

Mercati finanziari

**È la politica monetaria e non la geopolitica a guidare i mercati attualmente**

Pagina 4

Macroeconomia

**BCE verso un ulteriore allentamento la prossima settimana**

Pagina 7

Focus della settimana

# Come reagiranno le classi di attivi ai rialzi dei tassi USA?

Pagina 2

**Cosa succede quando i tassi USA aumentano?**



**Joe Prendergast**

Head of Financial Markets Analysis

joe.prendergast@credit-suisse.com, +41 44 332 83 18

Con l'avvicinarsi dell'inasprimento della Fed, si registra un'accelerazione del rialzo dei rendimenti USA a 2 anni che si avvicinano all'1%, raggiungendo livelli non più osservati dal 2010. Mentre

gran parte dell'analisi si è concentrata sulla data del primo inasprimento della Fed, che può indurre qualche iniziale volatilità, questa settimana facciamo una panoramica su quello che succede normalmente quando il rendimento USA a 2 anni sale in questo modo. Giungiamo ad alcune solide conclusioni: le azioni normalmente sovraperformano le obbligazioni e l'high yield solitamente sovraperforma nell'ambito del credito, con gli investitori che sembrano dare grande valore al premio sulla crescita riflesso da tassi al rialzo. Anche i crediti investment grade mostrano rendimenti positivi ma non in modo significativo. L'oro tende a essere debole e il dollaro USA forte. Si veda l'articolo focus per maggiori dettagli.

## Informazioni importanti

Il presente rapporto esprime le opinioni della sezione Investment Strategy del CS e non è stato redatto in conformità agli obblighi di legge intesi a promuovere l'indipendenza della ricerca sugli investimenti. Non è un prodotto della sezione Research del Credit Suisse anche se contiene raccomandazioni relative a ricerche pubblicate. Il CS ha adottato politiche miranti a gestire i conflitti di interessi, tra le quali quelle relative alla negoziazione prima della distribuzione delle ricerche sugli investimenti. Queste politiche non si applicano alle opinioni dei responsabili delle strategie d'investimento illustrate nel presente rapporto.

## Focus della settimana

# Come reagiranno le classi di attivi ai rialzi dei tassi USA?

- Riteniamo che le classi di attivi che compensano gli investitori per un'esposizione alla crescita tendano ad andare meglio in un contesto di tassi di interesse al rialzo. Ciò depone a favore delle azioni rispetto alle obbligazioni e del credito rispetto ai titoli di stato.
- Sia l'oro che i titoli di stato vanno peggio quando aumentano i tassi, mentre l'USD tende ad apprezzarsi. Le obbligazioni dei ME tendono a rimanere relativamente immuni per quanto riguarda i rialzi dei tassi a 2 anni ma risultano maggiormente penalizzate dai rialzi dei tassi a 10 anni.

**Luca Bindelli**

Head of Foreign Exchange Analysis

luca.bindelli@credit-suisse.com, +41 44 333 05 23

## Cosa dobbiamo aspettarci dopo l'inizio del ciclo di inasprimenti della Fed?

Con la Fed avviata ad alzare i tassi a dicembre e ad agevolare un'ulteriore normalizzazione della politica nel 2016, ci chiediamo cosa implicherebbe un contesto di tassi USA al rialzo per le classi di attivi più in generale. Rispondiamo a questa domanda guardando innanzitutto all'impatto di un movimento ipotetico di 100 pb nei tassi a 2 anni sulle diverse classi di attivi, ipotizzando che altri fattori determinanti delle classi di attivi restino costanti (si veda il nostro riquadro «Metodologia» alla fine di questo articolo).

Man mano che ci avviciniamo al 2016 e con un rialzo dei tassi USA che riflette in definitiva un miglioramento delle dinamiche di crescita negli Stati Uniti, gli investitori potrebbero volersi concentrare sull'acquisizione di un'esposizione a tale «premio sulla crescita». Ciò è destinato a influenzare non solo gli asset statunitensi ma anche ad estendersi al di fuori degli USA, dato che gli attivi esteri finiscono per cogliere la maggiore esposizione alla crescita USA. Infatti riteniamo che le azioni (dei mercati sia sviluppati che emergenti) reagiscano positivamente al rialzo dei tassi USA e dunque possano offrire una preziosa esposizione a tale premio sulla crescita (si veda il grafico). In tal senso i titoli azionari dovrebbero continuare a sovraperformare le obbligazioni in un contesto successivo a un rialzo dei tassi della Fed. D'altro canto, i rendimenti dell'oro tendono a diminuire, con i prezzi del metallo giallo che reagiscono negativamente al rialzo dei rendimenti, riflettendo i maggiori costi di opportunità medi insiti nella detenzione di un attivo che non fruttasse tassi di interesse (riflettendo così una correlazione negativa con un premio sulla crescita).

## Il contesto post crisi ha esacerbato il «reach for yield»

La relativa outperformance delle azioni sulle obbligazioni non solo è una caratteristica del mondo «pre-crisi» (02/1995–08/2008), ma è altresì visibile nel nostro campione «post-crisi» (09/2008–09/2015). Non solo, le azioni tendevano a sovraperformare in modo ancor più significativo nel periodo più recente. Una possibile interpretazione è che, in media, le misure politiche non convenzionali in essere in quel periodo abbiano smorzato sia i tassi che la volatilità. Allo stesso tempo, il conseguente comportamento «reach for yield» significa che gli investitori hanno attribuito un valore superiore agli asset che consentono loro di ottenere un'esposizione a un premio sulla crescita. Pertanto la sensibilità di tali attivi

ai tassi è mediamente aumentata. I nostri risultati mostrano che ciò è stato particolarmente evidente nell'ambito azionario, petrolifero, dei fondi di investimento immobiliari (REIT) e in misura leggermente inferiore nell'ambito del credito di categoria inferiore (high yield, o «HY»). Inoltre ciò contribuisce a spiegare perché il rendimento totale dell'HY sia legato più positivamente ai rialzi dei tassi nei periodi post-crisi, dal momento che il premio sulla crescita (riflesso in spread più rigidi) ha compensato abbondantemente l'impatto negativo della duration. Mentre i rendimenti del credito investment grade (IG) sono marginalmente positivi dopo un aumento dei tassi nel campione post-crisi, il risultato non è statisticamente robusto e un rialzo dei tassi sarebbe piuttosto negativo per i rendimenti nelle nostre stime pre-crisi e dell'intero campione. Ciò suggerisce che la compensazione degli spread potrebbe non essere sufficiente a controbilanciare l'impatto negativo della duration in questo caso. Appare interessante notare come i rendimenti totali HY risultino meno influenzati da un rialzo dei tassi nei campioni pre-crisi rispetto all'IG.

Sul fronte valutario l'indice USD DXY (che riflette la performance dell'USD rispetto alle principali valute dei paesi sviluppati) ha prevedibilmente reagito in modo positivo al rialzo dei tassi a 2 anni, sebbene la sensibilità sia tendenzialmente diminuita in maniera lieve dopo la crisi. Le valute dei mercati emergenti (ME) in generale hanno reagito in modo leggermente positivo a un rialzo del tasso a 2 anni, mentre le obbligazioni dei ME evidenziano schemi meno uniformi. Prove precedenti suggeriscono che il dollaro USA potrebbe registrare un temporaneo consolidamento sulla scia del primo rialzo dei tassi. Tuttavia se la crescita USA rimarrà in prima linea, come ci aspettiamo, giustificando ulteriori rialzi dei tassi, riteniamo che la divergenza tra le politiche resterà un driver primario per un'ulteriore forza del dollaro. Infine, l'impatto della duration di un quadro di tassi al rialzo giustifica ancora un approccio cauto verso i titoli di stato in generale.

