

L'economia non si lascia impressionare dai turbini politici



Congiuntura Svizzera
Lenta accelerazione
Pagina 6

Settori
**Shock del franco: per le
PMI particolarmente
decisivo**
Pagina 12

Politica monetaria
Ritorno ai fondamentali
Pagina 15

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

Oliver Adler

Chief Economist, CIO Office Svizzera

Tel. +41 44 333 09 61

E-Mail: oliver.adler@credit-suisse.com

Chiusura redazionale

6 Giugno 2017

Visitateci su Internet

www.credit-suisse.com/research

Copyright

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

Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG e /o delle sue affiliate.

Tutti i diritti riservati

Collaborazione

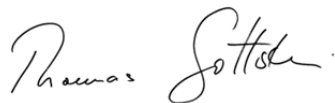
Tomasz Limberger

Gentili lettrici e lettori

Prendendo in considerazione l'andamento dei mercati azionari dello scorso anno, si potrebbe giungere facilmente alla conclusione che l'incertezza politica per gli investitori, e quindi anche per le aziende quotate sul mercato azionario, e pertanto per l'economia reale, è irrilevante: a prescindere dai «sovertimenti» politici apparentemente drammatici con conseguenze che, a detta di molti, risultavano assolutamente incerte – tra cui spiccano il sì al referendum sulla Brexit e l'elezione di Donald Trump a presidente degli Stati Uniti – nel secondo semestre i corsi azionari sono passati tranquillamente da un record all'altro. In questa edizione del «Monitor Svizzera» non analizziamo l'influenza dell'incertezza sui mercati finanziari, bensì la rispettiva influenza – diretta – sulle decisioni delle aziende elvetiche. Anche in questo caso, a prima vista, l'incertezza politica ha poca rilevanza: la crescita degli investimenti delle aziende svizzere nel corso degli ultimi anni ha mostrato decisamente dei segnali di debolezza che però, rispetto al drastico incremento dell'indice sull'incertezza politica da noi calcolato, appaiono trascurabili.

Tuttavia la tesi dell'irrelevanza delle decisioni politiche per il comportamento delle imprese non regge a una considerazione più attenta: dalla nostra analisi emerge che la questione centrale è se le decisioni politiche modifichino effettivamente o meno il quadro fondamentale per le aziende. L'iniziativa contro l'immigrazione di massa, approvata dagli elettori, ad esempio, ha messo in subbuglio le cerchie politiche e i media, ma da ultimo è stata implementata «in modo leggero» e non ha quindi limitato in modo sostanziale l'accesso delle aziende alla forza lavoro straniera. L'assenza di una reazione (eccessiva) delle società alla decisione lascia intendere che le stesse siano partite da un presupposto: la politica, nonostante tanto «rumore», alla fine non implementerebbe provvedimenti chiaramente dannosi per l'economia.

Al contrario, nel caso della drastica inversione di rotta della Banca nazionale svizzera nel gennaio 2015 o dell'approvazione dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie, che hanno comportato cambiamenti concreti e immediati dei parametri economici, le reazioni delle aziende sono state chiare. Comunque, in particolare, l'abbandono del tasso minimo per il cambio EUR/CHF ha causato meno danni rispetto a quanto ci si sarebbe aspettato in base alle reazioni sui media. La flessibilità delle aziende nell'affrontare anche evenienze sfavorevoli di particolare importanza è stata sottovalutata da più parti. Ciononostante non possiamo fare affidamento sul fatto che l'economia svizzera risulti automaticamente sempre abbastanza competitiva e che la politica in definitiva faccia sempre «la cosa giusta» per l'economia nel suo complesso. Certamente non è nemmeno corretta la deduzione, secondo cui i media, nel valutare le conseguenze degli avvenimenti politici, siano sempre «sulla strada sbagliata». Attualmente si deve considerare il fatto che, nell'epoca del flusso di informazioni digitali, per i media diventa decisamente più difficile suscitare interesse. Lo stimolo a praticare sempre più giornalismo sensazionalistico potrebbe pertanto essere effettivamente maggiore. Tuttavia, sul più lungo termine, la strategia non è molto sostenibile, poiché alla fin fine anche per i media prevalgono i reportage che garantiscono un maggior valore aggiunto sul piano intellettuale ed economico.



Thomas Gottstein
CEO Credit Suisse (Schweiz) AG



Oliver Adler
CIO Office Svizzera

Sommario

Quadro globale	5
Le prospettive di crescita globali restano positive, ma è improbabile un'ulteriore significativa accelerazione. Nel primo trimestre 2017 l'inflazione dovrebbe aver raggiunto il suo massimo temporaneo in molti paesi.	
Congiuntura Svizzera	6
Attualmente la crescita economica non è stupefacente. Ma sta acquisendo dinamismo e gode di un sostegno sempre più ampio. Prevediamo una crescita dell'1,5% per il 2017 e dell'1,7% per il 2018.	
Focus politica ed economia	8
La diffusa incertezza politica, riscontrabile sulla base dei contributi dei media, non è un buon strumento previsionale per l'economia. Le imprese ponderano infatti la probabilità di implementazione delle decisioni politiche in modo abbastanza preciso.	
Settori	12
Difficilmente le decisioni politiche influiscono direttamente sulla valutazione della situazione commerciale da parte delle imprese industriali svizzere di piccole e medie dimensioni. Esse si sono però riprese meno rapidamente rispetto alle grandi imprese industriali dallo shock correlato al franco del 2015.	
Politica monetaria	15
Di recente la politica monetaria svizzera è stata guidata dalla politica globale. A nostro giudizio, la stabilizzazione politica dovrebbe aiutare a riconcentrarsi sull'inflazione e sulla crescita economica.	
Politica economica	17
Dal 2010 votiamo su più di cinque iniziative popolari ogni anno. Il successo di un intervento non si può valutare solo sulla scorta del risultato elettorale.	
Investimenti	18
I cinque Supertrend di Credit Suisse sono temi sul lungo termine che offrono interessanti opportunità d'investimento. Uno di questi è costituito dal crescente malcontento sociale in Occidente e dalla relativa tendenza a un mondo multipolare.	
Indicatori anticipatori del Credit Suisse	20
Previsioni e indicatori	22

Quadro globale

Robuste prospettive di crescita con un'inflazione di nuovo in calo

Le prospettive di crescita globali restano positive, ma è improbabile un'ulteriore significativa accelerazione. Nel primo trimestre 2017 l'inflazione dovrebbe aver raggiunto il suo massimo temporaneo in molti paesi.

L'economia statunitense dovrebbe registrare una riaccelerazione e la Fed dovrebbe aumentare ulteriormente i tassi

Negli USA i dati ufficiali sulla crescita nel primo trimestre di quest'anno sono stati nettamente più deboli di quanto lasciassero prospettare gli indicatori sul sentiment per consumatori e imprese. Tuttavia si dovrebbe trattare solamente di un fenomeno temporaneo. Già per il secondo trimestre ci attendiamo una consistente accelerazione della crescita – grazie a consumi privati robusti e a maggiori investimenti. Nei prossimi mesi la banca centrale statunitense (Fed) dovrebbe proseguire la normalizzazione della rispettiva politica monetaria e alzare ulteriormente i tassi, sebbene recentemente il carovita si sia leggermente indebolito.

La crescita nell'Eurozona si consolida, e la BCE dovrebbe avviare un prudente inasprimento della propria politica monetaria

Negli ultimi mesi la congiuntura nell'Eurozona è stata straordinaria, soprattutto considerati i numerosi rischi politici legati a importanti elezioni e votazioni. La ripresa si dovrebbe consolidare ulteriormente nei prossimi mesi, e a ciò dovrebbero contribuire anche un calo della disoccupazione e, di conseguenza, un'accelerazione dei consumi privati. L'elezione di un governo favorevole all'Europa in Francia dovrebbe inoltre conferire nuovo slancio agli sforzi di riforma nell'Unione europea (UE) e nell'Eurozona, oltre che alimentare le speranze che l'UE uscirà ancora più rafforzata dagli anni della crisi. Poiché l'inflazione è ben lontana dal valore target della Banca centrale europea (BCE), ci attendiamo solo un lento inasprimento della politica monetaria, che è estremamente allentata. Tuttavia la BCE dovrebbe annunciare a settembre una graduale cessazione del suo programma di acquisti obbligazionari a partire dal gennaio 2018.

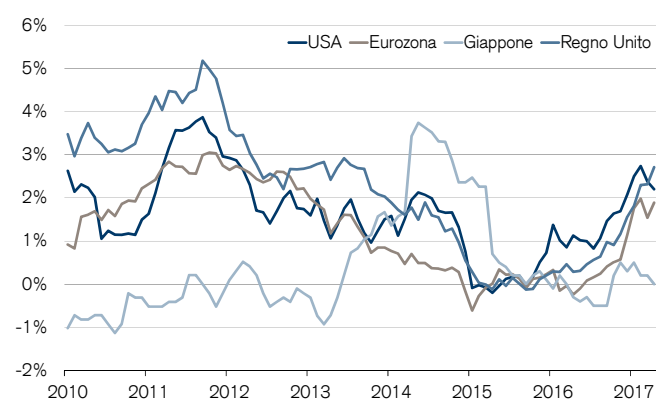
Buone prospettive di crescita anche per i paesi emergenti, ma la dinamica è piuttosto contenuta

Il quadro congiunturale nei grandi paesi emergenti è tendenzialmente ancora positivo, ma la dinamica resta contenuta. Dopo che la crescita in Cina ha sorpreso positivamente nel primo trimestre 2017, ipotizziamo per il resto dell'anno un andamento un po' più contenuto. La Russia è uscita dalla recessione, e anche il Brasile dovrebbe farcela nonostante le recenti incertezze politiche. In entrambi i paesi occorre comunque mettere in conto solo una ripresa contenuta. Al contrario, la consistente crescita in India dovrebbe persino accelerare ulteriormente.

bjjoern.eberhardt@credit-suisse.com

Inflazione generalmente più vicina all'obiettivo delle banche centrali

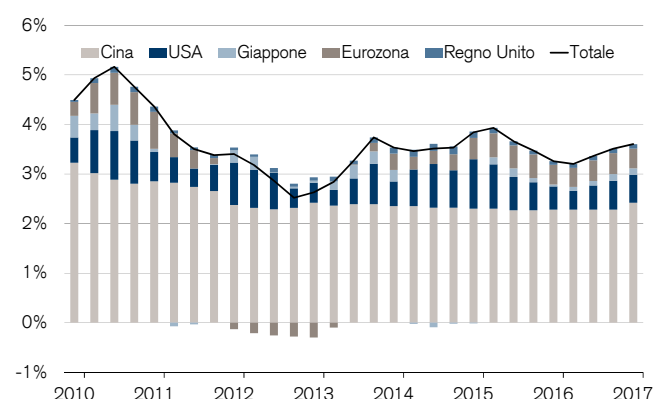
Indice dei prezzi al consumo rispetto all'anno precedente



Fonte: Datastream, Credit Suisse

Leggera accelerazione della crescita globale

Crescita rispetto all'anno precedente in %, contributi alla crescita in punti percentuali



Fonte: Datastream, Credit Suisse

Congiuntura Svizzera

Lenta accelerazione

Attualmente la crescita economica non è stupefacente. Ma sta acquisendo dinamismo e gode di un sostegno sempre più ampio. Prevediamo una crescita dell'1,5% per il 2017 e dell'1,7% per il 2018.

I dati trimestrali sono migliori di quanto sembri, ...

