditori riguardo ai tassi di cambio futuri differiscono ampiamente (cfr. fig. a sinistra). Un riscontro poco sorprendente – quantomeno nel caso dell'euro – dato che nelle prossime settimane e mesi sono in calendario importanti elezioni e decisioni politiche in Europa, che dopo la Brexit rimettono alla prova la coesione europea e potrebbero potenzialmente co-determinare l'evoluzione monetaria (cfr. capitolo «Il Barometro del rischio europeo», pag. 9). A dispetto delle diverse previsioni sul fronte dei tassi di cambio, gli imprenditori sono tuttavia concordi su un punto: un corso EUR/CHF di 1.20 – quindi il valore della soglia minima di cambio EUR/CHF abbandonato dalla BNS all'inizio del 2015 – non dovrebbe riproporsi tanto presto. In media, i partecipanti al sondaggio ipotizzano per il 2017 un tasso di cambio EUR/CHF di circa 1.08 e sempre per l'anno in corso valutano a CHF 1.02 il valore di un dollaro e a CHF 1.25 quello di una sterlina.

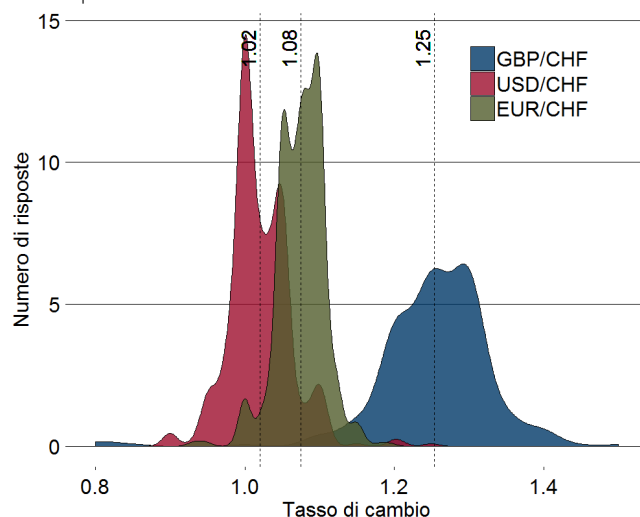
Aziende con tasso previsionale EUR/CHF prudente

Un apprezzamento del franco è un rischio soprattutto per gli esportatori, giacché i loro prodotti rincarano di riflesso per gli acquirenti esteri. Vale invece il contrario per gli importatori, i cui acquisti diventano più cari al deprezzarsi della moneta rossocrociata. Di conseguenza, gli importatori definiscono prudentemente il budget con un corso EUR/CHF tendenzialmente più alto (1.10) degli esportatori (1.07). Un altro indizio di una pianificazione conservativa risiede nella differenza tra il tasso previsionale e la previsione sul cambio EUR/CHF degli imprenditori: in particolare il tasso previsionale medio degli importatori si scosta ampiamente dalla loro previsione sul tasso di cambio (1.07) (cfr. fig. a destra).

sascha.trecco@credit-suisse.com

Ampia diversificazione delle aspettative sui cambi

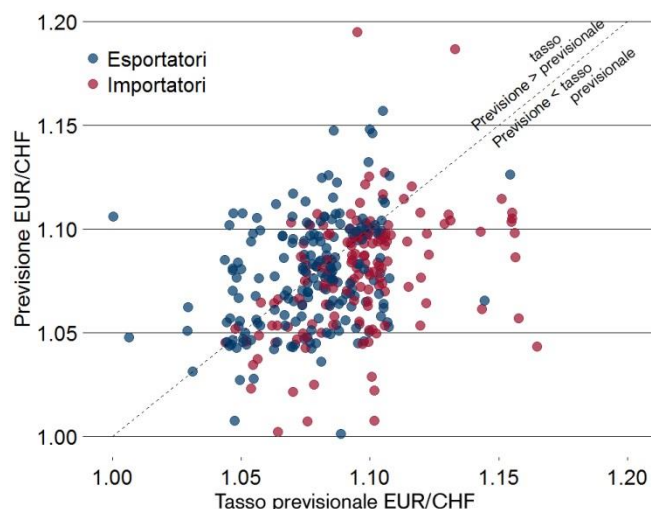
Previsioni sui tassi di cambio 2017 delle PMI intervistate; linea tratteggiata = media di tutte le previsioni



Fonte: Sondaggio PMI Credit Suisse

Pianificazione cauta del budget EUR/CHF

Previsione e tasso previsionale EUR/CHF 2017 di importatori ed esportatori



Fonte: Sondaggio PMI Credit Suisse

Risultati dettagliati del sondaggio PMI

Previsioni di mercato per il 2017

Le imprese non sono sole con le loro valutazioni sui tassi di cambio: secondo Bloomberg Consensus, la media delle previsioni di circa 80 banche in tutto il mondo, nel 2017 i tassi di cambio si attesteranno a 1.07 (EUR/CHF), 1.03 (USD/CHF) e 1.25 (GBP/CHF). Le previsioni divergono solo di circa mezzo punto percentuale, per cui le valutazioni espresse dagli imprenditori e dal mercato coincidono in massima parte.

sascha.trecco@credit-suisse.com

Copertura contro i rischi di cambio

Negli ultimi anni le PMI svizzere con forte vocazione alle esportazioni e/o alle importazioni e una cospicua quota di costi in franchi svizzeri (personale, immobili ecc.) hanno dovuto misurarsi con vistose oscillazioni valutarie, subendo di riflesso perdite di margine in parte pesanti. Considerate le incertezze politiche che serpeggiano attualmente in Europa è sorprendente rilevare che ben oltre un terzo delle aziende intervistate non copra i propri rischi di cambio. Solo un esportatore su nove e un importatore su sei si proteggono infatti integralmente con operazioni di copertura.

sascha.trecco@credit-suisse.com

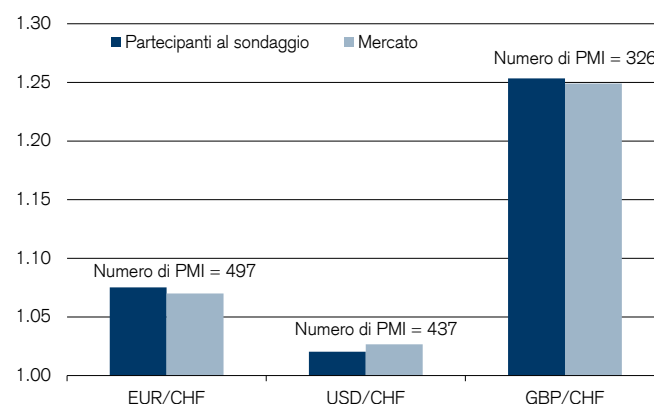
Industria delle esportazioni

Le imprese che coprono i rischi di cambio hanno il vantaggio di poter mettere effettivamente a budget i tassi di cambio previsti. Nell'ambito dell'industria d'esportazione ad esempio, il tasso previsionale EUR/CHF delle aziende intervistate provviste di una strategia di copertura è persino leggermente superiore alla rispettiva previsione sui tassi di cambio (-0,8%). Le aziende che rinunciano a queste misure di copertura calcolano il rischio nel tasso previsionale, che nel caso dell'industria esportatrice è inferiore del 2,5% circa al tasso di cambio previsto dalle imprese.

sascha.trecco@credit-suisse.com

Sintonia tra clienti commerciali e mercato

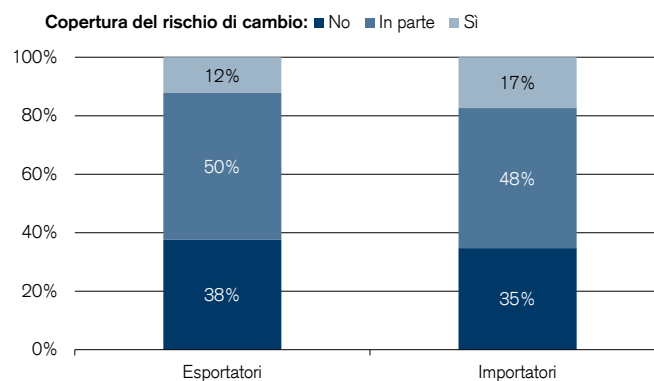
Previsioni sui tassi di cambio del mercato e delle PMI interpellate per il 2017