## Quali sono le implicazioni di tassi a lungo termine più elevati?

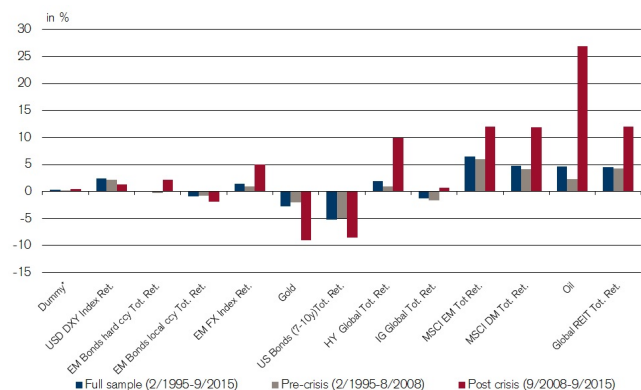
Con i mercati che finiscono per spostare l'attenzione dal «rialzo della Fed» al futuro percorso dei tassi e al tasso terminale, riteniamo che analizzare la sensibilità del rendimento delle classi di attivi ai tassi USA a 10 anni possa aiutarci a comprendere meglio le analisi effettuate in precedenza. Dai nostri risultati emerge che un rialzo di 100 pb nei tassi USA a 10 anni implicherebbe risultati analoghi a quelli ottenuti in uno scenario a 2 anni in termini di performance relativa della classe di attivi. Tuttavia, le obbligazioni sovrane dei ME (in valuta sia locale che pregiata) subirebbero un impatto

to più negativo dai tassi USA a 10 anni e le valute dei ME non tenderebbero più a un'outperformance. Non solo, l'HY beneficerebbe ancora di un rialzo dei tassi a 10 anni, in particolare nel campione post-crisi. Tuttavia nel caso delle azioni (e in presenza di una performance ancora ampiamente positiva), non si verificherebbe più alcuna outperformance nel campione post-crisi. Ciò potrebbe suggerire che la sensibilità della classe di attivi al quadro di rendimento a più lungo termine è un po' più stabile rispetto al caso a 2 anni.

### Preferire azioni e credito alle obbligazioni

Le implicazioni della nostra analisi sono piuttosto chiare: si dovrebbero preferire le azioni alle obbligazioni e il credito ai titoli di stato in un contesto di tassi in crescita caratterizzato da un premio sulla crescita al rialzo. Le obbligazioni dei ME dovrebbero andare meglio di quelle dei mercati sviluppati, ma il credito HY dovrebbe registrare performance migliori anche rispetto alle obbligazioni dei ME. L'oro dovrebbe registrare performance deludenti a causa della sua correlazione negativa coi tassi, mentre il petrolio potrebbe trovare un supporto (premio positivo sulla crescita). L'USD dovrebbe trovare un sostegno rispetto ad altre monete dei paesi sviluppati. I cambi dei ME sono piuttosto neutrali nello scenario di rialzi dei tassi a 10 anni, anche se potrebbero in definitiva cominciare ad andare meglio con gli investitori che stimano una maggiore crescita dei ME in futuro.

### Sensibilità del rendimento mensile a un rialzo di 100 pb dei tassi USA a 2 anni



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse / IDC. Ultimo punto di rilevamento: 30/09/15. Le indicazioni sulle performance storiche e gli scenari sui mercati finanziari non sono indicatori affidabili della performance attuale o futura.

### Ringraziamenti

Vorremmo ringraziare Shailesh Jha e Utkarsh Goklani di Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited per il loro prezioso contributo a questa pubblicazione. (26.11.2015)

### Metodologia

Ci avvaliamo di un'analisi dell'equilibrio parziale ed effettuiamo una stima generalizzata dei minimi quadrati per valutare direttamente la sensibilità contemporanea del rendimento mensile per classi di attivi ai tassi di interesse USA. Normalizziamo i nostri risultati per interpretare che tipo di impatto possa avere un rialzo dei tassi di interesse di 100 pb sui rendimenti mensili delle classi di attivi. La nostra serie di dati comincia nel 1995 per gran parte delle classi di attivi. Per tener conto di possibili asimmetrie nell'impatto sui rendimenti delle classi di attivi, creiamo una cosiddetta variabile di comodo distinguendo tra un quadro di tassi di interesse in calo (valore =1) e un quadro di tassi in salita (0). Infine, considerato che la Grande crisi finanziaria è stata accompagnata da una reazione politica non convenzionale, vogliamo valutare se tale periodo comprenda diverse dinamiche in termini di sensibilità delle classi di attivi ai tassi. Per affrontare la questione creiamo dei sotto-campioni di periodi chiamati «pre-crisi» (1995/02–2008/09) e «post-crisi» (2008/09–2015/09).

## Mercati finanziari

# È la politica monetaria e non la geopolitica a guidare i mercati attualmente

- L'impennata del rischio dopo l'abbattimento di un caccia russo da parte dell'Aeronautica Militare turca in Siria si è dimostrata transitoria.
- L'attenzione del mercato sta tornando sul probabile rialzo della Fed a dicembre. Restiamo neutrali sulle azioni e negativi sul reddito fisso.

**Tobias Merath**

Head of Cross Asset and AI analysis  
tobias.merath@credit-suisse.com, +41 44 333 13 62

**Gérald Moser**

Head of Equity Analysis  
gerald.moser@credit-suisse.com, +41 44 332 79 49

**Jessie Gisiger**

Fixed Income Analysis  
jessie.gisiger@credit-suisse.com, +41 44 333 06 39

**Stefan Graber**

Head Commodity & Alternative Investment Strategy  
stefan.graber@credit-suisse.com, +41 44 334 56 39

**Marcus Hettinger**

Foreign Exchange Analysis  
marcus.hettinger@credit-suisse.com, +41 44 333 13 63

## Le azioni dovrebbero essere guidate dalle iniziative delle banche centrali

All'inizio di questa settimana, gli eventi di rischio geopolitico si sono imposti, con le tensioni militari tra Russia e Turchia che hanno pesato sulle azioni globali. Ciò ha portato a un'outperformance del settore energetico a causa di una temporanea impennata dei prezzi del petrolio. I settori ciclici si sono indeboliti ma, fatto interessante, i «bond proxy» come telecomunicazioni e utility sono stati i worst performer. Tuttavia, con il tentativo dell'Organizzazione del Trattato Nord Atlantico (NATO) e della Russia di stemperare la situazione, i movimenti sui mercati azionari sono destinati nuovamente a essere guidati dalle azioni delle banche centrali e dai dati macroeconomici. Nel contesto di un'accresciuta volatilità, le azioni dell'UEM hanno sovraperformato questa settimana (quella che termina il 27 novembre) con la riunione di dicembre della Banca Centrale Europea (BCE) dietro l'angolo e gli indicatori anticipatori come gli indici dei direttori agli acquisti e l'indice tedesco Ifo sul sentimento delle aziende che offrono un po' di sostegno.