La parola «delusione» è all'ordine del giorno: il risultato economico nel primo trimestre 2017, secondo la Segreteria di Stato dell'economia (Seco), è cresciuto solo dello 0,3% rispetto al trimestre precedente. Tuttavia le condizioni dell'economia svizzera sono migliori di quanto possa sembrare a prima vista: in primo luogo si è tornati a investire e a consumare di più e le esportazioni sono cresciute. In secondo luogo i prezzi sono tornati a salire per la prima volta in tre anni, il che indica un crescente potere di determinazione dei prezzi. Inoltre, in terzo luogo, il contributo negativo della componente «scorte e deviazione statistica» incide in modo consistente sui dati trimestrali (-1,7 punti percentuali). Influiscono fortemente su questa componente gli scambi di oro e materie prime. Essa pertanto non consente di effettuare deduzioni significative sulla dinamica dell'economia interna (cfr. fig. in basso a sinistra).

... e la ripresa delle esportazioni dovrebbe continuare, ...

Le premesse per un'ulteriore ripresa dell'economia delle esportazioni sono buone. Da una parte, il positivo andamento economico nei paesi acquirenti assicura una boccata d'ossigeno: il nostro barometro delle esportazioni, che misura tale andamento, si attesta ben al di sopra della soglia di crescita (cfr. fig. in basso a destra). D'altro canto, la sopravvalutazione del franco rispetto all'euro genera sempre meno difficoltà. La speranza che la svalutazione dell'euro si sia interrotta ci appare realistica. Nel frattempo la Banca nazionale svizzera (BNS) tendenzialmente si trattiene dall'intervenire sul mercato valutario quando il franco si rivaluta a seguito di migliori previsioni di crescita in Svizzera. Lotta contro la pressione alla rivalutazione innanzitutto quando è la conseguenza delle incertezze sul fronte politico (cfr. pag. 15.). Quest'ultime, però, dovrebbero continuare a calare nell'Eurozona, la cui ripresa economica sta procedendo.

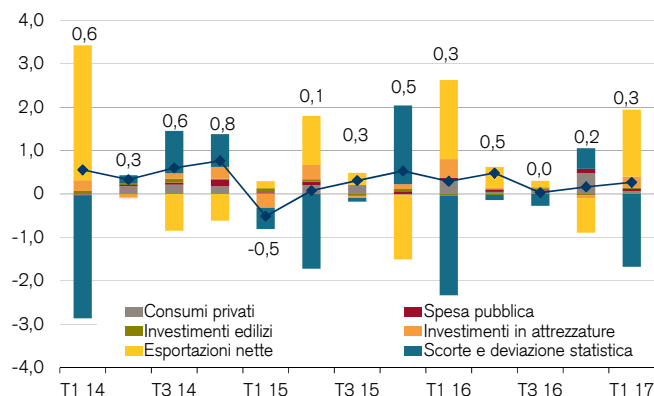
... mentre l'economia interna prende lentamente slancio

L'economia interna resta solida e la rispettiva crescita registra un'accelerazione, seppur lenta. Il sentiment dei consumatori migliora solo timidamente per via dello stentato progresso della situazione sul mercato del lavoro. Inoltre sono finiti i tempi di un potere d'acquisto crescente grazie al calo dei prezzi. L'immigrazione continua a sostenere l'incremento dei consumi, ma il suo contributo alla crescita si ridimensiona. Occorre attendersi una scarsa accelerazione anche degli investimenti delle aziende: le condizioni di finanziamento favorevoli e la costante necessità di razionalizzare giocano a favore di un incremento più consistente, ma la situazione dei proventi, ancora difficile, limita il potenziale. Il surplus di gestione netto – che approssimativamente riflette gli utili – continua ad attestarsi sul basso livello del 2009.

claudio.maurer@credit-suisse.com

Componente volatile delle scorte

Prodotto interno lordo reale rispetto al trimestre precedente in %, destagionalizzato



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

Crescita per il barometro delle esportazioni

In deviazioni standard



Fonte: Bloomberg, Datastream, PMIPremium, Credit Suisse

Congiuntura Svizzera I Monitor

Inflazione

In base al sondaggio condotto trimestralmente tra le economie domestiche dalla Segreteria di Stato dell'economia (Seco), tra il gennaio e l'aprile 2017 le previsioni sull'inflazione hanno registrato variazioni poco significative. Si mantengono in prossimità della media decennale. Al contrario, le aspettative relative all'inflazione degli analisti finanziari rilevate mensilmente, in base all'indagine di Credit Suisse e CFA Society Switzerland, sono di recente cresciute e attualmente si attestano nettamente al di sopra della media decennale. Ci attendiamo analogamente un leggero incremento – seppur temporaneo – del tasso d'inflazione fino a fine anno. Nella media annuale, il rincaro dovrebbe attestarsi allo 0,5% sia nel 2017 che nel 2018.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Mercato del lavoro

La quota di disoccupati è in diminuzione dal massimo registrato nell'estate 2016, allorché aveva raggiunto un livello di poco superiore al 3,3%. Tuttavia diminuisce decisamente meno rispetto all'incremento successivo all'abbandono del tasso minimo per il cambio EUR/CHF. Inoltre, ad aprile, la flessione ha perso per la prima volta slancio. Pertanto il livello antecedente allo shock del franco (3% circa) non dovrebbe venir nuovamente raggiunto nell'immediato. Le nostre inchieste condotte nell'ambito dell'indice dei direttori degli acquisti presso le aziende industriali, oltre che la situazione valutaria, indicano però che la disoccupazione nei prossimi mesi scenderà ulteriormente.

sascha.jucker@credit-suisse.com

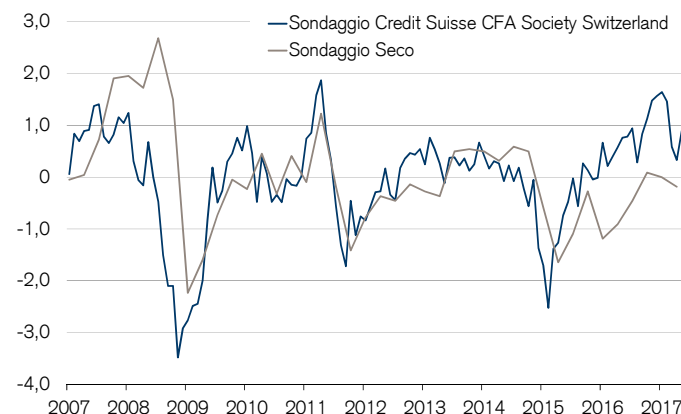
Immigrazione

Nel giugno 2016 è stata introdotta la piena libera circolazione delle persone con Romania e Bulgaria (UE-2). L'incremento degli immigrati da questi paesi ha spinto la Confederazione ad attivare la clausola di salvaguardia. Di conseguenza, per i prossimi dodici mesi, i permessi di dimora per Romania e Bulgaria vengono limitati a 996 persone (tra giugno 2016 e marzo 2017 la cifra netta di persone giunte da questi paesi è stata di circa 3600 immigrati). Tuttavia c'è da attendersi che la limitazione dei permessi B determinerà un incremento delle persone con permessi di soggiorno a breve termine, come lo si era già riscontrato nel biennio 2013/14 per gli altri paesi dell'Europa dell'Est (UE-8).

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Aspettative divergenti sull'inflazione

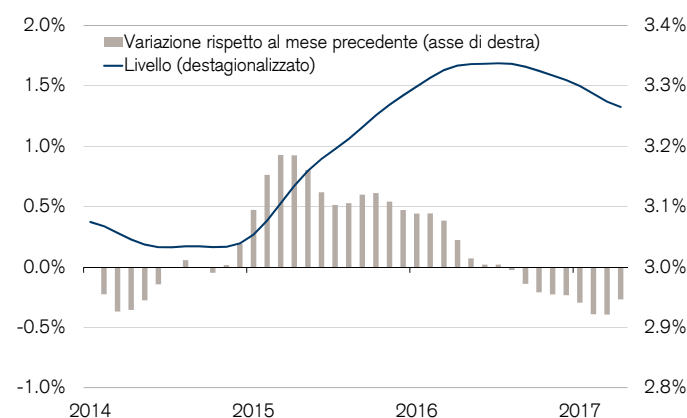
Indice, standardizzato



Fonte: Segreteria di Stato dell'economia (Seco), CFA Society Switzerland, Credit Suisse

Leggero appiattimento del calo della disoccupazione

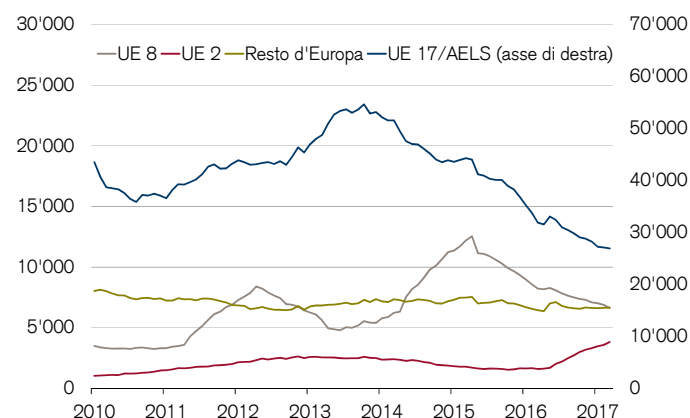
Quota di disoccupati destagionalizzata e variazione rispetto al mese precedente, in %



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

Clausola di salvaguardia per Romania e Bulgaria

Saldo migratorio della popolazione straniera residente permanente, somma su 12 mesi



Fonte: Segreteria di Stato della migrazione, Credit Suisse

Focus politica ed economia

L'economia non si lascia impressionare dai turbini politici

La diffusa incertezza politica, riscontrabile sulla base dei contributi dei media, non è un buon strumento previsionale per l'economia. Le imprese ponderano infatti la probabilità di implementazione delle decisioni politiche in modo abbastanza preciso.

Le previsioni erano spesso troppo pessimistiche

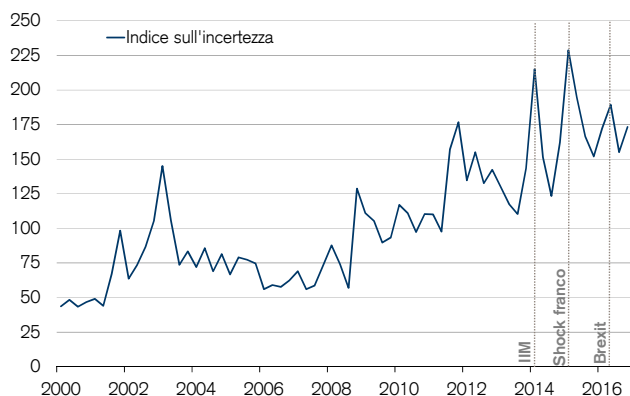
«L'economia, per via della maggiore incertezza, perderà sensibilmente il proprio slancio o scivolerà addirittura in una recessione» – previsioni di questo tipo o simili risuonano spesso dopo decisioni politiche o di politica monetaria che hanno un'influenza sui media. Anche dopo l'approvazione dell'iniziativa contro l'immigrazione di massa (IIM), l'abbandono del tasso minimo per il cambio EUR/CHF da parte della Banca nazionale svizzera (BNS) nel gennaio 2015, o persino dopo la decisione sulla Brexit in Gran Bretagna, che comunque interessa un'area geograficamente distante. L'elemento comune di tutti questi eventi è che le relative previsioni sono risultate tendenzialmente troppo pessimistiche. Fatta eccezione per l'abbandono del cambio minimo, le reazioni sul piano dell'economia reale sono state quasi impercettibili.

L'indice sull'incertezza quantifica il grado dell'incertezza politica

Al fine di misurare l'incertezza politica riportata dai media, ci avvaliamo dell'«indice sull'incertezza» da noi realizzato sulla base delle analisi di policyuncertainty.com per la Svizzera (cfr. fig. in basso a sinistra). Al riguardo viene analizzato attentamente il panorama dei media in base a diverse parole chiave associate all'instabilità politica. Spiccano due osservazioni: innanzitutto il numero mensile di segnalazioni relative alle incertezze sul piano della politica economica registra un tendenziale aumento dalla crisi finanziaria. In secondo luogo, tale incremento è consistente dal 2011: eventi come l'approvazione dell'IIM, l'eliminazione della soglia di cambio minima e la decisione sulla Brexit hanno generato vere e proprie ondate di articoli che si occupano delle incertezze per l'economia elvetica. Dalla figura in basso a destra emerge che l'incertezza politica che i media lasciano trapelare e la crescita degli investimenti tra il 2000 e il 2013 hanno presentato una correlazione significativa. Tuttavia, dal 2011, le serie temporali divergono. Un rialzo dell'indice sull'incertezza non va più di pari passo con una flessione degli investimenti, vale a dire che la correlazione, precedentemente significativa sul piano statistico, non esiste più.