Fonte: Bloomberg, sondaggio PMI Credit Suisse

I rischi di cambio sono assunti perlopiù dall'impresa stessa

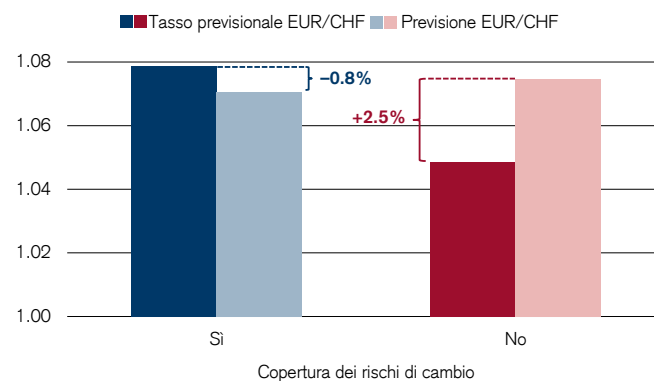
Quota delle PMI interpellate che coprono i rischi di cambio; in per cento



Fonte: Sondaggio PMI Credit Suisse

Budget più conservatore per le imprese senza copertura

Previsione e tasso previsionale EUR/CHF 2017 dell'industria d'esportazione



Fonte: Sondaggio PMI Credit Suisse

Previsioni sui tassi di cambio Credit Suisse

L'EUR dovrebbe apprezzarsi rispetto al CHF

Prevediamo un cambio EUR/CHF a 1.09 fra 12 mesi, per cui la previsione di Credit Suisse è solo marginalmente superiore a quella delle PMI e del mercato. La sottovalutazione dell'EUR dovrebbe sostenere la moneta unica, senza trascurare che il rialzo dei tassi a lungo termine fuori dalla Svizzera comporterà verosimilmente una minore domanda di valuta rifugio. La mancanza di deflussi di capitale dalla Svizzera limita tuttavia il potenziale rialzista dell'euro. E poiché i rischi politici in Europa rimangono latenti ed è presumibile che la BNS tolleri un rafforzamento moderato del franco, riteniamo tuttora consigliabile una copertura contro i rischi di ribasso dell'euro.

tim.sprissler@credit-suisse.com

L'USD dovrebbe rafforzarsi ancora

Entro i prossimi 12 mesi ci aspettiamo un cambio USD/CHF pari a 1.09. La nostra previsione per il dollaro USA nei confronti del franco svizzero è decisamente più positiva rispetto a quella delle PMI e del mercato. I dati macroeconomici statunitensi solidi e il costante inasprimento della politica monetaria del paese a stelle e strisce confortano la nostra opinione sul biglietto verde. Nella fase attuale del ciclo, in cui i differenziali dei tassi rispetto al franco svizzero hanno raggiunto una soglia critica, nuovi interventi rialzisti dell'US Federal Reserve hanno solitamente ricadute positive sul dollaro USA, tanto più che dal versante della valutazione non è posta alcuna limitazione a qualsivoglia ulteriore rafforzamento della moneta statunitense.

tim.sprissler@credit-suisse.com

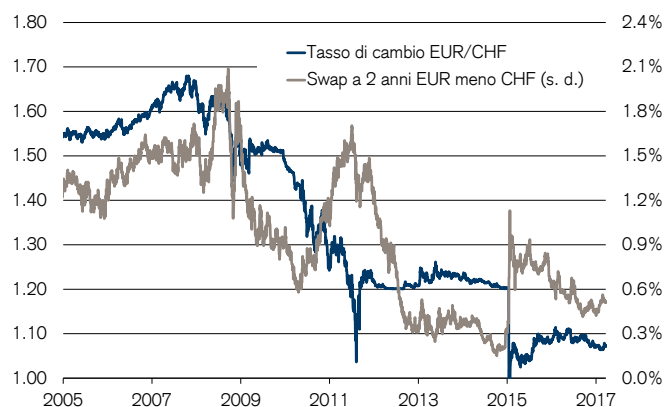
La GBP dovrebbe apprezzarsi nei confronti del CHF

A seguito della valutazione molto vantaggiosa assumiamo un atteggiamento positivo nei confronti della sterlina. A nostro giudizio è scontata una Brexit «dura» e il rischio di un nuovo indebolimento è limitato, a meno che i dati britannici non si rivelassero palesemente negativi o la Bank of England passasse a una politica monetaria più espansiva. Se le prospettive sulla Brexit dovessero essere giudicate più positivamente, intravediamo il potenziale per una ripresa, soprattutto nei confronti del franco svizzero, in rapporto al quale la sterlina evidenzia la sottovalutazione in assoluto più accentuata. Prevediamo un cambio GBP/CHF a 1.42 fra 12 mesi.

tim.sprissler@credit-suisse.com

Tuttora trascurabile il vantaggio in termini di interessi dell'EUR

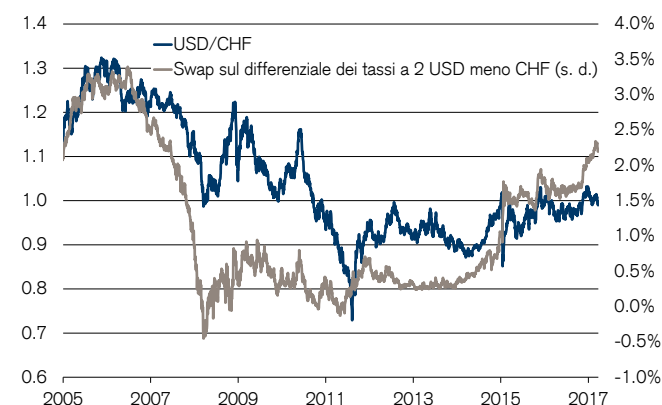
EUR/CHF e swap a 2 anni (asse destro)



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse; ultimo aggiornamento: 20.03.2017

Il vantaggio d'interessi cresce in favore dell'USD

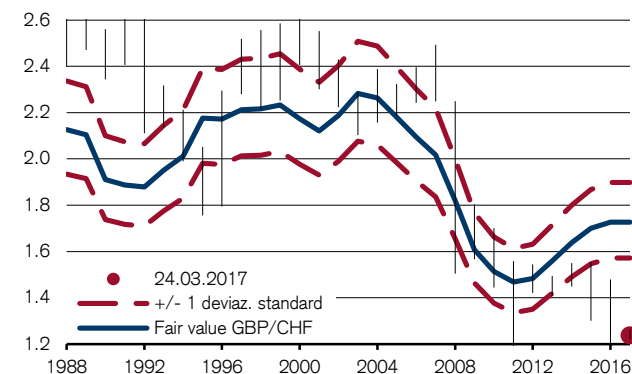
USD/CHF e swap sul differenziale dei tassi a due anni



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse; ultimo aggiornamento: 24.03.2017

La GBP è particolarmente sottovalutata rispetto al CHF

Fair value GBP/CHF



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse; ultimo aggiornamento: 24.03.2017

Quadro globale

Accelerazione della crescita globale sempre più ampia

Prosegue il miglioramento della congiuntura globale e per il 2017 ipotizziamo una maggiore crescita rispetto all'anno scorso. Nel primo trimestre 2017 l'inflazione dovrebbe registrare un rapido incremento, per poi calare solo leggermente.

Il sentiment positivo dell'economia statunitense propizia nuovi interventi sui tassi della Fed

Sebbene dall'entrata in carica della nuova amministrazione statunitense siano stati resi noti pochi dettagli concreti sul suo programma di politica fiscale, da inizio anno i dati congiunturali sono rimasti solidi. In particolare gli indicatori del sentiment per le aziende e i consumatori permangono su livelli molto elevati. Nel contempo il tasso d'inflazione ha evidenziato una lenta risalita. Di conseguenza, già in marzo la banca centrale statunitense (Fed) ha innalzato i tassi guida e segnalato che quest'anno dovrebbero seguire altri interventi rialzisti. Riteniamo che nel 2017 vi saranno altri due aumenti dei tassi.

In vista una ripresa più duratura dell'eurozona; la BCE potrebbe indicare un corso meno espansivo

Nonostante tutti i rischi politici, la congiuntura si presenta robusta anche nell'eurozona. Fatta eccezione per l'Italia, un paese di grande peso, e per la Grecia, sembra che la ripresa sia sempre più autosostenibile. Per i prossimi mesi ipotizziamo che la solida crescita persisterà, consentendo un ulteriore calo della disoccupazione e andando quindi a sostenere ulteriormente i consumi privati. Fattori positivi come i bassi tassi d'interesse, il graduale ampliamento dei crediti concessi, i prezzi delle materie prime relativamente stabili e un euro abbastanza debole fanno da cornice a tutto ciò. In un quadro di questo tipo, la domanda a partire da quando e quanto rapidamente la Banca centrale europea (BCE) ridurrà i propri acquisti di obbligazioni dovrebbe sempre più essere al centro delle discussioni tra gli operatori di mercato.