Il nostro approccio complessivo sulle azioni globali resta neutrale con le crescenti aspettative degli operatori di mercato di un avvio del ciclo di rialzi da parte della Federal Reserve a dicembre. Nella nostra strategia azionaria regionale, continuiamo a preferire le azioni dell'Eurozona e svizzere, con la debolezza della valuta dettata dalla politica monetaria destinata a estendersi favorendo gli esportatori. Allo stesso tempo, i recenti dati segnalano un graduale miglioramento dell'economia dell'Eurozona. Nella nostra strategia settoriale continuiamo a reputare attraente i settori sanitario, IT e delle telecomunicazioni grazie a un miglioramento della visibilità

degli utili e a revisioni relativamente favorevoli. Non solo, una robusta attività di fusione e acquisizione nel settore sanitario corrobora la nostra convinzione su tale settore.

## Reddito fisso: il front end della curva dei rendimenti dei titoli di stato USA dovrebbe continuare a salire; aumentano i costi di finanziamento degli asset rischiosi

Nel reddito fisso, con i rendimenti dei titoli di stato a 2 anni verso lo 0,95%, ci aspettiamo che l'intero front end della curva USA continui a mostrare rendimenti al rialzo. A nostro parere i tassi forward difficilmente convergeranno rapidamente verso le proiezioni della Fed («dot») senza un aperto chiarimento sul pattern dei rialzi della Fed, ma è più probabile che sfocino in un graduale aggiustamento delle previsioni di rialzo e in un alleggerimento delle posizioni lunghe. Pertanto ci aspettiamo che il front end della curva di rendimento dei titoli di stato USA prepari la strada a un rialzo dei rendimenti man mano che la Fed procederà con il suo ciclo di rialzi e i differenziali dei tassi rispetto ad altri mercati sono destinati ad allargarsi ulteriormente per le scadenze a 2 anni. Anche le scadenze più lunghe dovrebbero risultarne interessate e l'intera curva dei rendimenti è prevista al rialzo in concomitanza col ciclo di inasprimenti della Fed. Inizialmente ciò potrebbe addirittura tradursi in un movimento parallelo o addirittura sfociare in un irripidimento della curva in corrispondenza i dove si trovano attualmente i rendimenti del tratto lungo ma, a più lungo termine, un ciclo di rialzi della Fed si tradurrà con buona probabilità in una curva dei rendimenti USA più piatta.

Con il credito ancora in underperformance sulle azioni, ci aspettiamo che gli spread di credito restino instabili e pertanto continuiamo a promuovere una strategia di risalita della curva di rating e ci aspettiamo un'outperformance dei titoli investment grade e high yield di rendimento più alto (almeno BB o superiore). Ancora più importante, con gli USA in una fase avanzata del ciclo, chi investe nel credito dovrebbe adottare un approccio selettivo e analizzare minuziosamente le esigenze di finanziamento di ogni azienda, con la disponibilità di credito che si fa più limitata e i costi di finanziamento, illustrati in parte dal rialzo dei rendimenti dei titoli di stato USA a 2 anni, che aumentano verso il 2016.

## Materie prime: OPEC e COP21 al centro dell'attenzione la prossima settimana

I mercati del petrolio continuano a dibattersi nel range di USD 40 al barile con le scorte globali di greggio che vanno accumulandosi. In altre parole, nonostante una domanda relativamente solida, la produzione deve ancora rallentare abbastanza da invertire le dinamiche del surplus. Mentre sono emersi segni di questo processo, in particolare negli USA, altri produttori che non sono membri dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) hanno silenziosamente potenziato la produzione (con i vecchi investimenti che danno frutto). Di conseguenza gli esportatori OPEC e non-OPEC si stanno ferocemente contendendo quote di mercato (offrendo sconti, dilazioni di credito, etc.), con l'Asia come unica regione in cui la domanda di importazioni continua a crescere, seppur non abbastanza rapidamente da assorbire un'ulteriore produzione. Ad attestare l'acerrima concorrenza, l'OPEC sta producendo oltre ~32 milioni di barili al giorno (mb/d) negli ultimi mesi, ben al di sopra della quota ufficiale di 30 mb/d e ben al di sopra della domanda stimata di greggio dell'OPEC («call-on-OPEC») mediamente di ~30,5 mb/d nel T315 e ~31,1 mb/d nel T4 2015.

Su queste premesse, l'OPEC si riunirà la prossima settimana, il 4 dicembre, per l'assemblea ufficiale semestrale del gruppo a Vienna per discutere delle strategie di produzione e marketing. Riteniamo che difficilmente l'OPEC raggiungerà un accordo per ridimensionare la produzione in ragione di una mancanza di scelte sensate. La produzione non-OPEC deve rallentare in maniera più significativa perché l'OPEC non rischi una rapida riaccelerazione della spesa e della produzione se dovesse annunciare tagli unilaterali. I recenti commenti dell'Arabia Saudita sulla disponibilità a collaborare con altri operatori di mercato non dovrebbero essere sopravvalutati avendo già dei precedenti e le osservazioni inoltre si riferiscono a produttori non-OPEC – il che ne riduce abbondantemente le probabilità di coordinamento. L'OPEC piuttosto si troverà ad affrontare la difficile situazione dell'Iran, che intende aumentare la produzione di ~0,5 mb/d in una prima fase, una volta che le sanzioni cadranno formalmente verso la fine di quest'anno o il principio del prossimo anno (con un successivo ulteriore aumento della produzione più avanti se sarà possibile attrarre sufficienti investimenti esteri). Tuttavia è difficile capire come i sauditi possano fare delle concessioni all'Iran alla luce dell'attuale clima geopolitico. Perciò, se mai, la battaglia per la quota di mercato in realtà non potrà che intensificarsi ulteriormente, lasciando i mercati globali del greggio in una situazione di eccesso di offerta ancora per diverso tempo. Il nostro scenario di base è quello di un ribilanciamento dei mercati del petrolio solo verso la fine del 2016.

La conferenza sul clima COP21 è in programma per la prossima settimana a Parigi e potrebbe avere un impatto di maggiore durata sui mercati dell'energia. Mentre vengono presi in considerazione i vari scenari, la domanda di petrolio globale potrebbe effettivamente stabilizzarsi o addirittura toccare un picco a metà secolo se

gli obiettivi climatici saranno raggiunti. Il carbone è destinato a perdere di più, mentre il gas – a parte le forme rinnovabili naturalmente – dovrebbe riuscire ad accaparrarsi parte della quota di mercato del carbone, dato che la domanda totale di energia è attesa ancora in crescita per i prossimi decenni.

## Valute: USD destinato a rimanere ben supportato verso dicembre

Nell'ultima settimana l'USD si è apprezzato di circa l'1% rispetto alle valute a basso rendimento quali EUR, CHF e SEK. Anche le valute dei mercati emergenti (ME) si sono indebolite nei confronti dell'USD con l'avvicinarsi di dicembre, quando la Fed dovrebbe dare inizio a un rialzo dei tassi di interesse. La divergenza tra le politiche monetarie resta un driver importante dell'USD, a nostro parere. In quel contesto, ci aspettiamo che i cross di USD ed EUR siano guidati a breve termine da ulteriori misure di allentamento della BCE (previste per la riunione della prossima settimana), oltre che dalla pubblicazione dell'ultimo report sul mercato del lavoro statunitense.