La politica produce una maggiore incertezza a livello mediatico, ...

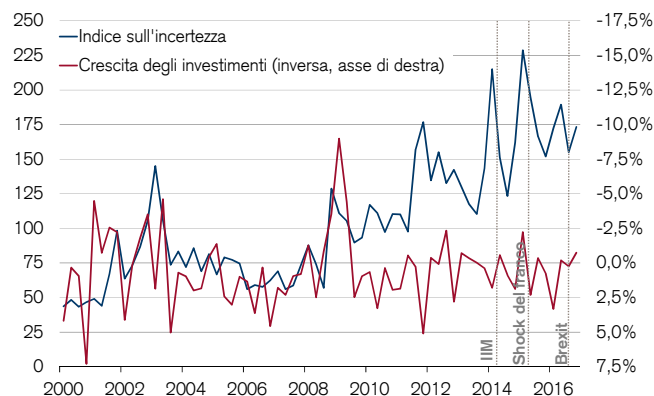
Numero di articoli di giornale relativi all'incertezza sul piano della politica economica



Fonte: policyuncertainty.com, Factiva, Credit Suisse

... ma la reazione degli investimenti è ormai limitata

Numero di articoli di giornale relativi all'incertezza sul piano della politica economica; crescita degli investimenti reali in attrezzature rispetto al trimestre precedente, dato destagionalizzato



Fonte: Seco, policyuncertainty.com, Factiva, Credit Suisse

Gli eventi politici incidono effettivamente sul sentiment, ...

Al fine di comprendere i motivi di questa inversione di tendenza, occorre analizzare tratto per tratto la catena degli effetti dell'incertezza politica sull'economia. L'incertezza si ripercuote dapprima sul sentiment degli attori economici. Ciò può essere effettivamente illustrato in modo chiaro tramite degli indicatori sul sentiment (cfr. fig. in basso a sinistra). Così, ad esempio, l'approvazione dell'IIM ha determinato un consistente offuscamento del sentiment degli analisti finanziari. Il corrispondente indicatore da noi rilevato di recente in collaborazione con CFA Society Switzerland ha perso terreno in modo consistente. Anche il sentiment delle aziende viene influenzato in modo evidente dagli eventi politici, come ha mostrato in modo esemplare la flessione dell'indicatore sul clima commerciale del Centro di ricerche congiunturali del Politecnico di Zurigo (KOF) dopo il voto sulla Brexit. Particolarmente rilevanti sono state anche le reazioni all'abbandono della soglia minima per il cambio EUR/CHF da parte della BNS. Le oscillazioni del sentiment delle economie domestiche private sono state, senza eccezioni, più basse. Il fatto che esse vengano rilevate dalla Segreteria di Stato dell'economia (Seco) solo trimestralmente nell'ambito di un sondaggio dovrebbe essere una delle cause di tutto ciò.

... ma le aziende attendono provvedimenti concreti, finché le conseguenze non potranno essere stimate, ...

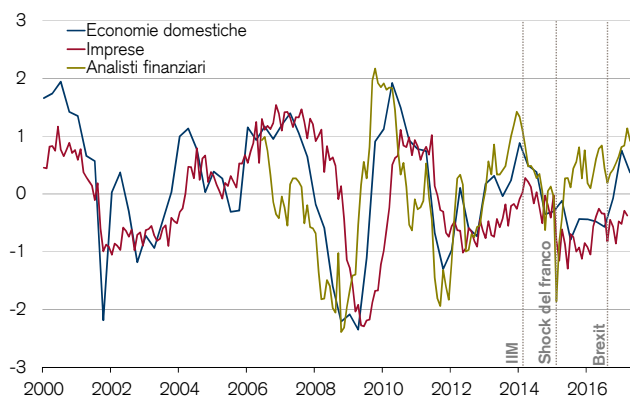
Il sentiment tra i quadri dirigenti delle aziende, gli analisti finanziari e – in misura minore – anche tra le economie domestiche è quindi senz'altro caratterizzato dall'incertezza diffusa tra i media nel quadro della politica economica. Tuttavia, dopo ognuno di questi avvenimenti, perché non subentra l'attesa astensione dagli investimenti? La chiave per risolvere quest'apparente contraddizione risiede nel fatto che le aziende valutano in modo estremamente accurato la possibilità d'implementazione di una decisione politica e in che modo essa si ripercuoterà concretamente sulle attività di ogni giorno. Fintanto che non appaiono imminenti variazioni concrete e immediate delle condizioni quadro sul piano economico, molte aziende preferiscono attendere e non assumere alcuna decisione affrettata.

..., come si evince in modo convincente dai sondaggi

Questa ipotesi si rafforza sulla scorta dei sondaggi tra le imprese. Solo pochi mesi dopo l'approvazione dell'IIM, oltre il 75% dei partecipanti da noi intervistati in collaborazione con procure.ch nell'ambito del sondaggio tra i direttori degli acquisti stimava da «elevata a molto elevata» la possibilità che gli Accordi bilaterali sarebbero rimasti in vigore dopo il 9 febbraio 2017 (cfr. fig. in basso a destra). La maggioranza degli imprenditori ha pertanto ipotizzato sin dall'inizio che l'IIM non sarebbe stata implementata in modo fermo. Questa fiducia si evince anche da un altro sondaggio: all'inizio del 2015 l'associazione di categoria economiesuisse ha chiesto alle aziende e alle associazioni affiliate un'opinione sull'IIM ed è giunta alla conclusione che il 57% delle aziende ha realizzato una pianificazione eventuale, ma che preferiva attendere l'evolversi degli eventi. Un altro 42% non ha individuato alcuna necessità d'intervento. Nel contempo, dai dati dei sondaggi si evince che all'incirca un quarto delle aziende intervistate credeva che la politica fosse in grado di trovare una soluzione. La realtà dovrebbe dar loro ragione. Le aziende hanno quindi stimato gli effetti della votazione sull'IIM evidentemente in modo più realistico rispetto a numerosi esperti – compresi noi stessi – e non si sono lasciate confondere dal prevalente quadro negativo dipinto dai media.

Il sentiment reagisce immediatamente agli eventi

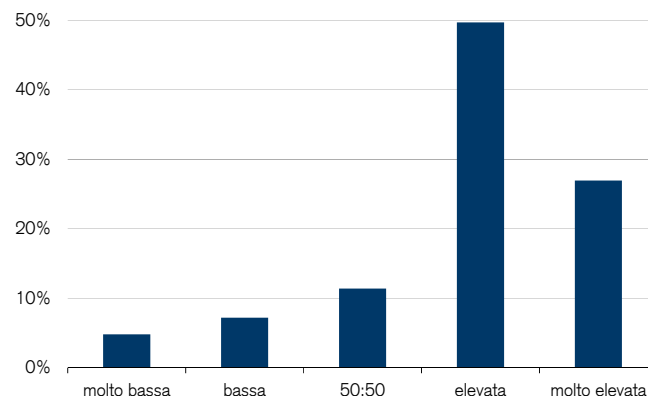
Indicatori sul sentiment, valori standardizzati



Fonte: KOF, CFA Society Switzerland, Seco, Credit Suisse

Le imprese credono che gli Accordi bilaterali verranno mantenuti

Sondaggio tra i direttori degli acquisti del luglio 2014: probabilità che gli Accordi bilaterali I siano ancora in vigore dopo il 9 febbraio 2017



Fonte: procure.ch, Credit Suisse

Rapida reazione delle aziende alla forza del franco, che viene ritenuta persistente...

La situazione si è presentata diversa dopo la rimozione della soglia minima per il tasso di cambio da parte della BNS: subito dopo, esattamente la metà delle imprese intervistate nell'ambito del sondaggio tra i direttori degli acquisti ha ipotizzato che il franco non si sarebbe più indebolito nell'arco di un anno. A maggio 2015, addirittura più di due terzi era dell'opinione che non sarebbe subentrata alcuna svalutazione del franco. Poiché le aziende si attendevano che la situazione monetaria difficilmente si sarebbe allentata a breve, hanno reagito: quattro mesi dopo la rivalutazione del franco, quasi due terzi dei partecipanti al sondaggio hanno acquistato di più in euro che non in passato, e quasi tre quarti avevano già introdotto ulteriori adeguamenti. Nel maggio 2016 erano ancora quasi tre quarti a non ipotizzare una svalutazione. La gamma dei provvedimenti presi è stata di conseguenza variegata. Si è passati dall'ottimizzazione degli acquisti, agli adeguamenti dei prezzi, fino alle esternalizzazioni all'estero e alla riduzione dei posti di lavoro. Nella figura in basso a sinistra è ben visibile come, immediatamente dopo la rimozione della soglia minima, la componente occupazionale dell'indice dei direttori degli acquisti svizzero (PMI) sia calata nettamente al di sotto della soglia di 50, segnalando quindi una riduzione dell'occupazione nell'industria – al contrario del PMI tedesco e del periodo successivo all'approvazione dell'IIM.

... fino a una riduzione del personale

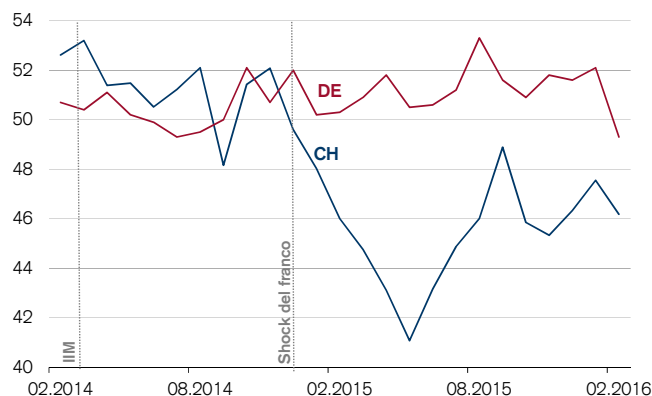
Le aziende riducono dunque il personale solo quando ritengono che un evento sia irrevocabile e persistente. L'inversione di rotta della BNS è stata interpretata, a ragion veduta, come una modifica delle condizioni quadro. Effettivamente la crescita economica, in seguito, ne ha risentito temporaneamente, ma si è potuta evitare una recessione grazie alla solida posizione di mercato di parti consistenti dell'economia delle esportazioni, alla successiva stabilizzazione del tasso di cambio da parte della BNS e all'economia interna sostenuta dall'immigrazione e dal quadro di tassi d'interesse bassi (cfr. pag. 12: «Per le PMI lo shock del franco è stato particolarmente drastico»). Secondo i nostri calcoli, la rimozione della soglia minima per il tasso di cambio EUR/CHF ha inciso sul risultato economico per circa CHF 10 mia., e sono andati persi 10'000 posti di lavoro circa.

Molte le decisioni politiche con effetti consistenti

Anche altre decisioni politiche degli ultimi anni hanno avuto un'influenza consistente sull'economia reale. Così, dopo l'entrata in vigore dell'Accordo sulla libera circolazione delle persone con l'UE, si è assistito a un cambiamento paradigmatico nell'immigrazione. Tra l'altro, è cresciuto ad esempio il grado di formazione degli immigrati. Dopo il sì degli elettori all'«iniziativa sulle abitazioni secondarie» nel 2012, si è dapprima assistito a un mini boom immobiliare nei comuni interessati, e le richieste di seconde case sono raddoppiate nel breve termine. Successivamente è proprio calata la realizzazione di nuovi edifici in tali aree. Il numero di appartamenti di nuova progettazione nel 2015 era addirittura all'incirca di un terzo inferiore rispetto a prima del sì degli elettori, e i prezzi degli appartamenti esistenti da allora sono in calo (cfr. fig. in basso a destra).