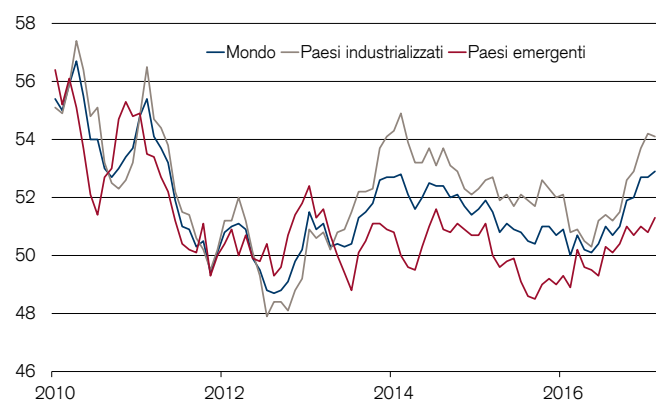
La ripresa globale sostiene anche i paesi emergenti, ma la dinamica è più contenuta

L'accelerazione globale è osservabile anche nei paesi emergenti, seppur non così pronunciata. Questo, tra l'altro, dipende dal fatto che la crescita della Cina, più che accelerare, si sta stabilizzando, mentre l'India continua a fare i conti con le conseguenze della svalutazione del denaro contante, da cui sembra riprendersi solo lentamente. In Russia l'orizzonte congiunturale si sta ora rischiarando rapidamente, e il sentiment tra le aziende è positivo come non avveniva dal 2011. Ciò non vale ancora per il Brasile, dove la fiducia delle imprese continua a essere bassa. Comunque il governo procede con le riforme e la banca centrale, grazie al calo dell'inflazione, può allentare le redini della propria politica monetaria.

bjorn.eberhardt@credit-suisse.com

Economia globale ancora in ripresa

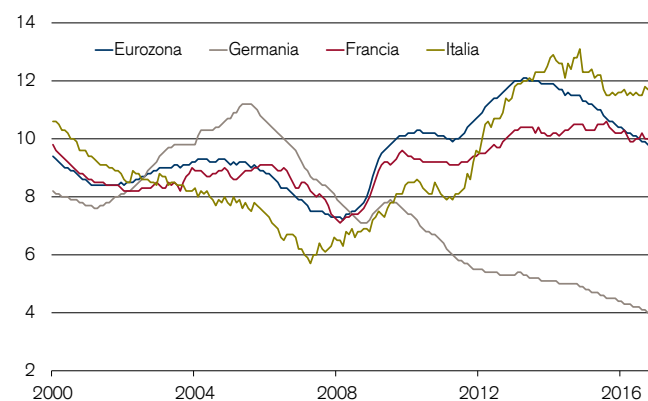
Livello degli indici, indici dei direttori d'acquisto per il settore manifatturiero



Fonte: Datastream, Credit Suisse

Tasso di disoccupazione nell'eurozona complessivamente in calo

In % della popolazione attiva



Fonte: Datastream, Credit Suisse

Barometro del rischio europeo

Il 2017 all'insegna di svolte importanti in Europa

Nel 2017 sono in calendario decisioni importanti in Europa che porteranno a un inasprimento dei rischi politici nell'UE. Il «Barometro del rischio europeo» di Credit Suisse misura quanto sono già «scontati» questi rischi dai mercati.

Il 2017 è costellato di decisioni politiche significative in Europa

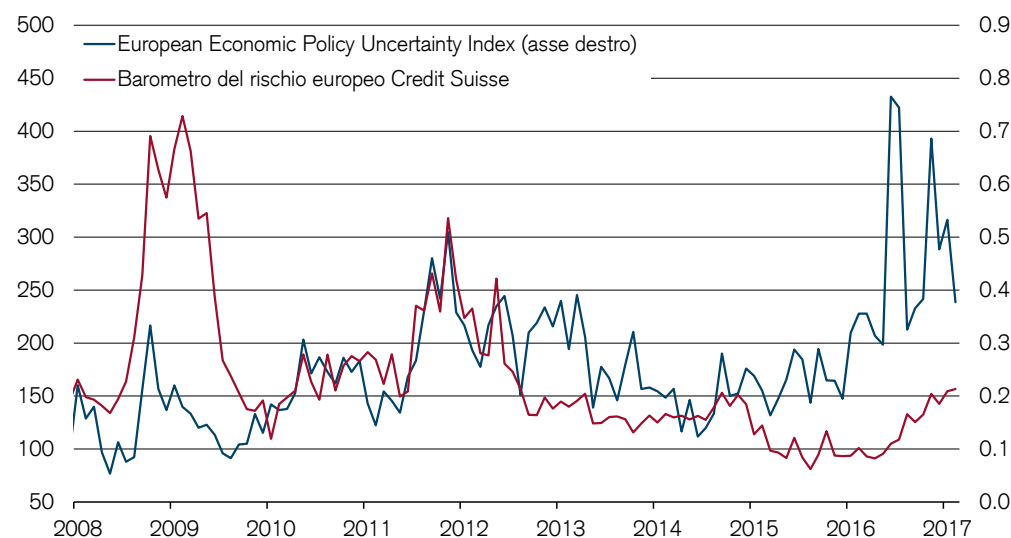
«Inno alla gioia», «Minimizzare i danni» o «Inferno»?

A dispetto della situazione macroeconomica in crescente miglioramento, le incertezze politiche che serpeggiano in Europa si stanno inasprendo. Il motivo va ricercato nelle numerose elezioni e decisioni politiche di importanti paesi membri dell'Unione europea. Il 23 aprile si terranno le elezioni presidenziali in Francia con la candidata populista e nazionalista Marine Le Pen al primo turno. In aprile per la Grecia giunge a scadenza il rimborso dei prestiti della BCE e di altre banche centrali e in settembre potrebbero essere indette nuove elezioni in Italia.

Alla luce di questi rischi abbiamo messo a punto tre scenari sul futuro politico ed economico dell'Europa. Nello scenario **«Inno alla gioia»** alla Grecia viene assegnato il prossimo pacchetto di salvataggio. La Francia elegge un presidente di destra (Macron o Fillon), ma non dell'estrema destra (Le Pen). Dalle elezioni in Italia nasce un governo guidato dal Partito Democratico (PD) e nuove riforme, pur se attuate lentamente, consentono alle banche di raccogliere capitali e di proseguire con il risanamento dei loro bilanci. Nello scenario **«Minimizzare i danni»** continua la saga della Grecia, nel primo turno delle elezioni francesi Marine Le Pen ottiene un buon risultato, ma viene sconfitta di stretta misura da Emmanuel Macron; ciò malgrado, la forma e la composizione del governo non sono chiare. I dati macroeconomici sono stabili, ma non entusiasmanti. Nella BCE la spaccatura tra i falchi (che vogliono innalzare i tassi) e le colombe (che intendono abbassare i tassi ovvero estendere il programma d'acquisto di titoli) si sta ampliando, in quanto il mandato di Mario Draghi sta volgendo al termine e si osserva un divario nord-sud nel miglioramento dei dati. L'Italia non riesce a progredire. Nello scenario **«Inferno»** si prefigura una recrudescenza della crisi dell'euro/UE e la Grecia ha difficoltà ad apportare le risorse finanziarie. Marine Le Pen vince le elezioni in Francia, ma deve fare i conti con un atteggiamento «ostile» nel Parlamento.

I mercati non recepiscono pienamente i rischi politici in Europa

Barometro del rischio europeo ed European Economic Policy Uncertainty Index



Fonte: Bloomberg, Barclays, Datastream, Economic Policy clima d'incertezza, Credit Suisse

Molto probabile lo scenario «Minimizzare i danni» in Europa

Sebbene l'«Inno alla gioia» non sia il nostro scenario principale, a nostro giudizio le probabilità di un suo riscontro nella realtà si aggirano attorno al 30%. A dispetto dell'euro attualmente debole, secondo il nostro Barometro del rischio europeo i mercati sono prossimi a questo scenario. Qualora dovessimo realmente ritrovarci in questo mondo, un inasprimento graduale della politica monetaria da parte della BCE dovrebbe rafforzare l'euro e ridurre di riflesso la pressione sul franco svizzero. Nello scenario «Minimizzare i danni» della politica europea (scenario principale: 50%) è verosimile che la stretta monetaria della BCE sarà effettuata solo più tardi e alimenterà poco la pressione rialzista dell'euro. Sullo sfondo del pessimistico scenario «Inferno» e del conseguente risveglio della crisi UE è presumibile che il franco fungerà maggiormente da «porto sicuro» per gli investitori, con l'effetto di accrescere in apprezzabile misura la pressione rialzista sul franco. Tuttavia, riteniamo poco probabile questo scenario.