Manteniamo le nostre previsioni positive per USD nei confronti di EUR e CHF, sulla scia di una divergenza delle politiche monetarie che dovrebbe riflettersi in un ulteriore movimento degli spread dei tassi a favore dell'USD. Non solo, nell'Eurozona si registrano ancora deflussi di capitali che contribuiscono a riciclare il surplus delle partite correnti e indeboliscono l'EUR. Alla luce dell'allargamento del differenziale dei tassi tra USD e CHF, oltre che di un possibile ulteriore allentamento della Banca Nazionale Svizzera a dicembre, ci aspettiamo ancora una tendenza al rialzo per USD/CHF. Pertanto ci avvarremo ancora di episodi di debolezza dell'USD per incrementare le posizioni lunghe in USD. Oltre alle importanti riunioni politiche di dicembre, non ci sorprenderebbe assistere a un certo consolidamento dell'USD più avanti nel mese, uno schema osservato anche in passato dopo l'avvio dei principali cicli di inasprimento da parte della Fed.

Nonostante le politiche di sostegno alla crescita della Cina e le valutazioni attraenti, gran parte delle valute dei ME restano a rischio a causa di deboli fondamentali economici. I mercati valutari stanno ancora scontando un miglioramento più rapido della crescita economica dei ME rispetto a quanto appaia realistico. Non solo, visto che la Fed, verosimilmente, normalizzerà la propria politica, il vantaggio sul piano dei tassi delle valute dei ME dovrebbe mostrare una tendenza al ribasso. Pertanto ci aspettiamo un ulteriore indebolimento delle valute dei ME nei prossimi mesi.

## Ringraziamenti

Vorremmo ringraziare Anubhav Sahu di Credit Suisse Business Analytics (India) Pvt. Ltd. per il suo contributo a questo articolo.  
(26.11.2015)

## Riepilogo mercato finanziario

	Valute*			Mercati monetari e obbligazionari**				Azioni***
	USD	EUR	CHF	Overnight	3M	Swap a 2 anni	Swap a 10 anni	Indice
USD		0.9432	1.0239	0.12%	0.41%	0,97%	2,08%	2089
Cambiamento a 1 settimana		0,4%	0.5%	0.00	0.04	0.02	-0.04	0,3%
Cambiamento a 1 mese		4.2%	4.3%	0.00	0.08	0.23	0.11	0.9%
EUR	1.0602		1,0855	-0.13%	-0.11%	-0.12%	0.83%	3462
Cambiamento a 1 settimana	-0,4%		0.0%	-0.01	-0.02	-0.03	-0.04	0.9%
Cambiamento a 1 mese	-4,0%		0.1%	0.01	-0.04	-0.09	-0.05	1.4%

	USD	EUR	CHF	Overnight	3M	Swap a 2 anni	Swap a 10 anni	Indice
CHF	0.9767	0,9213		-0.53%	-0.81%	-0.94%	0.03%	8934
Cambiamento a 1 settimana	-0.5%	0.0%		0.00	-0.01	-0.03	-0.01	-0.6%
Cambiamento a 1 mese	-4.1%	-0,1%		0.01	-0.08	-0.13	-0.07	0,3%
GBP	1.5071	1.4216	1.5430	0.47%	0.57%	0,96%	1.85%	6338
Cambiamento a 1 settimana	-0.9%	-0.5%	-0.5%	0.00	0.00	-0.04	-0.04	0.9%
Cambiamento a 1 mese	-1.9%	2.3%	2.3%	0.00	-0.01	0.03	0.01	-1.2%
JPY	0.8138	0.7676	0.8332	0.08%	0.07%	0,10%	0.45%	1595
Cambiamento a 1 settimana	0.6%	1.0%	1.0%	-0.01	0.00	0.00	-0.01	0.5%
Cambiamento a 1 mese	-1,6%	2.5%	2.6%	0.00	0.00	0.00	-0.04	2.3%
CNY	0.1565	0.1476	0.1602	1.79%	3.05%	1.35%	1.65%	10128
Cambiamento a 1 settimana	-0,1%	0,4%	0,4%	0.00	0.01	0.00	0.00	0.7%
Cambiamento a 1 mese	-0,6%	3,6%	3,7%	-0.06	-0.03	-0.05	0.00	-5,8%

\*Tutti i tassi a pronti sono al 25.11.2015. Tutti i tassi di cambio vengono mostrati come unità in valuta estera (colonne) per valuta base (righe) e una variazione positiva indica pertanto un aumento di valore della valuta base. I tassi di cambio in JPY sono unità di valuta estera per 100 yen giapponesi.

\*\* Per tassi overnight, intendiamo i seguenti: USD - Federal Funds Effective Rate US, EUR - Euro OverNight Index Average (EONIA), CHF - Fixing Rate on CHF Tomnext Offered Indexed Swaps, JPY - Bank Of Japan unsecured overnight call rate, GBP - SONIA O/N deposit rate swap, CNY - Shanghai Interbank Offered Rate.

\*\*\*Per indici azionari intendiamo i seguenti: USD - S&P 500, EUR - EuroStoxx 50, CHF - Swiss Market Index, JPY - Topix, GBP - FTSE 100, CNY - HSCEI

I cambiamenti sono cambiamenti in % per le valute e i mercati azionari e differenze assolute per gli altri.

Fonte: Bloomberg, Datastream

## Macroeconomia

# BCE verso un ulteriore allentamento la prossima settimana

- Ci aspettiamo che la BCE annunci ulteriori misure di allentamento il 3 dicembre, soprattutto a causa dei continui rischi di ribasso delle prospettive di inflazione e crescita nell'Eurozona.
- Il report di novembre sul mercato del lavoro USA dovrebbe mostrare una continua forza del mercato del lavoro.
- Le banche centrali di Canada, Australia e India probabilmente resteranno ferme.

**Esteban Lanter**

Global Macro Research  
esteban.lanter@credit-suisse.com, +41 44 332 03 50

**La BCE prepara una nuova serie di misure di allentamento**

In una settimana densa di dati importanti e riunioni di istituti centrali, l'evento più rilevante sarà la riunione della Banca Centrale Europea (BCE) del 3 dicembre. Alla luce della retorica da colomba delle ultime settimane, ci aspettiamo che la BCE annunci un ulteriore consistente pacchetto di misure di allentamento, compresa l'estensione dell'attuale programma di acquisto di asset (di almeno sei mesi), un aumento nel ritmo degli acquisti di asset mensili (di circa EUR 10 mia.) e un taglio del tasso di deposito (almeno a -0,3%).

Tuttavia dubitiamo che le sole proiezioni aggiornate dello staff dell'istituto siano sufficienti ad avallare la tesi di un ulteriore allentamento. I dati pubblicati nelle ultime settimane hanno a malapena scalfito le previsioni di un lieve miglioramento della crescita del PIL nell'Eurozona il prossimo anno rispetto al 2015. Ci aspettiamo che la BCE condivida questo scenario lasciando ampiamente invariate le sue proiezioni di crescita. Al contrario riteniamo che la BCE sottolineerà in maniera particolare il rischio di un ulteriore calo delle aspettative sull'inflazione o di un loro disancoraggio per giustificare nuove misure di allentamento. Inoltre metterà altresì in evidenza i rischi al ribasso derivanti da un possibile rallentamento della crescita nei mercati emergenti.