La situazione occupazionale in Svizzera si è immediatamente offuscata dopo lo shock del franco

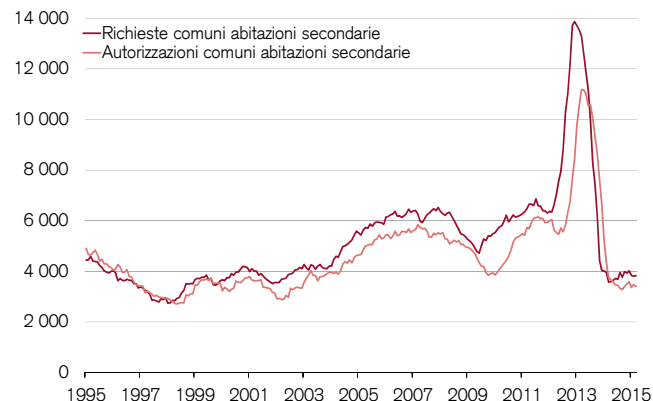
Sottocomponente «Occupazione» del sondaggio PMI. Valori > 50 = crescita



Fonte: procure.ch, Markit, Credit Suisse

Flessione nei comuni dove sono presenti abitazioni secondarie

Numero delle unità residenziali, somma mobile su 12 mesi



Fonte: Baublatt, Credit Suisse

Anche all'introduzione del freno all'indebitamento a livello della Confederazione nel 2003 ha fatto seguito una reazione immediata, sebbene non da parte delle aziende, bensì dell'Amministrazione federale: da allora l'indebitamento in Svizzera è sceso – una tendenza in forte contrasto con molti altri paesi (cfr. fig. di sinistra). Le conseguenze positive della stipula degli Accordi di libero scambio (ALS) sui proventi delle esportazioni si possono evincere dalla figura in basso. Da tutti questi esempi emerge un modello: quanto più concreta è una decisione politica e quanto più chiaramente essa modifica le condizioni quadro, tanto più consistenti sono le relative ripercussioni. Ciò sostiene ulteriormente l'ipotesi di cui sopra, secondo cui le aziende aspettano a mettere in atto provvedimenti concreti finché eventuali effetti non siano percepibili sull'attività commerciale.

«I potpourri populistici» non disorientano le aziende su base duratura

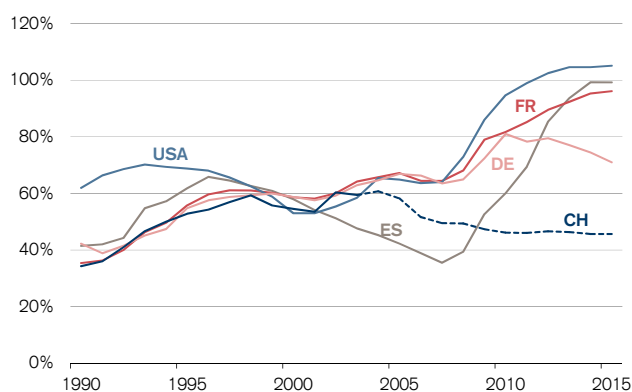
Per la qualità delle previsioni a seguito di decisioni politiche è importante conoscere la relativa stima degli attori economici. Basarsi unicamente sugli indicatori relativi al sentiment non porta molto lontano. In altre parole: i rilevamenti basati sui dati, come ad esempio l'indice PMI, e i sondaggi concreti particolari, per le previsioni sono più utili che non gli indicatori sul sentiment o l'indice sull'insicurezza illustrato qui. Inoltre: qualora una decisione politica fosse difficile da prendere e da implementare, e avesse un orizzonte temporale poco chiaro – cosa che avviene particolarmente spesso per le istanze populiste – il suo effetto sull'economia reale dovrebbe essere ridotto, pur a fronte di un predominio sui media. Ciò almeno finché non si giungerà a un'effettiva implementazione. Anche in futuro non mancheranno eventi che potrebbero sollevare grandi clamori nei media, che però non necessitano di un'analisi precisa: il processo della Brexit è appena cominciato, e in Svizzera non tutte le incertezze della via bilaterale sono state dissipate. Inoltre è alle porte una nuova versione della Riforma III dell'imposizione delle imprese. Continua a essere poco chiaro anche cosa apporterà il presidente statunitense Donald Trump all'economia. In ogni caso: dopo l'elezione di Trump, quasi il 100% delle società intervistate ha affermato che dapprima sarebbe rimasta alla finestra. Tuttavia le eventuali pianificazioni dovrebbero essere disponibili anche in questo caso per poter reagire laddove le notizie non si rivelassero false.

claudio.maurer@credit-suisse.com

sascha.jucker@credit-suisse.com

Svizzera con un andamento stabile dell'indebitamento

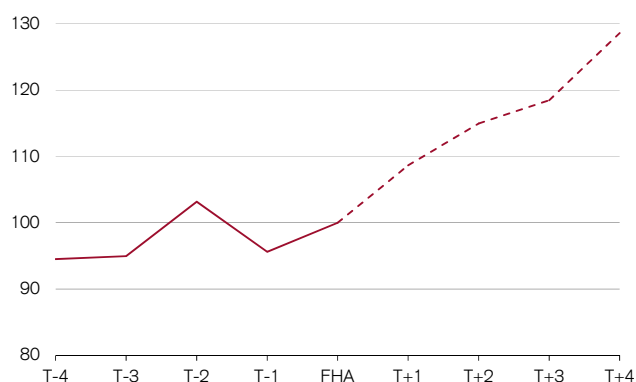
Indebitamento statale in % sul PIL, linea tratteggiata = freno all'indebitamento in vigore



Fonte: Fondo monetario internazionale, Credit Suisse

Solida crescita delle esportazioni grazie agli accordi di libero scambio

Esportazioni nominali dalla Svizzera nei paesi con ALS* senza UE/AELS; Indice: momento dell'ALS = 100, linea tratteggiata = ALS in vigore



Fonte: Amministrazione federale delle dogane, Credit Suisse; *ALS entrati in vigore prima del 2013

Settori

Shock del franco: per le PMI particolarmente decisivo

Difficilmente le decisioni politiche influiscono direttamente sulla valutazione della situazione commerciale da parte delle imprese industriali svizzere di piccole e medie dimensioni. Esse si sono però riprese meno rapidamente rispetto alle grandi imprese industriali dallo shock correlato al franco del 2015.

Gli avvenimenti politici difficilmente determinano delle oscillazioni del sentiment nelle imprese industriali più piccole

La situazione commerciale delle imprese industriali elvetiche, sulla base dell'indicatore del Centro di ricerche congiunturali del PF di Zurigo, viene influenzata dalle decisioni politiche e di politica monetaria (cfr. fig. di sinistra). La valutazione della situazione commerciale oscilla decisamente di più a seguito di perturbazioni congiunturali e determinate dai cambi che non di decisioni politiche. Dopo eventi politici si genera una reazione solo per le aziende di grandi dimensioni: la relativa valutazione si è ad esempio ridimensionata dopo l'approvazione dell'iniziativa contro l'immigrazione di massa (IIM), la bocciatura della Riforma III dell'imposizione delle imprese (RI imprese III) e il sì al referendum sulla Brexit. Questi offuscamenti non sono però stati particolarmente marcati, e potrebbero essere stati determinati anche da altri fattori. Inoltre la stima delle imprese di dimensioni medio-piccole (PMI) non è praticamente cambiata.

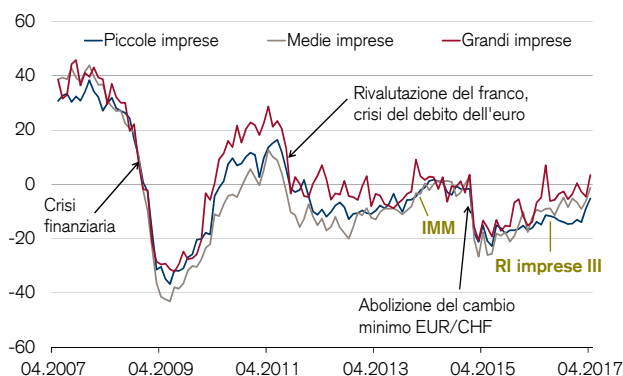
Shock del franco del 2015: interessate più le piccole, che non le grandi aziende – ma ripresa ora anche per le PMI

La situazione si presenta ben diversa, in particolare, per una specifica decisione di politica monetaria: l'indicatore dell'andamento degli affari raramente ha reagito in modo così netto come nel febbraio 2015, dopo l'abbandono da parte della Banca nazionale svizzera del tasso minimo per il cambio EUR/CHF. Il ridimensionamento del giudizio sulla situazione degli affari è stato indicativamente lo stesso in tutte le classi di dimensioni (cfr. fig. di destra). Per la ripresa dallo shock del franco, al contrario, si rilevano consistenti differenze. Le grandi imprese industriali, già a metà 2016, erano tornate a valutare la propria situazione degli affari quasi altrettanto positivamente rispetto a prima dello shock del franco. Le piccole aziende hanno mostrato delle difficoltà molto più a lungo. Le ragioni di questo andamento divergente sono palesi: le aziende di dimensioni più grandi dispongono più spesso di siti produttivi all'estero e, tramite le esternalizzazioni, possono ammortizzare in modo più semplice lo shock valutario rispetto a quelle più piccole. A ciò si aggiunga il fatto che molte aziende industriali di piccole dimensioni sono fornitrici di imprese più grandi, e quest'ultime, tra i provvedimenti presi contro lo shock del franco, hanno anche esternalizzato i rapporti coi fornitori. Tuttavia, dal marzo 2017, la situazione è sensibilmente migliorata anche per le imprese industriali di piccole dimensioni.

andreas.christen@credit-suisse.com

Difficilmente le decisioni politiche influenzano il sentiment

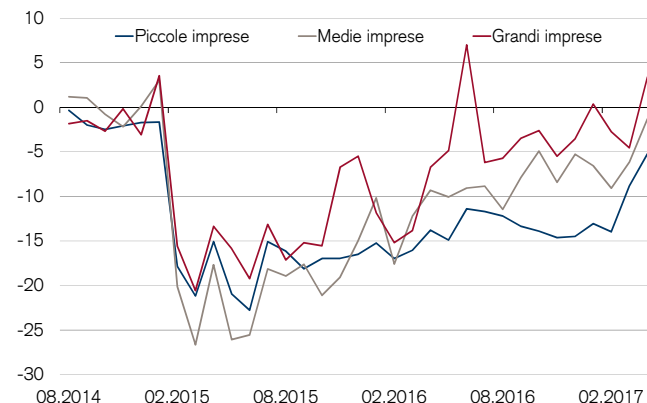
Indicatore dell'andamento degli affari KOF industria: saldi in punti percentuali



Fonte: Centro di ricerche congiunturali del PF Zurigo (KOF), Credit Suisse

La ripresa dallo shock del CHF è stata più lunga per le PMI

Indicatore dell'andamento degli affari KOF industria: saldi in punti percentuali



Fonte: Centro di ricerche congiunturali del PF Zurigo (KOF), Credit Suisse

Monitor dei settori

Industria chimico-farmaceutica

Rispetto all'anno precedente, nei primi quattro trimestri del 2017 le esportazioni dell'industria chimico-farmaceutica sono cresciute sensibilmente (comparto farmaceutico: +7,9%; comparto chimico: +1,7%), ma la gran parte di questa crescita dovrebbe essere riconducibile a un effetto di base. Le esportazioni, seguendo il trend, hanno evidenziato un andamento laterale. Ciononostante, la situazione commerciale viene valutata dalle imprese del comparto chimico-farmaceutico tuttora più positivamente rispetto agli altri settori industriali. Pertanto ci attendiamo ancora che il settore possa registrare nuovamente una crescita dei fatturati durante l'anno corrente.