Il Barometro del rischio europeo al di sotto della media decennale

Il «Barometro del rischio europeo» deve informare in quale misura i rischi politici e gli scenari descritti in precedenza sono già anticipati dai mercati. In proposito adottiamo parametri relativi alla liquidità, alle valutazioni a lungo termine di paesi come pure vari indicatori delle aspettative di mercato per la volatilità nonché la forma e le dimensioni di rischi estremi. Il livello attuale del Barometro indica un rischio di mercato (implicito) leggermente inferiore alla media. Il motivo risiede in primis negli spread del mercato monetario e creditizi relativamente ridotti, nei bid-ask spread delle obbligazioni statali e societarie, nella volatilità implicita modesta delle obbligazioni societarie ed azioni come pure nei tassi più bassi per i crediti privati e commerciali.

pierre.bose@credit-suisse.com

sandrine.perret@credit-suisse.com

Panoramica dei rischi paese

Paesi Bassi

Il 15 marzo 2017 la popolazione olandese ha votato in maggioranza contro il populista di destra Geert Wilders, il suo partito PVV (13% delle preferenze) e quindi contro una politica antieuropeista. La vittoria è stata riportata dal VVD, un partito di stampo liberale conservatore guidato da Mark Rutte (21%), sebbene rispetto al 2012 il VVD abbia perso oltre il 5% dei consensi e i populistici di destra capeggiati da Wilders siano riusciti a guadagnare circa il 3%. Stando al risultato elettorale, almeno quattro partiti dovranno allearsi per ottenere una maggioranza parlamentare di 76 seggi. La formazione di una simile coalizione richiederà qualche tempo.

sandrine.perret@credit-suisse.com

Francia

La campagna presidenziale è iniziata. La candidata del Front National (FN), Marine Le Pen, ha annunciato un programma aggressivo. I punti chiave del suo programma di presidenza sono il ritorno alla valuta nazionale e l'introduzione di drastici provvedimenti protezionistici. In vari sondaggi d'opinione Le Pen è in testa nel primo turno delle presidenziali, ma nel ballottaggio contro il candidato indipendente Emmanuel Macron o il candidato repubblicano François Fillon soccomberebbe. Condividiamo questo pronostico e attribuiamo la massima probabilità a un simile scenario.

sandrine.perret@credit-suisse.com

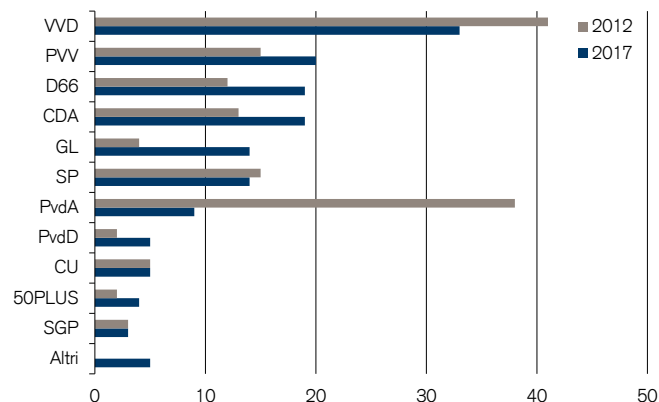
Italia

L'esito del referendum sulle riforme politiche del mese di dicembre ha portato alle dimissioni del Primo Ministro Renzi (PD). Il leader del PD aveva promosso un concorso aperto per la direzione del partito, per cui il rischio di elezioni parlamentari anticipate nel 2° trimestre si è ridotto. Nuove elezioni potrebbero tuttavia tenersi a settembre 2017. Fino ad allora non saranno verosimilmente introdotte riforme strutturali fondamentali. Alla luce dell'elevato debito pubblico, la dinamica della crescita dovrebbe mantenersi debole anche per quest'anno.

pierre.bose@credit-suisse.com

Gli olandesi scelgono l'Europa

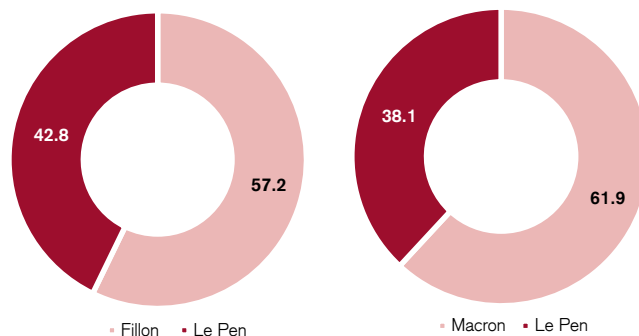
Seggi nella Camera Bassa, per partito (totale: 150 seggi)



Fonte: Camera Bassa degli Stati generali

Attesa una sconfitta di Le Pen nel secondo turno

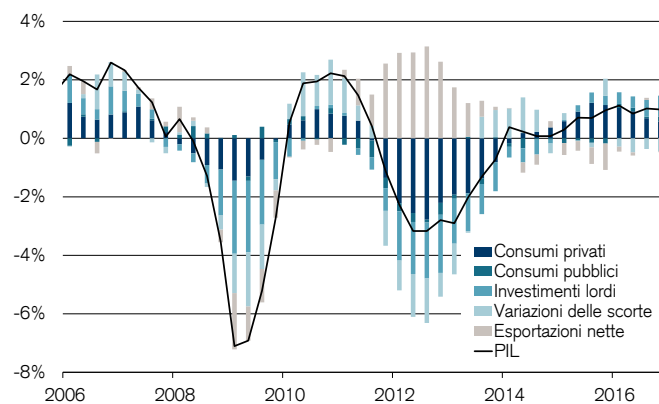
2° turno: valore medio di sondaggi selezionati, in percentuale



Fonte: OpinionWay, Ifop, Harris, Elabe, Credit Suisse; ultimo aggiornamento: 24.03.2017

Debole crescita economica in Italia

Contributo alla crescita del PIL, in punti percentuali



Fonte: Datastream, Credit Suisse

Panoramica dei rischi paese

Grecia

Nella seconda verifica del terzo pacchetto di salvataggio per la Grecia (EUR 86 mia.) i creditori sono in disaccordo. Il FMI ha vincolato la sua partecipazione a obiettivi ridotti per l'avanzo primario e a misure di alleggerimento del debito. La Germania si oppone alle misure di alleggerimento ed è favorevole a nuove riforme economiche. La prossima grossa rata di rimborso della Grecia (EUR 6.1 mia.) scade a giugno; prima di allora deve essere raggiunto un accordo sulla prossima tranche di aiuti. Una soluzione rapida non è in vista, ma un'escalation incontrollata è altrettanto poco realistica.

pierre.bose@credit-suisse.com

Germania

La Cancelliera Angela Merkel si candida per un quarto mandato. I sondaggi d'opinione prevedono un testa a testa della CDU/CSU con la SPD, in quanto il consenso per la SPD dopo la nomina di Martin Schulz è aumentato. A prescindere dal fatto che le elezioni vengano vinte dalla SPD o dalla CDU/CSU, in entrambi i casi il governo e la politica sarebbero in favore dell'Europa. Nel caso di una coalizione di centro-sinistra, tuttavia, la spesa interna potrebbe aumentare e una parte delle riforme potrebbe essere annullata. Un governo di centro-sinistra dovrebbe poi assumere un atteggiamento più accomodante sui temi di politica fiscale che riguardano i paesi periferici.

sandrine.perret@credit-suisse.com

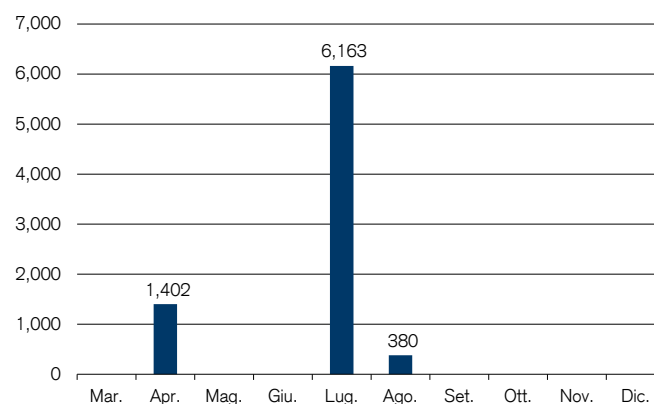
Gran Bretagna

Dopo l'entrata in vigore dell'articolo 50, la Gran Bretagna dovrebbe abbandonare l'UE entro due anni. A seconda di come evolveranno il corso GBP/CHF e la congiuntura britannica, vi saranno conseguenze anche per la Svizzera. Ad essere esposta a oscillazioni è in primis la sterlina. Viceversa, non prevediamo pesanti ricadute del tasso di cambio sugli scambi commerciali della Svizzera con la Gran Bretagna, poiché buona parte delle esportazioni svizzere è costituita da prodotti farmaceutici i cui acquirenti sono tendenzialmente meno sensibili al prezzo.