In relazione alle prospettive sull'inflazione, i cambiamenti nelle ipotesi tecniche (prezzo medio del petrolio nel 2016, tasso di cambio EUR/USD) determineranno probabilmente una revisione al ribasso delle previsioni sull'inflazione 2016 di 0,2-0,3 punti percentuali (dall'1,1% YoY). I rischi per le previsioni sull'inflazione 2017 tendono a essere marginalmente al rialzo, dato il potenziale di una maggiore inflazione dei prezzi dell'energia su base annua e un tasso di cambio EUR leggermente più debole di quanto ipotizzato in precedenza (entrambi si basano sui prezzi forward/futures delle due settimane terminate il 13 novembre 2015).

**Attesi dati solidi sull'occupazione negli USA**

I principali dati USA in uscita la prossima settimana riguardano il report di novembre sul mercato del lavoro atteso per venerdì 4 dicembre. Dopo una certa flessione dei dati sui payroll nel T3, attribuibile a un maggiore irrigidimento sul mercato del lavoro, l'occupazione totale a livello di payroll non agricoli è aumentata il mese scorso di 271.000 unità. Può essersi trattato di un'impennata spo-

radica e un dato più basso la prossima settimana sarebbe ancora in linea con un risultato complessivamente solido per il mercato del lavoro (il consensus del mercato si aspetta un guadagno di 200.000 unità per i payroll). L'indice manifatturiero ISM di novembre è atteso per martedì 1 dicembre. La stima flash dell'indice di novembre dei direttori agli acquisti (PMI) ha indicato una perdita di dinamica nel sentiment manifatturiero, che si trova ad affrontare elementi avversi come un dollaro forte e una fragile domanda internazionale. Pertanto non sorprenderebbe se l'indice manifatturiero ISM rimanesse a livelli relativamente attenuati.

**Canada e Australia: rimbalzo del PIL del T3 e banche centrali ferme nelle loro posizioni**

I paesi esportatori di commodity Australia e Canada hanno in programma la riunione delle rispettive banche centrali la prossima settimana e dovrebbero rendere noti i risultati del PIL del terzo trimestre. In Australia, i dati sulla spesa di capitale nel T3 hanno sorpreso significativamente al ribasso ma ci aspettiamo che vengano compensati da un solido ritmo di crescita dei consumi e da un contributo fortemente positivo dalle esportazioni nette. I dati del PIL attesi per mercoledì dunque dovrebbero mostrare una riaccelerazione da una crescita attenuata dello 0,2% su base trimestrale nel T2. Con riguardo alla riunione della Reserve Bank of Australia (RBA), i recenti discorsi dei membri del consiglio hanno chiaramente segnalato la loro soddisfazione in merito al livello attuale dei tassi, non ci aspettiamo dunque alcun cambiamento il prossimo martedì.

In Canada, i dati mensili sul PIL suggeriscono un significativo rimbalzo dell'economia nel T3 (dato del PIL trimestrale atteso per martedì), dopo una recessione nel 1° semestre. Tuttavia, il ritmo di crescita è un po' rallentato negli ultimi tre mesi, sulla scia di una spesa in calo nel settore delle costruzioni. Ciononostante, l'economia canadese con buona probabilità rimarrà su un moderato percorso di ripresa nel prossimo futuro e ci aspettiamo dunque che la Bank of Canada non prenda iniziative il prossimo mercoledì, con la possibilità che assuma un tono un po' più accomodante nella dichiarazione alla luce di un rinnovato calo del prezzo del petrolio.

**Destinati a confermarsi molto deboli i dati sul PIL brasiliano**

La recessione del Brasile con grande probabilità si è aggravata nel terzo trimestre di quest'anno, con dati mensili come le vendite al dettaglio e la produzione industriale che hanno registrato un ulteriore deterioramento. Pertanto ci aspettiamo che il dato sul PIL (atte-

so lunedì 1 dicembre) indichi una contrazione analoga al T2. La domanda interna è rimasta probabilmente il principale elemento frenante, mentre le esportazioni nette dovrebbero aver fornito un contributo più positivo sulla base della debolezza delle importazioni. Guardando avanti, ci aspettiamo che la contrazione dei consumi nazionali mantenga l'economia in una situazione di recessione fino a metà 2016, con un indebolimento del mercato del lavoro e un'inflazione elevata che continuano a pesare sulla domanda interna.

**La banca centrale dell'India destinata a rimanere inerte**

La Reserve Bank of India (RBI) terrà la prossima riunione martedì 1 dicembre. In seguito a un taglio dei tassi di 50 pb a settembre, non ci aspettiamo altre ulteriori mosse alla prossima riunione. Mentre il nostro scenario di base fino al 1° semestre 2016 è ancora quello di un'assenza di ulteriori tagli, i rischi potrebbero spostarsi verso un maggiore allentamento nel caso di un ulteriore deterioramento dei prezzi delle commodity. Sempre martedì sono attesi i PMI di Cina, Corea, Taiwan e India. (26.11.2015)



# Glossario

## Avvertimenti sui rischi

Rischio di mercato	I mercati finanziari registrano ribassi e flessioni in base alle condizioni economiche, alle pressioni inflazionistiche, alle notizie in tutto il mondo e ai rapporti specifici ai diversi settori. Mentre i trend possono essere individuati nel corso del tempo, può essere difficile prevedere la direzione del mercato e dei singoli titoli. Questa variabilità genera, per gli investimenti azionari, il rischio di una perdita di valore.
Rischi obbligazionari	Gli investitori sono esposti alle fluttuazioni di tassi d'interesse, valute, liquidità, mercati creditizi ed emittenti, e ciò potrebbe incidere sul prezzo delle obbligazioni.
Mercati emergenti	I mercati emergenti si trovano in paesi che presentano una o più delle seguenti caratteristiche: un certo grado di instabilità politica, mercati finanziari e modelli di crescita economica relativamente imprevedibili, un mercato finanziario che è ancora in fase di sviluppo o un'economia debole. Gli investimenti nei mercati emergenti comportano di norma, per gli azionisti e i creditori, maggiori rischi di tipo politico, economico, creditizio, valutario, associati alla liquidità sui mercati, legali, di regolamento e di mercato.
Hedge funds	Indipendentemente dalla struttura, gli hedge fund non si limitano a una particolare disciplina d'investimento o strategia di negoziazione, e cercano di guadagnare in tutti i tipi di mercato ricorrendo a leverage, strumenti derivati e strategie d'investimento speculative, che potrebbero accrescere il rischio di perdita correlata agli investimenti.
Investimenti in commodity	Le operazioni in commodity presentano un elevato grado di rischio e potrebbero non essere adatte a molti investitori privati. L'ammontare della perdita per via dei movimenti di mercato può essere sostanziale o risultare persino in una perdita totale.
Settore immobiliare	Gli investitori nel settore immobiliare sono esposti a rischi correlati a liquidità e valute, e ad altri tipi di rischi, tra cui il rischio ciclico, quello associato ai mercati delle locazioni e locali, oltre che il rischio ambientale, e a variazioni della situazione giuridica.
Rischi valutari	Gli investimenti in valute estere comportano l'ulteriore rischio che la valuta straniera possa perdere di valore rispetto alla valuta di riferimento dell'investitore.