andreas.christen@credit-suisse.com

Industria meccanica, elettrotecnica e metallurgia (MEM)

Il comparto meccanico è quello che, nell'ambito dell'industria MEM, si è finora ripreso meglio dallo shock del franco. I fatturati, pur attestandosi ancora nettamente al di sotto del livello del 2014, dal secondo semestre del 2016 sono tornati a crescere, non da ultimo grazie agli impulsi della domanda estera. Nel primo trimestre 2017 i fatturati nel comparto meccanico hanno messo a segno un più 5,5% rispetto all'anno precedente, mentre nell'industria metallurgica ed elettrotecnica hanno evidenziato ancora una flessione (rispettivamente -3,9% e -3,1%). Considerate le positive prospettive congiunturali per i più importanti mercati di sbocco, ipotizziamo che la crescita dei fatturati nel comparto meccanico proseguirà nel corso dell'anno.

emilie.gachet@credit-suisse.com

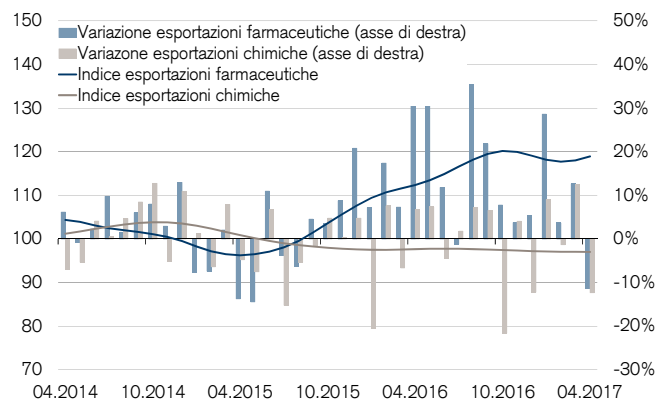
Industria orologiera

Dopo la flessione del -9,9% nel 2016 rispetto all'anno precedente, nei primi quattro mesi del 2017 le esportazioni di orologi si sono attestate (dato corretto in base ai giorni di lavoro) ancora del 2,5% al di sotto del livello dell'anno precedente. Anche l'andamento dello sfruttamento delle capacità e della disoccupazione segnala una stabilizzazione, sebbene le aziende del comparto orologiero continuano a valutare la situazione degli affari prevalentemente negativa. In particolare a riportare la calma è stata l'inversione di tendenza sul mercato cinese. Fino a questo punto dell'anno anche le esportazioni verso la Gran Bretagna hanno evidenziato un consistente incremento. Tuttavia, nella maggior parte degli altri mercati, la situazione resta tesa, per cui non prevediamo complessivamente per il 2017 una crescita considerevole delle esportazioni di orologi.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Nuova stabilizzazione della dinamica delle esportazioni a inizio 2017

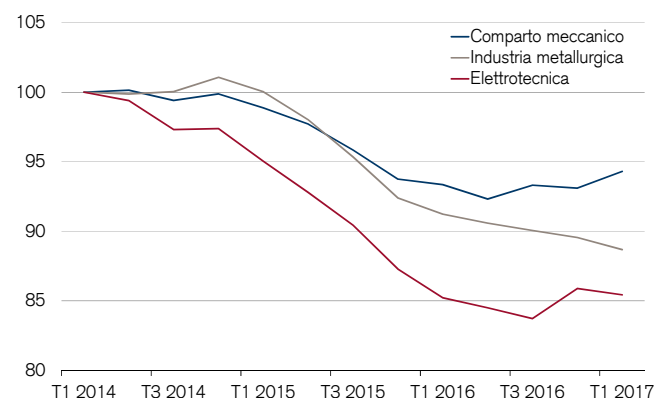
Esportazioni: trend, indice gennaio 2014 = 100; variazione rispetto all'anno precedente in %



Fonte: Amministrazione federale delle dogane, Credit Suisse

I fatturati si riprendono innanzitutto nell'industria meccanica

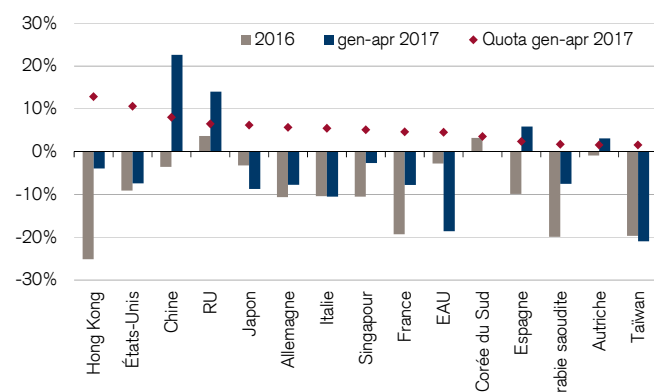
Fatturato, media 4° trimestre, indice: 1° trimestre 2014 = 100



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Le esportazioni di orologi in Cina tornano a crescere

Esportazioni nominali, corrette in base ai giorni di lavoro, variazione rispetto all'anno precedente in %; quota in %



Fonte: Amministrazione federale delle dogane, Credit Suisse

Commercio al dettaglio

Grazie alle condizioni meteorologiche molto miti a febbraio e marzo 2017, nel primo trimestre la ripresa del commercio al dettaglio, che fino ad allora era stata stentata, ha evidenziato un'accelerazione nel breve termine. A beneficiare maggiormente delle favorevoli condizioni meteorologiche sono stati i segmenti do-it-yourself e abbigliamento/calzature, sebbene quest'ultimo segmento abbia dovuto ancora fare i conti con delle flessioni dei fatturati nominali (-2,1% nel 1° trimestre 2017 rispetto all'anno scorso). Nel contempo a evidenziare una stagnazione è stato il comparto alimentare, che però si prevede possa leggermente riprendersi nel corso dell'anno. Nonostante la solida congiuntura, resta tesa la situazione nel segmento non-food per via del (parziale) passaggio strutturale al commercio online estero.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Turismo

Una stagione invernale in larga parte povera di neve ritarda la ripresa nel settore ricettivo svizzero, ripresa che era iniziata a metà 2016. Dopo un autunno positivo (+1,9% a sett.-ott. 2016 rispetto all'anno precedente), i pernottamenti tra novembre 2016 e febbraio 2017 sono rimasti sul livello dell'anno scorso. Nonostante la tendenza alla ripresa, la maggior parte degli albergatori giudica ancora negativamente la situazione commerciale. A questo proposito a spiccare è soprattutto la valutazione delle aziende di piccole dimensioni, il cui sentiment peggiora costantemente da tre anni. Per via della congiuntura e del miglioramento della situazione valutaria, prevediamo per il 2017 un leggero incremento dei pernottamenti.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Approvvigionamento energetico

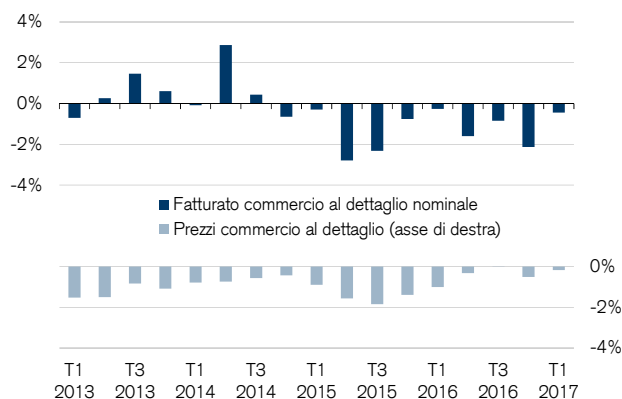
Sebbene la domanda di energia elettrica in Svizzera sia rimasta praticamente stabile, nel 2016 la produzione interna è calata di oltre il 6%. Di conseguenza si è registrata la prima eccedenza di importazioni di corrente dal 2011. Alla flessione della produzione hanno contribuito, tra l'altro, delle interruzioni straordinarie delle centrali nucleari, oltre che livelli idrici temporaneamente sotto la media. A incidere negativamente sono stati inoltre i prezzi del commercio all'ingrosso di corrente, che, nel corso del 2016, hanno raggiunto livelli minimi record. Tuttavia, dall'autunno 2016, i prezzi nell'ambito del commercio all'ingrosso sono tornati a crescere, non da ultimo a seguito delle sospensioni presso le centrali nucleari svizzere e francesi.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Stentata ripresa del commercio al dettaglio

Indice dei prezzi nel commercio al dettaglio, media su 12 mesi.

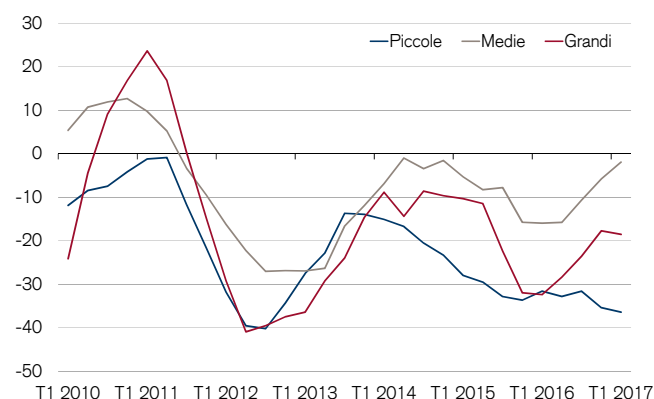
Fatturati nominali, variazione rispetto al corrispondente trimestre dell'anno precedente in %



Fonte: GfK, Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

I piccoli hotel sempre più pessimisti

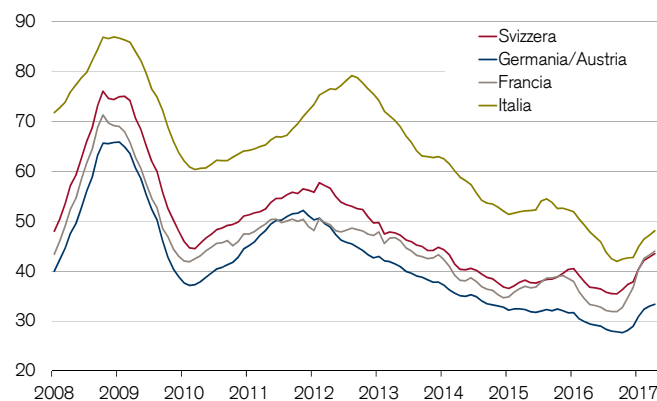
Alloggi: valutazione dell'attuale situazione commerciale a seconda delle dimensioni dell'azienda, saldo «positiva/negativa» in punti percentuali*



Fonte: KOF ETH, Credit Suisse, *media 4 trimestri

Inversione di tendenza per i prezzi

Prezzo sul mercato a pronti per la corrente di base in EUR/MWh, media su 12 mesi



Fonte: European Energy Exchange, Gestore Mercati Energetici, Credit Suisse

Politica monetaria

Ritorno ai fondamentali

Di recente la politica monetaria svizzera è stata guidata dalla politica globale. A nostro giudizio, la stabilizzazione politica dovrebbe aiutare a riconcentrarsi sull'inflazione e sulla crescita economica.

La maggiore incertezza politica ha accresciuto la necessità di acquistare valuta estera

Stimiamo che dal febbraio 2015 la Banca nazionale svizzera (BNS) abbia speso CHF 143 mia. (22% del PIL del 2016) in interventi in valuta estera. Come indicato nel grafico sotto riportato, gli interventi della BNS sono stati concentrati in un periodo in cui si è registrato un forte aumento dell'incertezza. Il grafico raffigura degli esempi di eventi che hanno portato incertezza, tra cui: 1) il referendum greco su una linea di credito UE, 2) il forte calo dei mercati azionari e delle materie prime, 3) il voto sulla Brexit, 4) le elezioni presidenziali USA, e 5) la campagna elettorale per le presidenziali francesi. Questi esempi indicano che la tolleranza della BNS a un ribasso dell'EUR/CHF è limitata quando crescono i rischi politici o l'incertezza generale, e anche che la BNS è pronta ad acquistare grandi importi di valuta estera in caso di rapido aumento delle pressioni al rialzo sul CHF.