sascha.trecco@credit-suisse.com

Grande rimborso di debiti in scadenza in estate

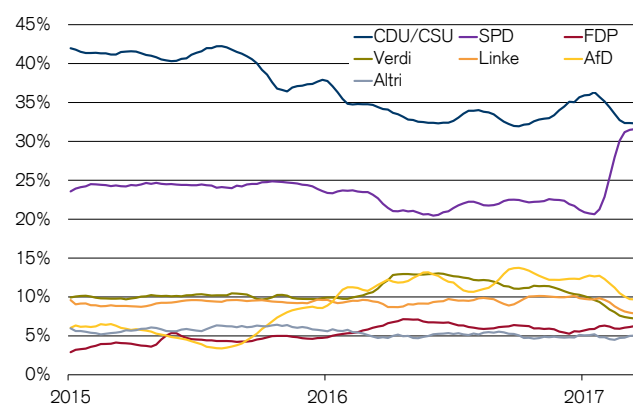
Rimborsi mensili di prestiti greci 2017, in mio. euro



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse

La nomina di Martin Schulz aumenta le possibilità dell'SPD

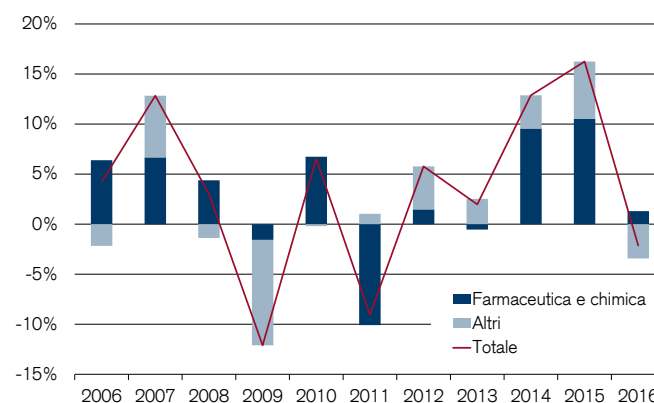
Quota di voti per partito, in per cento



Fonte: vari sondaggi d'opinione, Credit Suisse

La Svizzera esporta soprattutto prodotti farmaceutici in Gran Bretagna

Contributo dell'industria farmaceutica alla crescita delle esportazioni in Gran Bretagna, in punti percentuali



Fonte: Amministrazione federale delle dogane, Credit Suisse

Congiuntura Svizzera

Ulteriore accelerazione della crescita economica

Nel 2017 l'economia svizzera dovrebbe crescere dell'1,5%, quindi un po' di più del 2016 (1,3%) e decisamente molto più energicamente di quanto osservato subito dopo l'apprezzamento del franco nel 2015 (0,8%). La BNS potrebbe di nuovo tollerare un rafforzamento del franco.

All'inizio del 2017 lo shock del franco del 2015 non è più un argomento di dibattito...

Il nuovo anno ha messo a segno un avvio promettente; il sentiment è positivo come non avveniva da diversi anni. Il Purchasing Managers' Index (PMI), messo a punto da noi in collaborazione con procure.ch e che riposa su un sondaggio condotto nel settore manifatturiero, ha toccato a febbraio il massimo dall'aprile 2011. Inoltre il rialzo del nostro barometro delle esportazioni riflette una solida domanda di beni di esportazione svizzeri nei paesi di destinazione. È quindi dato supporre che, a dispetto dell'apprezzamento del franco nei confronti dell'euro, sempre più settori potranno incrementare le proprie esportazioni e investire sempre più in attesa di un miglioramento dell'andamento delle commesse. A gennaio 2017 anche il sentiment dei consumatori, rilevato trimestralmente dalla SECO, ha evidenziato livelli che non si vedevano dal luglio 2014. Importante soprattutto è il miglioramento espresso dalla valutazione della sicurezza del proprio posto di lavoro. Evidentemente, il potenziale contagio della forza del franco per l'economia interna è oggi trascurabile. Di conseguenza, manteniamo invariata la nostra previsione, secondo cui l'economia elvetica registrerà un'espansione dell'1,5% nel 2017.

... mentre alcune PMI sono ancora sotto pressione

Ciò malgrado, nella valutazione dell'andamento degli affari emergono ancora, stando al relativo indicatore del KOF, palesi differenze a seconda delle dimensioni dell'azienda. Le PMI giudicano la situazione della loro attività tuttora peggiore rispetto a prima dell'abbandono della soglia minima di cambio, mentre non è più così per le grandi aziende. Peraltro, anche la statistica del mercato del lavoro lascia intravedere un maggiore impatto sulle PMI, che si sostanzia in particolare nell'orario di lavoro ridotto. Spesse volte le PMI hanno effettivamente minori possibilità di salvaguardare i margini aumentando gli acquisti all'estero. Il tutto pone determinati limiti al potenziale di crescita.

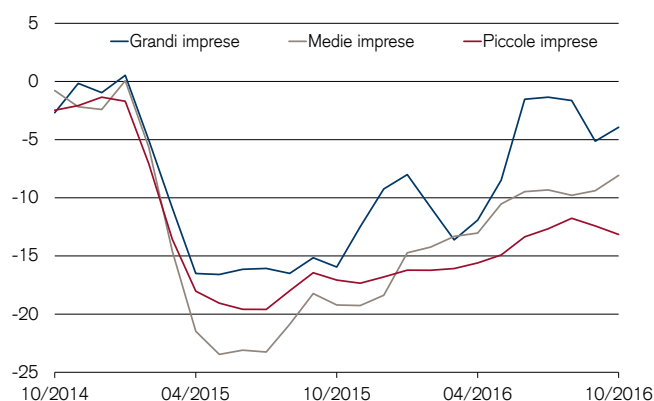
La BNS potrebbe tollerare un rafforzamento del franco

Nel corso dell'anno il tasso d'inflazione dovrebbe rimanere in territorio positivo e ammontare in media allo 0,5%. L'innalzamento del livello dei prezzi e la solida crescita economica dovrebbero invero consentire alla BNS di ridurre i suoi interventi. Tuttavia, sul mercato dei cambi la nostra banca centrale sembra ancora particolarmente attiva. Ad ogni modo, riteniamo che entro al più tardi la prossima estate virerà verso una politica monetaria meno espansiva. Agli effetti pratici dovrebbe diradare i suoi interventi sul mercato dei cambi, mentre un rialzo dei tassi guida non è per il momento all'ordine del giorno.

claudemaurer@credit-suisse.com

In Svizzera un «divario basato sulle dimensioni»

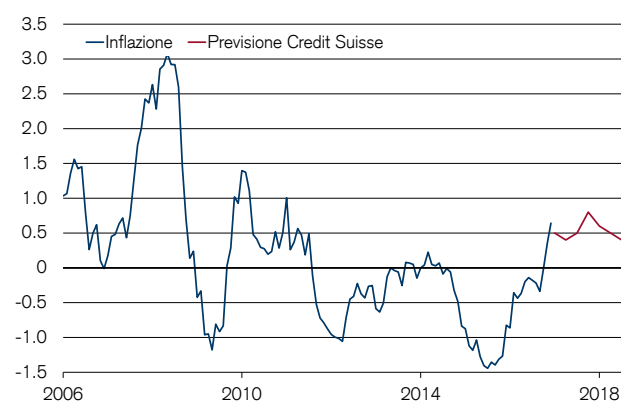
Andamento degli affari, saldi in punti percentuali, medie trimestrali



Fonte: KOF ETH, Credit Suisse

Moderato rialzo del tasso di inflazione

In % rispetto all'anno precedente



Fonte: Amministrazione federale delle dogane, Credit Suisse

Politica monetaria | Deep Dive

La BNS alle prese con un franco strutturalmente forte

Il surplus delle partite correnti della Svizzera è da ricondurre ad alcuni settori altamente produttivi. A causa della bassa sensibilità di questi settori al tasso di cambio, identificare una risposta di politica economica adeguata risulta difficile.