## Spiegazione degli indici usati con frequenza nei rapporti

Indice	Commento
MSCI World	L'MSCI World è un indice dei mercati azionari globali sviluppato e calcolato da Morgan Stanley Capital International. I calcoli si basano sui prezzi di chiusura a dividendi reinvestiti.
MSCI EMU	Nell'indice MSCI EMU (European Economic and Monetary Union) rientrano aziende a grande e media capitalizzazione in 10 paesi di mercati sviluppati dell'UME. Grazie a 237 componenti, l'indice copre approssimativamente l'85% della capitalizzazione di mercato adeguata al flottante dell'UME.
US S&P 500	Lo Standard and Poor's 500 è un indice azionario ponderato in base alle capitalizzazioni che rappresenta tutti i principali settori negli USA e rileva la performance dell'economia domestica attraverso le variazioni del valore di mercato aggregato.
Eurostoxx 50	Lo Eurostoxx 50 è un indice azionario ponderato in base alle capitalizzazioni di mercato che comprende le 50 principali società blue-chip in Eurolandia.
FTSE 100 UK	L'FTSE 100 è un indice azionario ponderato in base alle capitalizzazioni di mercato che rappresenta 100 tra le società a maggiore capitalizzazione quotate alla London Stock Exchange. Le azioni presentano una ponderazione di investibilità nel calcolo dell'indice.
Topix Giappone	Il TOPIX, noto anche come Tokyo Stock Price Index, replica tutte le grandi imprese giapponesi quotate alla «prima sezione» della borsa. Il calcolo dell'indice non tiene conto di emissioni provvisorie e azioni privilegiate.
S&P/ASX 200 Australia	Lo S&P/ASX 200 è un indice azionario australiano, ponderato in base alle capitalizzazioni di mercato e corretto per il flottante, calcolato da Standard and Poor's.
S&P/TSX comp Canada	L'indice composito S&P/TSX è l'equivalente canadese dell'indice S&P 500 per gli USA. L'indice comprende i maggiori titoli quotati alla Toronto Stock Exchange.
SMI Svizzera	Lo Swiss Market Index è composto da 20 delle principali società quotate dell'universo dello Swiss Performance Index. Rappresenta l'85% della capitalizzazione del flottante del mercato azionario svizzero. Essendo un indice dei prezzi, lo SMI non è corretto per i dividendi.
MSCI mercati emergenti	L'MSCI mercati emergenti è un indice ponderato per il flottante finalizzato a misurare la performance dei mercati azionari sui mercati emergenti globali. L'indice è sviluppato e calcolato da Morgan Stanley Capital International.
BC IG Corporate EUR	L'indice Euro Corporate replica il mercato delle obbligazioni corporate espresse in euro, investment grade e a tasso fisso. L'indice comprende emissioni che rispondono a requisiti specifici in tema di scadenza, liquidità e qualità. L'indice è calcolato da Barclays.
BC IG Corporate USD	L'indice US Corporate replica il mercato delle obbligazioni corporate espresse in USD, investment grade e a tasso fisso. L'indice comprende emissioni USA e non USA che rispondono a requisiti specifici in tema di scadenza, liquidità e qualità. L'indice è calcolato da Barclays.
BC IG Financials USD	L'indice IG Financials replica il mercato delle obbligazioni finanziarie espresse in USD, investment grade e a tasso fisso. L'indice comprende emissioni USA e non USA che rispondono a requisiti specifici in tema di scadenza, liquidità e qualità. L'indice è calcolato da Barclays.
CS LSI ex govt CHF	Il Liquid Swiss Index ex govt CHF è un indice obbligazionario ponderato in base alle capitalizzazioni di mercato rappresentativo della componente più liquida e negoziabile del mercato obbligazionario svizzero, con l'esclusione delle obbligazioni della Confederazione. L'indice è calcolato dal Credit Suisse.
BC High Yield Corp USD	L'US Corporate High Yield Index misura le obbligazioni corporate non investment grade, a tasso fisso e tassabili espresse in USD. L'indice è calcolato da Barclays.
BC High Yield Pan EUR	Il Pan European High Yield Index misura il mercato delle obbligazioni corporate non investment grade, a tasso fisso e denominate in euro, sterline, corone norvegesi, corone svedesi e franchi svizzeri. L'indice è calcolato da Barclays.
JPM EM hard curr. USD	L'Emerging Market Bond Index Plus replica il rendimento complessivo delle obbligazioni sovrane emesse in valute forti dai paesi emergenti più liquidi. L'indice comprende i Brady bond espressi in USD (obbligazioni in dollari emesse da paesi dell'America Latina), prestiti ed Eurobond.

JPM EM local curr. hedg. USD	Il JPMorgan Government Bond Index replica le obbligazioni emesse in valute locali dai governi di paesi emergenti nei mercati più accessibili per gli investitori internazionali.
CS Hedge Fund Index	Il Credit Suisse Hedge Fund Index è calcolato da Credit Suisse Hedge Index LLC. Si tratta di un indice degli hedge fund ponderato per gli attivi e comprende solamente fondi, e non conti distinti. L'indice riflette la performance al netto di tutte le spese e commissioni di performance per la componente degli hedge fund.
DXY	Una misura del valore del dollaro USA rispetto alla maggioranza dei suoi principali partner commerciali. L'indice US Dollar è simile ad altri indici ponderati su base commerciale, che analogamente utilizzano i tassi di cambio delle stesse valute principali.
MSCI AC World	Il World Index comprende large e mid cap di 23 mercati sviluppati e 23 mercati dei paesi emergenti. Grazie a circa 2480 componenti, l'indice copre all'incirca l'85% delle opportunità azionari investibili a livello globale.
MSCI AC Asia/Pacific	L'MSCI All Country Asia Pacific Index rappresenta large e mid cap di 5 paesi dei mercati sviluppati e 8 paesi dei mercati emergenti nella regione Asia Pacifico. Con 1'000 componenti, l'indice fornisce una copertura approssimativamente all'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante in ogni paese.
MSCI Europe	L'MSCI Europe Index rappresenta large e mid cap in 15 paesi dei mercati sviluppati in Europa. Con 422 componenti, l'indice fornisce una copertura approssimativamente all'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante nell'ambito dell'universo azionario dei mercati sviluppati europei.
DAX	Il German Stock Index rappresenta 30 delle società tedesche più grandi e liquide negoziate presso la borsa di Francoforte.
FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series	La FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series è ideata per rappresentare trend generali nelle azioni qualificate del settore immobiliare in tutto il mondo.
Hedge Fund Barometer	L'Hedge Fund Barometer è uno strumento di proprietà di Credit Suisse per l'attribuzione di un punteggio. Esso misura le condizioni di mercato per le strategie in hedge fund. Comprende quattro componenti: liquidità, volatilità, rischi sistemici e ciclo economico.