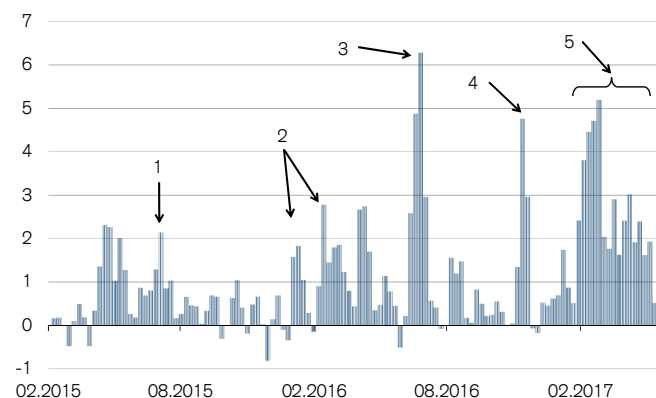
La previsione sull'inflazione della BNS non indica ancora un inasprimento della politica monetaria

Dalla vittoria elettorale di Macron in Francia, l'incertezza politica in Europa è diminuita e, con essa, anche la spinta verso un apprezzamento del CHF. Nonostante riteniamo che la BNS non smetterà di acquistare valuta estera, prevediamo che i volumi di acquisto calino sensibilmente, a condizione che il processo di stabilizzazione politica in Europa continui. Questo porta anche a pensare che se dovesse emergere una spinta verso l'apprezzamento del CHF derivante dal miglioramento della crescita svizzera e dall'aumento dell'inflazione, invece che dai rischi politici, è probabile che la BNS tolleri maggiormente un moderato calo dell'EUR/CHF. Detto ciò, i fondamentali economici suggeriscono che è ancora troppo presto per stringere la politica monetaria. L'attività economica è certamente rimbalzata, ma le deboli pressioni inflazionistiche continuano a giustificare una politica monetaria accomodante. Nell'edizione del dicembre 2013 della presente pubblicazione avevamo riportato che fino al 2009 la BNS aveva alzato il tasso di riferimento della politica monetaria in presenza di un indice dei responsabili degli acquisti (PMI) pari o superiore a 55,9 punti e la previsione più a lungo termine della BNS in relazione all'inflazione era pari o superiore all'1,75%. Tuttavia, questa semplice regola non prende in considerazione il tasso di cambio e pertanto non ha previsto le decisioni sui tassi di interesse dal 2010. In ogni caso, riteniamo che la previsione sull'inflazione pubblicata dalla BNS sia un indicatore utile per la politica monetaria futura.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Acquisti di valuta estera in relazione agli eventi politici

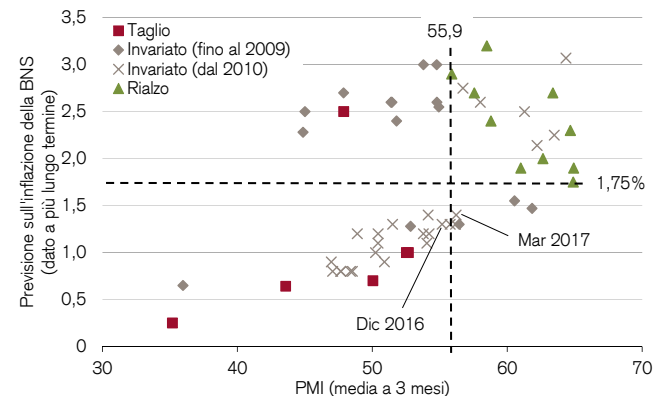
Stima degli interventi settimanali sul mercato valutario da parte della BNS, in mia. CHF



Fonte: Banca nazionale svizzera, Credit Suisse

Decisioni sui tassi di interesse della BNS

Decisioni sui tassi di interesse in relazione alle previsioni sul PMI e sull'inflazione della BNS



Fonte: Datastream, Banca nazionale svizzera, Credit Suisse

Politica monetaria I Monitor

Tasso di cambio reale effettivo

Il tasso di cambio reale effettivo del CHF, ovvero l'indice del tasso di cambio ponderato su base commerciale e rettificato per l'inflazione, è scivolato al livello medio osservato durante il periodo tra settembre 2011 e gennaio 2015, quando la BNS ha difeso il tasso di cambio minimo per l'EUR/CHF. In tale contesto sarà sempre più difficile per la BNS continuare a sostenere, come fa attualmente, in modo credibile, che il livello attuale del CHF è «notevolmente sopravvalutato». Durante il regime di tasso di cambio minimo aveva indicato che il CHF mostrava una «valutazione elevata» che, a nostro giudizio, rappresenta un giudizio inferiore.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Riserve in valuta estera

Nel T1 2017 la Banca nazionale svizzera (BNS) ha ridotto le riserve in EUR al 40,3% del totale in valuta estera (derivati inclusi) dal 42,3% del T4 2016. Questo è il livello più basso di riserve in EUR toccato dal 1999. Viceversa, le riserve in USD sono passate al 35,0% (dal 33,4% nel T4 2016), ai massimi dal 2003. Le riserve in altre valute non hanno subito variazioni sostanziali, con il 7,9% allocato in JPY, il 6,7% in GBP, il 2,8% in CAD e il 7,3% in altre valute (essenzialmente AUD, CNY, HKD, DKK, KRW, SEK e SGD).

maxime.botteron@credit-suisse.com

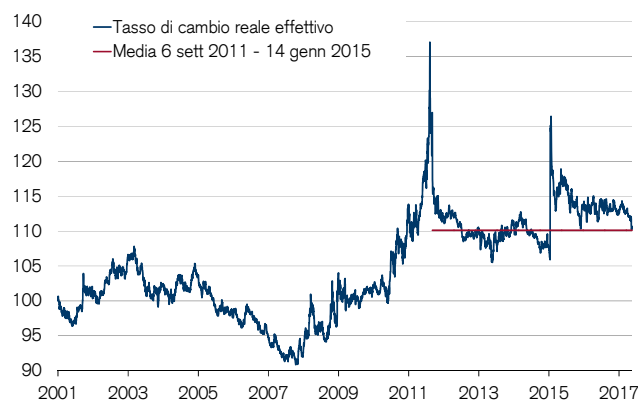
Tasso di deposito negativo

La BNS addebita un tasso di deposito negativo di $-0,75\%$ solo sulle riserve delle banche commerciali (detenute presso la BNS) 20 volte superiori alle riserve minime obbligatorie. Dal momento che le riserve minime obbligatorie dipendono dalle passività delle singole banche, in particolar modo dai depositi dei clienti, le banche con una vasta attività improntata alla clientela retail dovranno depositare maggiori riserve minime, e pertanto beneficeranno di una maggiore soglia di esenzione sui depositi presso la BNS. Al contrario, le banche con un'attività improntata alla clientela retail più ridotta sono tenute a depositare meno riserve minime e questo si traduce in una soglia proporzionalmente bassa. Di conseguenza, le riserve eccedentarie soggette a un tasso negativo sono proporzionalmente elevate.

maxime.botteron@credit-suisse.com

CHF meno costoso

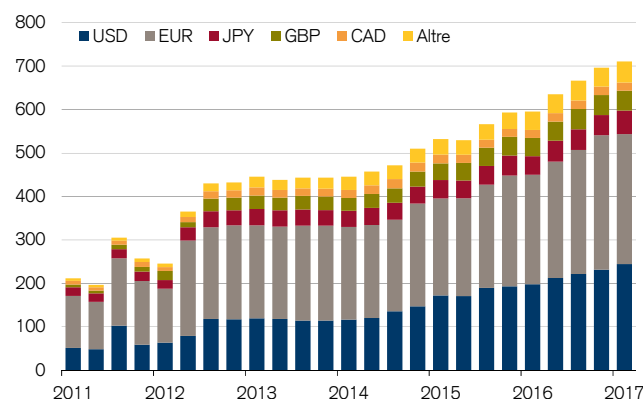
Indice (1° gennaio 2001 = 100)



Fonte: Banca nazionale svizzera, Credit Suisse

Meno EUR, più USD

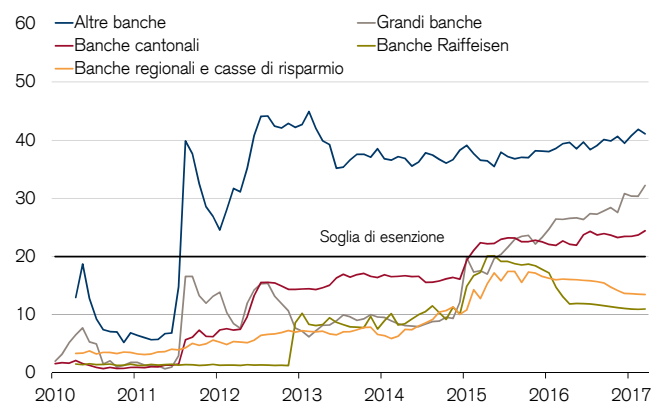
In mia. CHF



Fonte: Banca nazionale svizzera, Credit Suisse

Non tutte le banche ne risentono allo stesso modo

Rapporto tra depositi delle banche e riserve minime obbligatorie



Fonte: Banca nazionale svizzera, Credit Suisse; le stime si basano sul nostro calcolo delle riserve minime obbligatorie e sono incerte in particolar modo per alcuni gruppi bancari specifici.

Politica economica

Iniziative popolari quali strumenti di contesa elettorale

Dal 2010 votiamo su più di cinque iniziative popolari ogni anno. Il successo di un intervento non si può valutare solo sulla scorta del risultato elettorale.

Le iniziative popolari servono spesso come mezzo di pressione, spunto di riflessione o strumento di contesa elettorale

Il numero di interventi popolari cresce in misura significativa da decenni

Il risultato di una votazione non definisce da solo il successo di un'iniziativa

Grazie all'iniziativa popolare, gli elettori svizzeri hanno a disposizione uno strumento per adeguare la Costituzione federale. Ma l'utilizzo dell'iniziativa popolare va ben oltre questa funzione. Così vengono lanciate iniziative anche con l'intenzione di persuadere il Consiglio federale e il Parlamento a presentare una controproposta. Inoltre le iniziative sono degli spunti di riflessione per le discussioni a livello della società e della politica, o i partiti le sfruttano come strumenti di contesa elettorale.

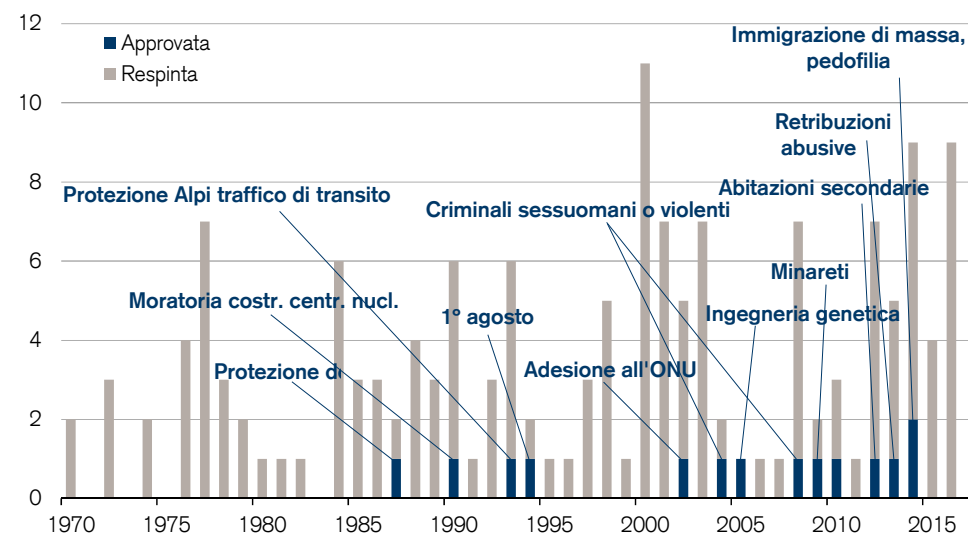
Negli ultimi decenni il numero delle iniziative popolari sottoposte a votazione è fortemente cresciuto (cfr. fig.). Negli anni Settanta e Ottanta sono state in media oggetto di votazione due iniziative popolari e mezzo ogni anno. Negli anni Novanta, e in particolare dopo il passaggio del millennio, questa cifra è aumentata. Tra il 2000 e il 2009 se ne sono tenute ogni anno più di quattro, e dal 2010 la popolazione è chiamata al voto su oltre cinque interventi popolari all'anno.