Un settore delle esportazioni fortemente competitivo potrebbe portare a una parziale deindustrializzazione

Dopo la scoperta di vaste riserve di gas in Olanda nel 1959, le esportazioni olandesi sono aumentate rapidamente negli anni Sessanta e Settanta. I ricavi derivanti dalle esportazioni di gas hanno portato a grandi afflussi di capitali stranieri in Olanda che, una volta convertiti in fiorini (la valuta olandese in circolazione all'epoca), hanno portato a un apprezzamento della valuta. Tale apprezzamento ha pesato sulla competitività di altri beni e servizi esportabili, riducendo così i profitti negli altri settori di esportazioni non legate al gas, oltre che dei settori domestici che si trovavano a concorrere con le importazioni. In riferimento a questa esperienza, il boom delle esportazioni supportato da uno o solo alcuni settori e il derivante apprezzamento della divisa nazionale viene indicato come «male olandese».

La Svizzera presenta i sintomi del «male olandese»

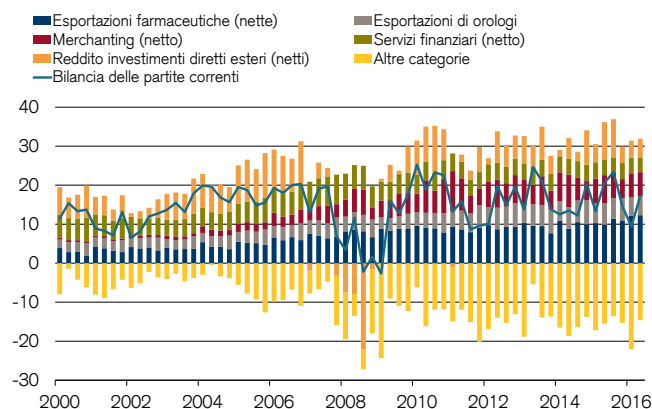
In ragione della forza della valuta e dei grandi redditi ottenuti all'estero, la Svizzera condivide alcuni tratti distintivi dell'Olanda degli anni Settanta. Il saldo delle partite correnti in Svizzera, che include i redditi netti generati dalla Svizzera attraverso il commercio internazionale e le attività nette sull'estero, è attualmente di circa CHF 65 miliardi all'anno, pari al 10% del prodotto interno lordo (PIL). Inoltre, il surplus è stato per lo più insensibile al forte apprezzamento del franco svizzero dal 2008. In questo contesto, la politica della Banca nazionale svizzera (BNS), che ha cercato di indebolire il franco tramite tassi di interesse negativi e acquisti frequenti di divisa estera, potrebbe essere messa in discussione, dal momento che il forte surplus esterno della Svizzera suggerisce che il franco non sia di fatto sopravvalutato.

Il surplus è dovuto a un basso numero di settori altamente produttivi

Tuttavia, come nel caso dell'Olanda, il forte surplus è attribuibile principalmente a un numero contenuto di settori dell'economia, in particolare quello farmaceutico e dell'orologeria, il merchanting (commercio di materie prime) e i servizi finanziari. Questi settori contribuiscono a circa il 20% del PIL, ma a solo all'8% dell'occupazione. Non sorprende che i settori che generano un surplus esterno così elevato siano quelli altamente produttivi, in cui ogni collaboratore genera un valore aggiunto considerevole.

Surplus esterno trainato da un numero contenuto di categorie

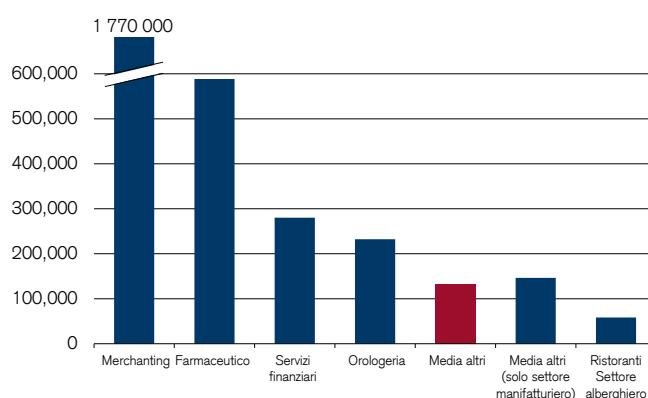
in mia. CHF



Fonte: Banca nazionale svizzera, Amministrazione federale delle dogane, Credit Suisse

I settori in surplus sono altamente produttivi

in CHF per collaboratore



Fonte: Ufficio federale di statistica Swiss Trading and Shipping Association, Credit Suisse

In media, la produttività di questi settori è pari a quasi CHF 640 000 per collaboratore (equivalente a tempo pieno), con un picco di CHF 1770 000 nel merchanting. A titolo di confronto, la produttività di altri settori manifatturieri altrettanto fortemente orientati all'esportazione si attesta, in media, a meno di CHF 150 000 per collaboratore. Se si prendono in considerazione anche i servizi orientati al mercato domestico, la media scende a CHF 130 000. Il turismo (settore alberghiero e della ristorazione), un altro settore orientato all'esportazione, genera un valore aggiunto per collaboratore ancora più basso, pari a meno di CHF 60 000 all'anno.

I settori di esportazione meno competitivi sono stati molto più sensibili al corso di cambio

Se si escludono i quattro settori in surplus dal computo (oltre ai redditi da investimenti diretti esteri (IDE), che tratteremo più avanti), le altre categorie che contribuiscono al saldo delle partite correnti (barre gialle nel grafico alla pagina precedente) hanno registrato uno sviluppo in linea con le aspettative da quando il franco ha iniziato ad apprezzarsi. Il disavanzo (netto) di queste categorie è stato relativamente basso fino alla crisi finanziaria globale del 2008 e, da allora, è aumentato di pari passo con l'apprezzamento del franco. Se da un lato questo trend può essere interpretato come un segno di sopravvalutazione del franco, dall'altro il deterioramento di questo disavanzo non è particolarmente drammatico. Il disavanzo è passato da circa l'1,5% del PIL prima del 2008 a circa il 2,5% del PIL nel 2016.

Un apprezzamento valutario fondamentalmente giustificato non deve essere contrastato da acquisti di divisa straniera

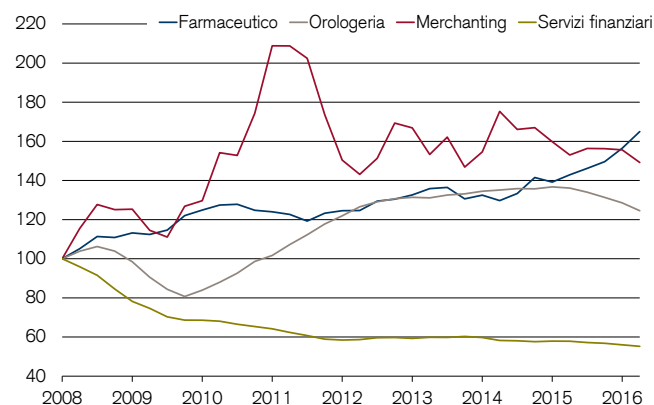
Vi è qualche dubbio sul fatto che la Svizzera stia effettivamente soffrendo del male olandese. Ad eccezione dell'industria farmaceutica, gli altri tre settori non stanno registrando una particolare espansione, anche se continuano a generare un reddito cospicuo. Inoltre, non è certo che un apprezzamento valutario legato al fenomeno del male olandese sia necessariamente negativo per la crescita economica. In un contesto in cui il tasso di cambio non si distacca da una situazione di equilibrio, ovvero fintantoché non è né sottovalutato né sopravvalutato, alcuni economisti sostengono che l'apprezzamento non dovrebbe avere alcun impatto sulla crescita (di lungo periodo). Infatti, in una revisione di studi di ricerca sul tema, il Fondo monetario internazionale (FMI) non ha rinvenuto prove che il fenomeno del male olandese abbia portato a una riduzione della crescita. Questa constatazione implica che la politica economica non dovrebbe essere finalizzata a prevenire l'apprezzamento valutario scaturente da un'espansione del settore di esportazione (o da un forte surplus delle partite correnti), anche se questo porta a una deindustrializzazione di altre parti dell'economia.

Gli acquisti di divisa sono tuttavia giustificati nel caso di eccessivo rialzo temporaneo del tasso di cambio

Questo può voler dire che gli acquisti di divisa straniera della BNS registrati negli scorsi anni sono stati sbagliati? Non necessariamente. Se gli interventi sui mercati valutari sono volti a ridurre una sopravvalutazione di natura temporanea, come nella situazione attuale, e non a contrastare un apprezzamento giustificato dai fondamentali, allora sono appropriati. Tuttavia, la difficoltà sta nello stimare la sopravvalutazione rispetto ai settori di esportazioni che sono largamente insensibili al tasso di cambio e stanno prosperando. Questo porta normalmente a considerare il risultante surplus delle partite correnti come un'espressione di una divisa valutata equamente se non sottovalutata.