### Abbreviazioni utilizzate con frequenza nei rapporti

Abb.	Descrizione	Abb.	Descrizione
3/6/12 MMA	Media mobile a 3/6/12 mesi	IMF	Fondo Monetario Internazionale
AI	Investimenti alternativi	LatAm	America Latina
APAC	Asia Pacifico	Libor	London interbank offered rate
bbl	barile	m b/d	Milioni di barili al giorno
BI	Bank Indonesia	M1	Un parametro della massa monetaria, comprendente tutto il denaro fisico, come monete e valuta, oltre che i depositi a vista, i conti correnti e i conti per gli ordini negoziabili di prelievo.
BoC	Bank of Canada	M2	Un parametro della massa monetaria, comprendente liquidità e depositi in conto corrente (M1), oltre che depositi di risparmio, fondi comuni sul mercato monetario e altri depositi a termine.
BoE	Bank of England	M3	Un parametro della massa monetaria, comprendente la massa M2 oltre che i depositi a termine, i fondi istituzionali del mercato monetario, i contratti di riacquisto nel breve termine e altri asset liquidi più grandi.
BoJ	Bank of Japan	M&A	Fusioni e acquisizioni
pb	Punti base	MAS	Autorità monetaria di Singapore
BRIC	Brasile, Russia, Cina, India	MLP	Società in accomandita per azioni
CAGR	Tasso di crescita annuale composto	MoM	Mese su mese
CBOE	Chicago Board Options Exchange	MPC	Monetary Policy Committee
CFO	Cassa dalle operazioni	OAS	Spread adeguato alle opzioni
CFROI	Cash flow return on investment	OECD	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
DCF	Discounted cash flow	OIS	Swap indicizzato overnight
DM	Mercato sviluppato	OPEC	Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio
DMs	Mercati sviluppati	P/B	Price-to-book value
EBITDA	Margine operativo lordo	P/E	Rapporto prezzo-utili
ECB	Banca centrale europea	PBoC	Banca Popolare Cinese
EEMEA	Europa dell'Est, Medio Oriente e Africa	PEG	Rapporto P/E diviso per la crescita dell'EPS
EM	Mercato emergente	PMI	Purchasing Managers' Index
EMEA	Europa, Medio Oriente e Africa	PPP	Parità del potere d'acquisto
EMs	Mercati emergenti	QE	Quantitative easing
EMU	Unione monetaria europea	QoQ	Trimestre su trimestre
EPS	Utili per azione	lato dx.	lato destro (per i grafici)
ETF	Exchange traded funds	RBA	Reserve Bank of Australia
EV	Enterprise value	RBI	Reserve Bank of India
FCF	Flusso di cassa disponibile	RBNZ	Reserve Bank of New Zealand
Fed	Fed USA	REIT	Real estate investment trust
FFO	Cassa generata nell'esercizio	ROE	Rendimento del capitale netto
FOMC	Federal Open Market Committee	ROIC	Rendimento del capitale investito
FX	Borsa	RRR	Coefficiente di riserva obbligatoria
G10	Gruppo dei Dieci	SAA	Asset allocation strategica
G3	Gruppo dei Tre	SDR	Dritti Speciali di Prelievo (DSP, Special Drawing Rights)
GDP	Prodotto interno lordo	SNB	Banca nazionale svizzera
GPIF	Government Pension Investment Fund	TAA	Asset allocation tattica
HC	Valuta forte	TWI	Indice ponderato su base commerciale
HY	High yield	VIX	Indice della volatilità
IBD	Debito fruttifero d'interesse	WTI	West Texas Intermediate

IC	Credit Suisse Investment Committee	a/s	anno su anno
IG	Investment grade	YTD	Da inizio anno
ILB	Obbligazione indicizzata all'inflazione	Spese al consumo personali (deflatore PCE)	Un indicatore dell'incremento medio dei prezzi per tutti i consumi personali interni.

### Codici per le valute usati di frequente nei rapporti

Codice	Valuta	Codice	Valuta
ARS	Peso argentino	KRW	Won sudcoreano
AUD	Dollaro australiano	MXN	Peso messicano
BRL	Real brasiliano	MYR	Ringgit malese
CAD	Dollaro canadese	NOK	Corona norvegese
CHF	Franco svizzero	NZD	Dollaro neozelandese
CLP	Peso cileno	PEN	Nuevo sol peruviano
CNY	Yuan cinese	PHP	Peso delle Filippine
COP	Peso colombiano	PLN	Zloty polacco
CZK	Corona ceca	RUB	Rublo russo
EUR	Euro	SEK	Corona/kronor svedese
GBP	Sterlina	SGD	Dollaro di Singapore
HKD	Dollaro di Hong Kong	THB	Baht thailandese
HUF	Fiorino ungherese	TRY	Lira turca
IDR	Rupia indonesiana	TWD	Nuovo dollaro di Taiwan
ILS	Nuovo shekel israeliano	USD	Dollaro statunitense
INR	Rupia indiana	ZAR	Rand sudafricano
JPY	Yen giapponese		

### Informazioni importanti sui derivati

Prezzi	I premi delle opzioni e i prezzi menzionati hanno solo carattere indicativo. I premi delle opzioni e i prezzi possono essere soggetti a variazioni molto rapide: i prezzi e i premi citati si riferiscono al momento indicato nel testo e potrebbero, nel frattempo, essere notevolmente cambiati.
Rischi	I derivati sono degli strumenti complessi e sono destinati alla vendita solo per gli investitori in grado di capire e assumersi tutti i rischi correlati. Gli investitori devono essere consapevoli del fatto che aggiungere delle posizioni in opzioni a un portafoglio esistente può determinare una modifica sostanziale delle caratteristiche e del comportamento del portafoglio in questione. La sensibilità di un portafoglio a determinati movimenti di mercato può risentire parecchio dell'effetto leverage delle opzioni.
Acquisto di opzioni call:	gli investitori che acquistano opzioni call rischiano di perdere il premio complessivo pagato se il titolo sottostante viene negoziato al di sotto del prezzo di esercizio alla scadenza.
Acquisto di opzioni put:	gli investitori che acquistano opzioni put rischiano di perdere il premio complessivo pagato se il titolo sottostante si attesta al di sopra del prezzo di esercizio alla scadenza.
Vendita di opzioni call:	gli investitori che vendono le opzioni call si impegnano a vendere il sottostante al prezzo di esercizio, anche se il prezzo di mercato del sottostante è nettamente più elevato. Gli investitori che vendono delle opzioni call coperte (detenendo il titolo sottostante e vendendo un'opzione call) rischiano di limitare il rispettivo potenziale al rialzo al prezzo di esercizio più il premio anticipato ricevuto e il titolo potrebbe essere oggetto di una vendita forzata se il prezzo del titolo supera il prezzo di esercizio dell'opzione call short. Inoltre, l'investitore partecipa completamente ai ribassi, e ciò viene controbilanciato solo parzialmente dal premio ricevuto anticipatamente. Se gli investitori sono costretti a vendere il sottostante, potrebbero essere soggetti a un'imposizione fiscale. Gli investitori che shortano le naked call (vale a dire che vendono call senza detenere il titolo sottostante) rischiano delle perdite illimitate corrispondenti al prezzo del titolo meno il prezzo di esercizio.
Vendita di opzioni put:	chi vende opzioni put s'impegna ad acquistare il titolo sottostante al prezzo di esercizio nel caso in cui il titolo scendesse al di sotto di tale prezzo. La perdita massima corrisponde al prezzo di esercizio complessivo, meno il premio ricevuto per la vendita dell'opzione put.
Acquisto di call spread:	gli investitori che acquistano call spread (comprando un'opzione call e vendendo un'opzione call con un prezzo di esercizio più elevato) rischiano la perdita del premio complessivo versato se il sottostante si attesta al di sotto del prezzo di esercizio più basso alla scadenza. Il guadagno massimo derivante dall'acquisto di call spread corrisponde alla differenza tra i prezzi di esercizio, meno il premio anticipato pagato.
Vendita di naked call spread	Vendita di call spread allo scoperto (vendita di un'opzione call e acquisto di un'ulteriore opzione out-of-the-money in assenza di posizioni nel titolo sottostante): gli investitori rischiano una perdita massima corrispondente alla differenza tra il prezzo d'esercizio dell'opzione call nel lungo termine e quello dell'opzione call nel breve termine, meno il premio anticipato se il titolo sottostante chiude al di sopra del prezzo di esercizio dell'opzione call long alla scadenza. Il guadagno massimo corrisponde al premio anticipato, se il titolo chiude al di sotto del prezzo di esercizio dell'opzione call short alla scadenza.