Il fatto che, oggi più che mai, si punti a questo strumento della democrazia diretta potrebbe essere interpretato come un segnale che la popolazione vuole essere sempre più interpellata su importanti tematiche politiche. Inoltre sembra che i partiti, con le iniziative popolari, abbiano scoperto un mezzo per fare pubblicità, in particolare alla vigilia degli anni in cui si tengono le elezioni, a sé e al programma del proprio partito. Nell'anno prima e nel corso delle elezioni federali vengono lanciate nettamente più iniziative rispetto ai periodi intermedi. Il fatto che le iniziative popolari, sempre più spesso, vengano promosse da partiti, ha delle conseguenze sulla possibilità di un'approvazione. Infatti, per un partito, il successo politico di un'iniziativa non è necessariamente legato alla sua approvazione. Di conseguenza sussiste uno stimolo a configurare il testo dell'iniziativa in modo più estremo di quanto succederebbe, ad esempio, se un'associazione, con un'iniziativa, rispondesse a un interesse particolare e, solo in caso di accettazione, emergesse come vincitrice. Tuttavia l'approvazione di un'iniziativa lanciata originariamente per motivi propagandistici può porre l'economia e la società di fronte a grandi sfide.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Il numero di interventi popolari cresce fortemente da decenni

Numero di iniziative popolari su cui si è votato, 1970 – 2016



Investimenti

«Malcontento sociale» – supertrend con possibilità d'investimento

I cinque Supertrend di Credit Suisse sono temi sul lungo termine che offrono interessanti opportunità d'investimento. Uno di questi è costituito dal crescente malcontento sociale in Occidente e dalla relativa tendenza a un mondo multipolare.

La classe media occidentale si sente svantaggiata ...

Il ceto medio occidentale è disilluso. Ciò ha prodotto un disinganno sul piano sociale, che spinge l'attuale cambiamento politico nei paesi industrializzati. In Gran Bretagna la maggioranza degli elettori ha votato a favore dell'uscita dall'Unione europea. Negli USA è stato eletto presidente un outsider politico, che vuole dare un taglio alle tradizioni politiche. E nell'Eurozona è presente un notevole sostegno a favore di politici che mettono in discussione l'unione monetaria e che rappresentano, in parte, delle idee fortemente nazionaliste.

... tra l'altro per via di una perdita di importanza sul piano economico

L'insoddisfazione si fonda anche su fattori economici: gli anni della globalizzazione, pur avendo ridotto gli squilibri tra i diversi paesi, hanno rafforzato quelli all'interno delle nazioni. Molte economie domestiche del ceto medio in Europa e negli USA si trovano in condizioni peggiori dalla crisi finanziaria del 2009. Le elevate quote di disoccupazione, che permangono ormai da lungo tempo, e i salari stagnanti hanno inciso maggiormente proprio su di loro. Nel contempo è emersa una crescente frustrazione relativamente alla presunta incapacità dell'élite politica di affrontare i problemi essenziali. A generare dei timori, ad esempio, sono stati il flusso migratorio apparentemente incontrollato e l'avanzata del terrorismo.

Attenzione rivolta a leader di mercato e marchi nazionali

Gli effetti del cambiamento politico avviato dovrebbero essere sempre più evidenti nei prossimi anni. I governi dovrebbero puntare sempre più ad accondiscendere il ceto medio creando più posti di lavoro, garantendo incrementi salariali e regolamentando o tassando maggiormente i settori a cui è attribuibile il ridimensionamento dei posti di lavoro. A trarne vantaggio dovrebbero essere di conseguenza i settori con un numero elevato di forza lavoro interna. Nel contempo si investirà di più nella sicurezza e nella difesa nazionali – temi altrettanto importanti per il ceto medio. Ciò dovrebbe spostare l'attenzione degli investitori verso i leader di mercato nazionali (i cosiddetti «campioni nazionali», per la maggior parte aziende del settore manifatturiero, della produzione informatica, del settore edilizio e operatori telecom) e le imprese del comparto «difesa e sicurezza». A nostro giudizio si creeranno delle possibilità di investimento per diversi anni.

burkhard.varnholt@credit-suisse.com

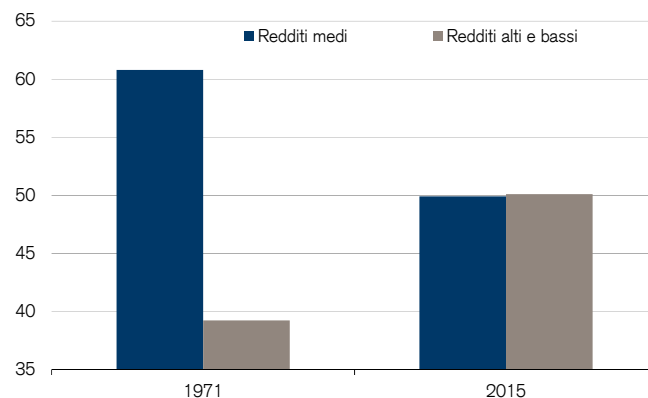
I cinque Supertrend di Credit Suisse



Fonte Credit Suisse

Il ceto medio USA non costituisce più una maggioranza

Quota rispetto alla popolazione adulta in %



Fonte: PEW Research, Credit Suisse

Immobili | Monitor

Volume ipotecario economie domestiche

Nonostante gli interessi ipotecari ancora molto bassi, per le economie domestiche, a causa dell'elevato livello dei prezzi e dei consistenti requisiti finanziari nella concessione di crediti ipotecari, diventa sempre più difficile permettersi una proprietà abitativa. Ciò determina un continuo rallentamento della domanda supplementare di proprietà abitativa, il che si riflette nell'andamento del volume ipotecario. Attualmente la crescita del volume ipotecario delle economie domestiche private si attesta al 2,6% rispetto all'anno passato. Ma la flessione della crescita ha registrato negli ultimi mesi un graduale rallentamento.

thomas.rieder@credit-suisse.com

Progettazione di proprietà abitative

L'attività edilizia per le proprietà abitative continua a registrare un indebolimento. Negli ultimi dodici mesi sono stati concessi permessi edilizi per poco meno di 14000 appartamenti di proprietà e 7700 case unifamiliari. Rispetto all'anno precedente, ciò corrisponde a una flessione pari rispettivamente al 15,5% (app. di proprietà) e all'1,9% (case unifamiliari). L'indebolimento più consistente si registra nei centri. Ma anche al di fuori delle regioni a prezzo elevato, in molte aree si registra un raffreddamento. Nonostante questo calo, l'ampliamento delle proprietà abitative resta però su un livello medio in un contesto storico. Si deve pertanto parlare più di una normalizzazione che non di una flessione dell'attività edilizia.

thomas.rieder@credit-suisse.com

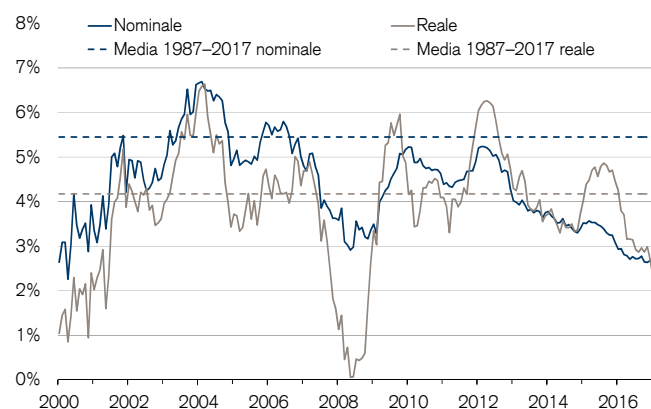
Appartamenti in affitto

La fase di crescita degli affitti osservata per anni è giunta al termine l'anno scorso. La flessione dell'immigrazione e l'elevata attività edilizia hanno determinato un aumento del potere di mercato delle persone alla ricerca di un'abitazione. Questo andamento è più evidente nelle locazioni offerte, che nel primo trimestre 2017 si sono attestate dello 0,7% al di sotto del livello del trimestre corrispondente dell'anno scorso. A fronte della riduzione del tasso d'interesse di riferimento comunicata per il 1° giugno (dall'1,75% all'1,50%), anche l'incremento degli affitti già esistenti dovrebbe tornare a calare al massimo attorno a fine anno.

fabian.waltert@credit-suisse.com

Scarsa dinamica di crescita per il volume ipotecario

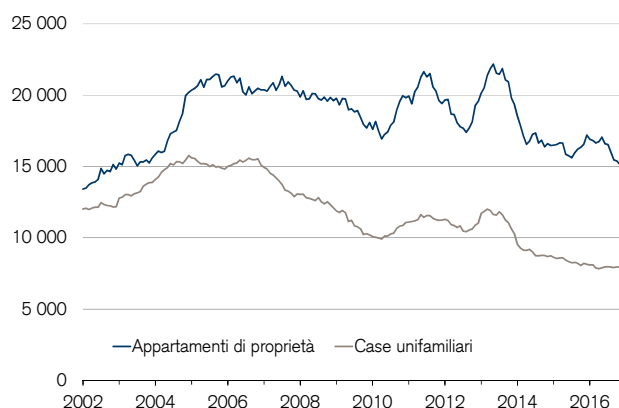
Crescita del volume ipotecario rispetto al corrispondente mese dell'anno passato in %



Fonte: Banca nazionale svizzera, Credit Suisse

Normalizzazione dell'attività edilizia

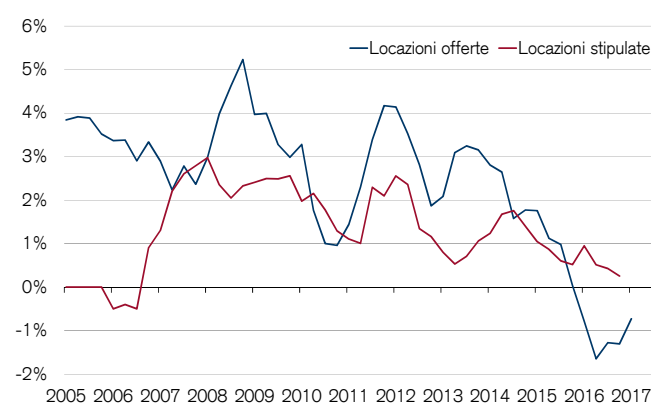
Permessi edilizi, somma mobile su 12 mesi



Fonte: Baublatt, Credit Suisse

Fine dell'era della crescita degli affitti

Crescita annua (nominale)



Fonte: Wüest Partner, 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.