L'espansione è terminata nella maggior parte dei settori in surplus

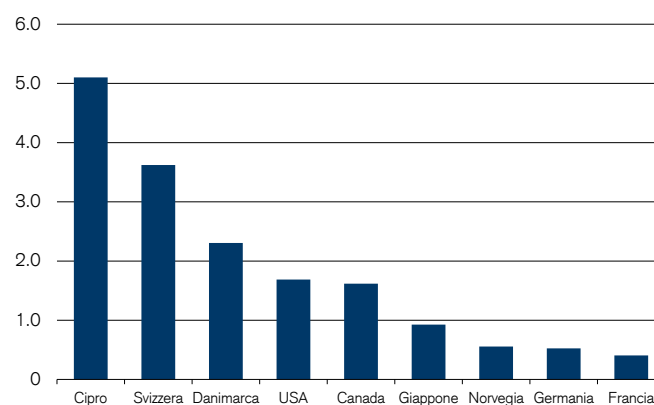
Esportazioni nette nominali (esclusi orologi), media di quattro trimestri, indice (T1 2008 = 100)



Fonte: Banca nazionale svizzera, Amministrazione federale delle dogane, Credit Suisse

Elevati utili non distribuiti da controllate estere

In % del PIL



Fonte: Fondo monetario internazionale, Credit Suisse

Per la BNS questo significa che gli interventi sui mercati valutari devono cercare di evitare un rialzo eccessivo del tasso di cambio, ossia uno shock di apprezzamento temporaneo. Tuttavia, risulta molto difficile determinare a priori se lo shock è di natura temporanea o permanente. Ad esempio, gli acquisti di divisa estera della BNS del 2009 e 2010 sono difficilmente giustificabili dalla prospettiva attuale, in quanto, secondo il nostro modello di valutazione, l'apprezzamento del franco in tale periodo era frutto di fattori fondamentali, difficilmente identificabili all'epoca.

Politiche fiscali attraenti dovrebbero rafforzare la posizione esterna della Svizzera

La politica fiscale può mitigare gli effetti del male olandese. Tassando il reddito della fiorente industria di esportazione e reinvestendolo all'estero è possibile contenere le pressioni di apprezzamento valutario. Questa strategia è stata utilizzata da diversi esportatori di materie prime, tra cui la Norvegia e l'Arabia Saudita, che hanno creato fondi sovrani alimentati dagli introiti petroliferi. Tuttavia, nel caso della Svizzera, è difficile che il governo tassi il reddito di settori specifici per finanziare un fondo analogo. Le società sono (più o meno) mobili e potrebbero decidere di abbandonare il paese in caso di tassazione svantaggiosa (potenzialmente ad eccezione del settore dell'orologeria e, in parte, di quello dei servizi finanziari, in quanto la loro «swissness» (elveticità) è fondamentale nella valutazione dei loro prodotti e servizi). Inoltre, nel caso particolare del merchanting, è stata probabilmente proprio la tassazione vantaggiosa ad attrarre le imprese in Svizzera in prima battuta, andando così ad aumentare il reddito realizzato all'estero della Svizzera.

Una fetta proporzionalmente alta di utili non distribuiti delle multinazionali contribuisce al surplus esterno

In questo contesto è utile dare uno sguardo a un ultimo tratto distintivo del surplus di partite correnti della Svizzera: il reddito da investimenti diretti esteri (IDE). La Svizzera ospita grandi multinazionali con controllate estere. Il reddito percepito da queste controllate contribuisce positivamente al surplus delle partite correnti svizzere, in particolar modo se viene detenuto sotto forma di utili non distribuiti (una sottocategoria del reddito da investimenti diretti esteri). Tuttavia, poiché le multinazionali sono per lo più di proprietà di investitori esteri, gli utili non distribuiti generati dalle controllate appartengono in realtà agli azionisti esteri delle società e quindi sono identificati «erroneamente» come reddito svizzero. Per illustrare questo fenomeno, in un confronto internazionale (laddove sono disponibili i dati), gli utili non distribuiti delle controllate estere in Svizzera sono relativamente alti se valutati in percentuale del PIL. È altresì probabile che le aliquote di imposta relativamente basse delle imprese estere in Svizzera giochino un ruolo importante, in quanto le multinazionali sono incentivate a registrare i profitti in Svizzera per ridurre il carico fiscale. Tuttavia, la proposta di riforma dell'imposizione svizzera delle imprese dovrebbe ridurre tale effetto.

Quanto più a lungo il franco rimarrà ai livelli attuali, tanto meno appariranno giustificati gli acquisti di divisa estera

Si giunge a una duplice conclusione. In primo luogo, nel lungo termine il franco svizzero rimarrà una valuta fondamentalmente forte, alimentata dal reddito ragguardevole generato da pochi settori in surplus, a meno che non si verifichino variazioni fondamentali negative, come un aumento permanente del tasso di inflazione o un calo della produttività di tali settori. A differenza di altri paesi con ingenti risorse naturali, la politica fiscale non può fare molto per mitigare le pressioni di apprezzamento generate da tali settori in surplus. Di fatto, la politica fiscale attraente può aver addirittura contribuito a favorire la loro affermazione. In secondo luogo, quando la BNS deciderà di normalizzare la propria politica monetaria, il franco potrebbe non essere molto più debole rispetto ai livelli attuali, in quanto è probabile che la sopravvalutazione diminuisca nel tempo in ragione dei continui guadagni di tali settori. Al contrario, alcuni dei settori di esportazione meno produttivi potrebbero non riprendersi mai dai recenti shock di apprezzamento. A lungo termine misure mirate, volte a supportare i settori che risentono maggiormente della forza del franco, non farebbero che posticipare un inevitabile adattamento economico.

Nel frattempo, l'Olanda si è ripresa dal suo male entrando in un'ampia unione monetaria insieme ai suoi principali partner commerciali. Una lezione per la Svizzera?

maxime.botteron@credit-suisse.com

Avvertenze sui rischi

Ogni investimento comporta rischi, soprattutto in termini di fluttuazioni di valore e rendimento. Se un investimento è denominato in una moneta diversa dalla valuta di base, le variazioni del tasso di cambio possono sortire un effetto negativo sul valore, sul prezzo o sul reddito.

Per una discussione dei rischi correlati agli investimenti nei titoli citati nel presente rapporto, fai riferimento al seguente link Internet: <https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

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

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

Rischi dei mercati finanziari

I rendimenti storici e gli scenari relativi ai mercati finanziari non costituiscono una garanzia della performance futura. Il prezzo e il valore degli investimenti menzionati e l'eventuale reddito maturato possono aumentare, diminuire oppure essere soggetti a fluttuazioni. La performance passata non costituisce un riferimento per la performance futura. Se un investimento è denominato in una moneta diversa dalla valuta di base, le variazioni del tasso di cambio possono sortire un effetto negativo sul valore, sul prezzo o sul reddito. È opportuno che ti rivolga a consulenti in materia qualora riscontrai la necessità di un supporto per queste valutazioni.

Gli investimenti potrebbero non avere un mercato pubblico oppure avere solo un mercato secondario ristretto. Ove esista un mercato secondario, non è possibile prevedere il prezzo al quale verranno negoziati gli investimenti sul mercato o se tale mercato sarà liquido o meno.

Mercati emergenti

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

Investimenti alternativi

Gli hedge fund non sono soggetti alle numerose normative di tutela degli investitori che si applicano agli investimenti collettivi autorizzati regolamentati e i gestori di hedge fund sono sostanzialmente non sottoposti ad alcuna regolamentazione. Gli hedge fund non sono vincolati da una particolare disciplina d'investimento o strategia di negoziazione e mirano a trarre profitto da ogni genere di mercato facendo ricorso a leva finanziaria, strumenti derivati e complesse strategie d'investimento speculative che possono aumentare il rischio di perdita degli investimenti.

Le operazioni in materie prime comportano un grado elevato di rischio e potrebbero non essere adatte a molti investitori privati. L'entità della perdita

dovuta alle oscillazioni dei mercati può essere notevole ed è anche possibile registrare una perdita totale.

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

Rischio di tasso d'interesse e di credito

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

Sezione Investment Strategy

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

I responsabili delle strategie d'investimento possono di volta in volta fare riferimento ad articoli della sezione Research pubblicati in precedenza, tra cui anche raccomandazioni e modifiche di rating organizzati in elenchi. Tutti gli articoli e i rapporti della sezione Research che riferiscono raccomandazioni e modifiche di rating per società e/o singoli strumenti finanziari sono disponibili al seguente link: <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, comprese le divulgazioni relative agli emittenti, fai riferimento al sito per le divulgazioni della sezione Research del Credit Suisse all'indirizzo:

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

Disclaimer globale / Informazioni importanti

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

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

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

ESCLUSIONE DI DISTRIBUZIONE, SOLLECITAZIONE O CONSULENZA: Il presente rapporto è fornito a puro titolo informativo e illustrativo ed è destinato a un impiego strettamente personale. Non costituisce una sollecitazione, un'offerta o una raccomandazione di acquisto o vendita di alcun titolo o altro strumento finanziario. Qualsiasi informazione che includa fatti, opinioni o citazioni può essere sintetizzata o riassunta ed è espressa alla data di redazione. Le informazioni contenute nel presente rapporto sono state fornite solamente a titolo di commento di mercato generale e non costituiscono una forma di consulenza finanziaria regolamentata, né un servizio legale, fiscale o un altro servizio regolamentato. Non tengono conto degli obiettivi, della situazione o delle necessità finanziarie di alcun soggetto, che devono essere necessariamente considerati prima di effettuare una decisione d'investimento. Prima di prendere qualunque decisione d'investimento sulla base del presente rapporto o per eventuali spiegazioni necessarie in merito al suo contenuto, ti raccomandiamo di rivolgerti a un consulente finanziario indipendente. Il presente rapporto intende puramente fornire informazioni e giudizi di Credit Suisse alla data di redazione, indipendentemente dalla data alla quale tu ricevi o acceda alle informazioni. Le osservazioni e giudizi contenuti nel presente rapporto potrebbero differire da quelli espressi da altre sezioni di Credit Suisse e variare in qualsiasi momento senza preavviso e in assenza di un obbligo di aggiornamento. Credit Suisse non è in alcun modo tenuto a garantire che tali aggiornamenti ti vengano comunicati. **PREVISIONI E STIME:** La performance passata non costituisce un'indicazione o una garanzia della performance futura e non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito alla performance futura. Nella misura in cui il presente rapporto contenesse dichiarazioni sulla performance futura, tali dichiarazioni sono di natura previsionale e soggette a diversi rischi e incertezze. Salvo altrimenti indicato, tutte le cifre non sono state sottoposte a verifica. Il complesso delle valutazioni menzionate nel presente rapporto è soggetto alle politiche e alle procedure di valutazione di Credit Suisse. **CONFLITTI:** Credit Suisse si riserva il diritto di porre rimedio a qualsiasi errore eventualmente contenuto nel presente rapporto. Credit Suisse, le sue affiliate e/o i rispettivi dipendenti possono detenere una posizione o partecipazione o altro interesse sostanziale, oppure effettuare transazioni, nei titoli menzionati o nelle relative opzioni o in altri investimenti correlati e, di volta in volta, incrementare o cedere tali investimenti. Credit Suisse può fornire, o aver fornito nel corso degli ultimi 12 mesi, una consulenza significativa o servizi d'investimento in relazione agli investimenti riportati nel presente rapporto o a un investimento correlato a qualsivoglia società o emittente menzionato. Alcuni investimenti cui si fa riferimento nel presente rapporto saranno offerti da una singola entità o da un'associata di Credit Suisse oppure Credit Suisse potrebbe essere il solo market maker di tali investimenti. Credit Suisse è coinvolto in molte attività correlate alle società menzionate nel presente rapporto. Queste attività comprendono negoziazioni specializzate, arbitraggio dei rischi, market making e altre negoziazioni titoli per proprio conto. **REGIME FISCALE:** Nessun elemento del presente rapporto costituisce una consulenza in materia di investimenti, legale, contabile o fiscale. Credit Suisse non offre alcuna consulenza per quanto attiene alle conseguenze fiscali degli investimenti e ti consigliamo di rivolgerti a un fiscalista indipendente. I livelli di tassazione e la base imponibile dipendono dalle circostanze individuali e sono soggetti a variazioni. **FONTI:** Le informazioni e le opinioni illustrate nel presente rapporto sono state ricavate o desunte da fonti che, a giudizio di Credit Suisse, sono affidabili. Tuttavia, Credit Suisse non rilascia alcuna dichiarazione in merito alla loro accuratezza o completezza. Credit Suisse non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'utilizzo del presente rapporto. **SITI WEB:** Il presente rapporto può fornire gli indirizzi di, o contenere collegamenti ipertestuali a, siti Web. Salvo ove il presente rapporto si riferisca a materiale riportato sul sito Web di Credit Suisse, Credit Suisse non ha esaminato i siti collegati e non si assume alcuna responsabilità in relazione ai contenuti dei siti in questione. Tali indirizzi o collegamenti ipertestuali (compresi gli indirizzi o i collegamenti ipertestuali al materiale sul sito Web di Credit Suisse) sono forniti esclusivamente per tua praticità e le informazioni e i contenuti dei siti collegati non costituiscono in alcun modo parte integrante del presente rapporto. L'accesso ai siti Web in questione o l'impiego di tali link tramite il presente rapporto o il sito Web di Credit Suisse saranno completamente a tuo rischio.

Entità distributrici

Salvo quanto diversamente qui specificato, il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, una banca svizzera autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari. **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. Il 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). **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. Il 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. **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. **Jersey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, regolamentato dalla Jersey Financial Services Commission per l'esecuzione delle 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

includere 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. **Arabia Saudita:** Il presente documento non può essere distribuito nel Regno, salvo a quelle persone cui è consentito dal Regolamento dei fondi d'investimento. Credit Suisse Saudi Arabia si assume la piena responsabilità dell'accuratezza delle informazioni ivi contenute e – essendosi adoperata in misura ragionevole per reperirle – conferma che secondo scienza e coscienza non è stato tralasciato alcun altro fatto la cui omissione renderebbe fuorviante qualsivoglia dichiarazione ivi contenuta. La Capital Market Authority non si assume alcuna responsabilità per il contenuto di questo documento, non fornisce alcuna garanzia in merito alla sua correttezza o completezza e declina espressamente ogni responsabilità per eventuali perdite derivanti da qualsivoglia parte del presente documento o sostenute per avervi fatto affidamento. **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. **Turchia:** le informazioni, i commenti e le raccomandazioni sugli investimenti contenuti nel presente documento non rientrano nell'attività di consulenza finanziaria. I servizi di consulenza finanziaria sono forniti dagli istituti autorizzati in modo personalizzato tenendo conto delle preferenze di rischio e di rendimento del singolo. I commenti e le raccomandazioni contenuti nel presente sono invece di natura generica. Le raccomandazioni potrebbero pertanto non essere adatte alla vostra situazione finanziaria o alle vostre preferenze di rischio e rendimento. Per questa ragione, qualsiasi decisione d'investimento presa esclusivamente sulla base delle informazioni fornite nel presente documento potrebbe non generare risultati in linea con le proprie aspettative. Il presente report è distribuito da Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, regolamentata da Capital Markets Board of Turkey, con sede legale presso Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul, Turchia **EAU:** Il presente documento e le informazioni ivi contenute non rappresentano né sono da intendersi come un'offerta al pubblico di titoli negli Emirati Arabi Uniti e, di conseguenza, non vanno interpretati come tali. I servizi vengono offerti esclusivamente a un numero limitato di investitori sofisticati negli Emirati Arabi Uniti che (a) hanno la volontà e la possibilità di condurre una valutazione indipendente dei rischi associati all'investimento in tali servizi e (b) ne fanno esplicita richiesta. I servizi non sono stati autorizzati o concessi in licenza da o registrati presso la Banca Centrale degli EAU, la Securities and Commodities Authority o qualsiasi altra autorità o ente governativo licenziatario degli EAU. Il documento è rivolto esclusivamente al destinatario designato e non dovrebbe essere fornito o mostrato ad altre persone (ad eccezione dei collaboratori, agenti o consulenti coinvolti nella valutazione d'investimento del destinatario). Nessuna transazione sarà portata a termine negli Emirati Arabi Uniti. **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 © 2017 di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.

17C010A_IS



CREDIT SUISSE SA
Casella postale
CH-8070 Zurigo
credit-suisse.com

È proibito riprodurre il presente rapporto, in toto o in parte, senza il permesso scritto di Credit Suisse.
Copyright © 2017 di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.