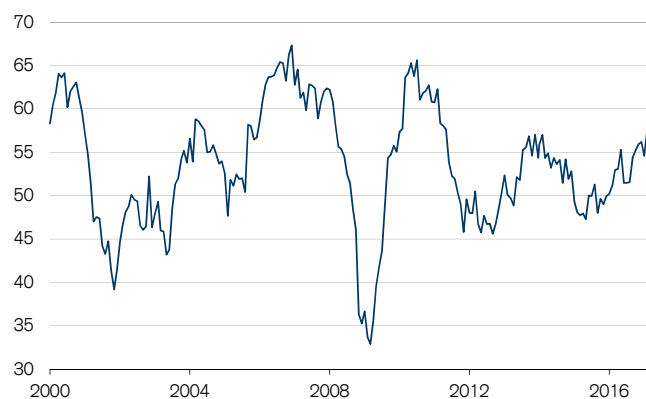
Indicatore CS CFA Society Switzerland

Gli analisti finanziari hanno il polso della situazione economica. Insieme a CFA Society Switzerland conduciamo dal 2017 un'inchiesta mensile tra gli analisti finanziari: il Financial Market Test Svizzera¹. 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 indicatore CS CFA Society Switzerland riporta il saldo delle aspettative per quanto attiene all'andamento della congiuntura svizzera nei sei mesi successivi.

¹ Dal 2006 al 2016 pubblicato come indicatore Credit Suisse ZEW

Congiuntura industriale

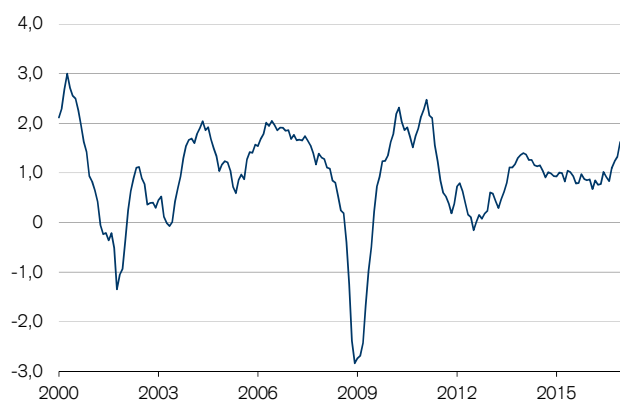
Indice PMI > 50 = crescita



Fonte: procure.ch, Credit Suisse

Esportazioni

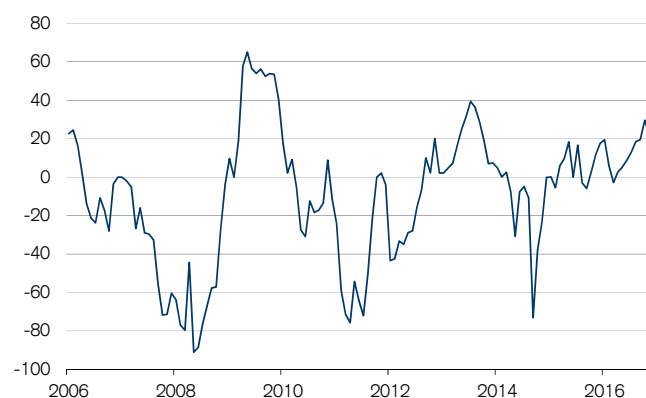
In deviazioni standard, valori > 0 = crescita



Fonte: PMIPremium, Credit Suisse

Congiuntura

Saldo delle aspettative, Valori > 0 = crescita



Fonte: CFA Society Switzerland, 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 dal 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.

PMI per il settore dei servizi

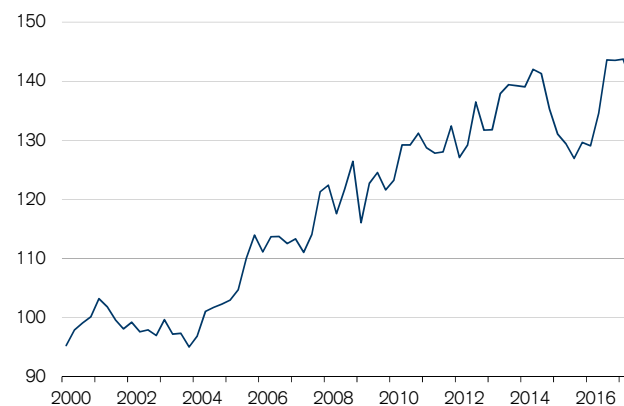
Procure.ch, l'associazione professionisti Acquisti e Supply Management, e il Credit Suisse lanciano un PMI per il settore dei servizi. Il PMI per i servizi è costituito esattamente come il PMI per l'industria. I valori al di sopra di 50.0 punti riflettono un'espansione. Si basa su interviste tra i direttori di acquisto delle aziende svizzere nel settore dei servizi. Vengono effettuate domande relative a sei sottoindici: attività commerciale, nuovi ordinativi, portafoglio ordinativi, prezzi di acquisto, prezzi di vendita e numero di occupati.

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».

Congiuntura edilizia

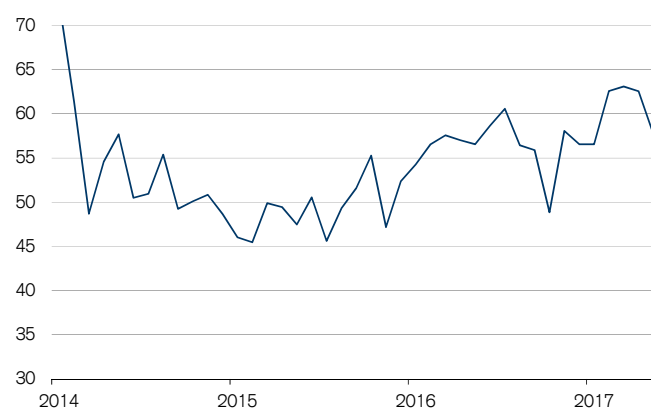
1° trimestre 1996 = 100



Fonte: Società Svizzera degli Impresari-Costruttori, Credit Suisse

Congiuntura per il settore dei servizi

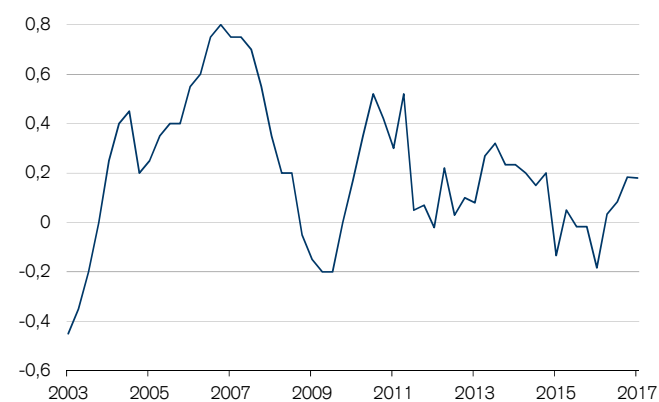
Indice > 50 = crescita



Fonte: procure.ch, Credit Suisse

Trasposizione quantitativa del Bollettino trim. BNS

Indice normalizzato da -1 a +1



Fonte: Credit Suisse

Previsioni e indicatori

Previsioni per l'economia svizzera

	2017P 1° trim.	2017P 2° trim.	2017P 3° trim.	2017P 4° trim.	2018P 1° trim.	2018P 2° trim.	2018P 3° trim.	2018P 4° trim.	2017P	2018P
PIL (YoY, in %)	1,1	1,1	1,6	2,0	2,2	2,0	1,5	1,1	1,5	1,7
Consumi privati	1,4	1,5	1,6	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5	1,3	1,5
Consumi pubblici	1,9	1,5	2,0	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Investimenti lordi	1,2	1,6	1,6	3,2	2,5	2,3	2,3	2,3	1,9	2,4
Investimenti nel settore edilizio	-0,1	1,0	1,1	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5	1,0	1,5
Investimenti in attrezzature	2,0	2,0	2,0	4,0	2,8	2,8	2,8	2,8	2,5	2,8
Esportazioni (merci e servizi)	6,1	3,0	4,0	5,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,5	4,0
Importazioni (merci e servizi)	1,0	1,6	2,2	5,0	3,5	3,5	3,5	3,5	2,5	3,5
Inflazione (in %)	0,5	0,3	0,4	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,5	0,5
Disoccupazione (in %)	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,3	3,1
Occupazione in ETP (YoY, in %)	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,5
Immigrazione netta (in migliaia)									60	
Crescita salari nominali (YoY, in %)									0,5	
Bilancia delle partite correnti (in % sul PIL)									9,8	
Saldo bilancio pubblico (in % sul PIL)									0,0	
Quota d'indebitamento (in % sul PIL)									45,0	

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

Previsioni per l'economia mondiale

Previsioni	Previsioni				Struttura		Significato per la Svizzera	
	PIL YoY, in %		Inflazione YoY, in %		Popolazione In mio.	PIL In mia., USD	Quota export In %	Quota import In %
	2017	2018	2017	2018	2015	2015	2016	2016
Mondo	3,5	3,6	3,0	2,8	7 222	73 171	100	100
USA	2,0	2,3	2,3	2,3	322	17 947	14,9	8,0
Eurolandia	1,7	1,5	1,6	1,6	333	11 540	44,4	63,5
Germania	1,6	1,6	1,7	1,7	82	3 358	18,8	27,8
Francia	1,4	1,6	1,4	1,5	64	2 421	6,6	7,8
Italia	0,8	0,8	1,4	1,4	61	1 815	6,0	9,6
Gran Bretagna	1,7	1,5	2,5	2,3	65	2 848	5,4	3,7
Giappone	1,2	1,0	0,6	0,6	127	4 123	3,5	1,7
Cina	6,7	6,4	2,0	2,2	1 375	10 982	4,7	7,1

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)	555,8	547,9	495,5
Banda target BNS (in %)	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	Massa monetaria M1 (% YoY)	5,3	5,3	1,0
Rendimento titoli di stato a 10 anni (in %)	-0,17	-0,1 - 0,1	0,1 - 0,3	Massa monetaria M2 (% YoY)	3,5	3,3	2,7
				Massa monetaria M3 (% YoY)	3,0	3,0	2,3
				Riserve valutarie (CHF, mia.)	730,1	710,5	616,1

Fonte: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

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 riscontri la necessità di un supporto per queste valutazioni.

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

Mercati emergenti

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

Investimenti alternativi

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

derivati e complesse strategie d'investimento speculative che possono aumentare il rischio di perdita degli investimenti.

Le operazioni in materie prime comportano un grado elevato di rischio e potrebbero non essere adatte a molti investitori privati. L'entità della perdita dovuta alle oscillazioni dei mercati può essere notevole ed è anche possibile registrare una perdita totale.

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

Rischio di tasso d'interesse e di credito

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

Sezione Investment Strategy

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

I responsabili delle strategie d'investimento possono di volta in volta fare riferimento ad articoli della sezione Research pubblicati in precedenza, tra cui anche raccomandazioni e modifiche di rating organizzati in elenchi. 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 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 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 in un'associazione 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 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.

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

Altre pubblicazioni del Credit Suisse



Studio sulle casse pensioni 2017

(disponibile in tedesco e francese)

Per la quarta volta, Credit Suisse analizza il panorama elvetico delle casse pensioni. Lo studio si basa fra gli altri su un'indagine demoscopica condotta su 200 casse pensioni relativa alle attuali sfide del secondo pilastro.

Publicato il 2 maggio 2017



Prospettive delle aree economiche regionali: cantone San Gallo e cantoni Appenzello

Lo studio regionale si occupa dei temi attuali dell'economia dei cantoni della Svizzera orientale San Gallo, Appenzello Interno e Appenzello Esterno.

Publicato il 30 maggio 2017



Monitor immobiliare 2° trimestre 2017

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

Publicato l'8 giugno 2017



Fattori di successo per PMI Svizzere 2017

Lo studio annuale intervista le PMI svizzere sui loro fattori di successo sulla piazza svizzera. Il focus tematico di quest'anno si concentra sul mercato del lavoro e sull'importanza della penuria di forza lavoro qualificata per le PMI svizzere.

24 agosto 2017

La prossima edizione del Monitor Svizzera uscirà il 19 settembre 2017

Leggete ogni mese **Economia e mercati – Prospettive per gli investitori**

e abbonatevi alle nostre pubblicazioni direttamente presso il vostro consulente alla clientela.