---

Acquisto di put spread:	anche gli investitori che comprano put spread (acquisto di un'opzione put e vendita di un'opzione put con un prezzo di esercizio più basso) devono fare i conti con una perdita massima correlata al premio anticipato pagato. Il guadagno massimo derivante dall'acquisto di put spread corrisponde alla differenza tra i prezzi di esercizio, meno il premio anticipato versato.
Acquisto di strangle	Acquisto di strangle (ossia di un'opzione put e di un'opzione call): la perdita massima corrisponde al premio complessivo versato per entrambe le opzioni, laddove il sottostante si attestasse tra il prezzo di esercizio dell'opzione put e quello dell'opzione call alla scadenza.
Vendita di strangle o straddle:	gli investitori long in un titolo e short in una strangle o straddle rischiano di limitare il proprio potenziale al rialzo nel titolo al prezzo di esercizio dell'opzione call venduta, più il premio anticipato ricevuto. Inoltre, laddove il titolo venisse scambiato al di sotto del prezzo di esercizio dell'opzione put short, gli investitori rischiano di perdere la differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo del titolo (meno il valore del premio ricevuto) sull'opzione put short e subiranno anche delle perdite nella posizione nel titolo laddove detenessero delle azioni. La perdita potenziale massima corrisponde al valore intero del prezzo di esercizio (meno il valore del premio ricevuto) più le perdite sulla posizione long nel titolo. Gli investitori short in strangle o straddle allo scoperto corrono il rischio di una perdita potenziale illimitata poiché, se il titolo viene negoziato al di sopra del prezzo di esercizio della call, gli investitori rischiano di perdere la differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo del titolo (meno il valore del premio ricevuto) sull'opzione call short. Inoltre, sono tenuti ad acquistare il titolo al prezzo di esercizio dell'opzione put (meno il premio anticipato ricevuto) se il titolo chiudesse al di sotto del prezzo di esercizio dell'opzione put alla scadenza.

---

## 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 riscontrassi 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 del CS. 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 del CS. I giudizi dei responsabili delle strategie d'investimento possono variare in qualsiasi momento senza preavviso e in assenza di un obbligo di aggiornamento. Il CS 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. Tali articoli sono reperibili al seguente link Internet:

<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

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

I riferimenti al CS 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 fornir

re informazioni e giudizi del CS 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 del CS e variare in qualsiasi momento senza preavviso e in assenza di un obbligo di aggiornamento. Il CS 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 del CS. **CONFLITTI:** Il CS si riserva il diritto di porre rimedio a qualsiasi errore eventualmente contenuto nel presente rapporto. Il CS, 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. Il CS può fornire, o aver fornito nel corso degli ultimi 12 mesi, una consulenza significativa o servizi d'investimento in relazione agli investimenti riportati nel presente rapporto o a un investimento correlato a qualsivoglia società o emittente menzionato. Alcuni investimenti cui si fa riferimento nel presente rapporto saranno offerti da una singola entità o da un'associata del CS oppure il CS potrebbe essere il solo market maker di tali investimenti. Il CS 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. Il CS 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 del CS, sono affidabili. Tuttavia, il CS non rilascia alcuna dichiarazione in merito alla loro accuratezza o completezza. Il CS 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 del CS, il CS 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 del CS) 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 del CS 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. **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. **Dubai:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG, Dubai Branch, debitamente autorizzata e regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority (DFSA). I relativi prodotti o servizi finanziari sono disponibili soltanto per clienti wholesale con attività liquide di oltre USD 1 milione, dotati di esperienze e competenze finanziarie sufficienti per partecipare alle attività dei mercati finanziari in una giurisdizione wholesale. Inoltre, per essere considerati tali, i clienti devono soddisfare i pertinenti criteri normativi. **Francia:** Il presente rapporto viene distribuito dal CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., SUCCURSALE EN FRANCE, autorizzato dall'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) quale società di fornitura di servizi d'investimento. Il CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., SUCCUR-

SALE EN FRANCE è soggetto alla supervisione e alla regolamentazione dell'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution e dell'Autorité des Marchés Financiers. **Germania:** Il presente rapporto è distribuito dal Credit Suisse (Deutschland) AG, soggetto all'autorizzazione e alla regolamentazione del Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Gibilterra:** Il presente rapporto è distribuito dal Credit Suisse (Gibraltar) Limited. Il Credit Suisse (Gibraltar) Limited è una persona giuridica indipendente, interamente controllata dal Credit Suisse e regolamentata dalla Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Channel Islands) Limited, una persona giuridica indipendente registrata a Guernsey con n. 15197 e sede legale in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. Il Credit Suisse (Channel Islands) Limited è interamente controllato dal 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 dal Credit Suisse Securities (India) Private Limited («Credit Suisse India», n. CIN U67120MH1996PTC104392), soggetto alla regolamentazione del Securities and Exchange Board of India (SEBI) con numeri di registrazione SEBI INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631, INP000002478, e indirizzo registrato presso 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, d.ssa Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, India, tel. +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:** Il presente rapporto viene fornito da Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un istituto finanziario soggetto alla regolamentazione della Banca centrale del Libano e alla supervisione, tra le altre, della Banking Control Commission e della Capital Markets Authority. CSLF è una filiale di Credit Suisse AG, Zurigo ed è registrata nell'elenco degli istituti finanziari emesso dalla Banca centrale del Libano al numero 42. **Lussemburgo:** Il presente rapporto è distribuito dal Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una banca lussemburghese autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Queste informazioni sono distribuite dal Credit Suisse Financial Services (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 dalla 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. **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. **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.

**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 del Credit Suisse. Copyright © 2015 di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.

15C005A\_IS

## Impressum

---

Orizzonte d'investimento: 3–6 mesi

---

Questa versione tradotta del Investment Weekly viene fornita per facilitare i nostri lettori. Non se ne garantisce l'accuratezza ed essa non è sottointesa. Il testo ufficiale è l'originale in lingua inglese.

---

### Editori

Michael Strobaek  
Global Chief Investment Officer  
+41 44 333 19 17  
michael.strobaek@credit-suisse.com

---

### Informazioni su altre pubblicazioni della sezione Investment Strategy & Research

Credit Suisse SA  
Investment Publishing  
Uetlibergstrasse 231, casella postale 300, CH-8070 Zurigo

---

### E-Mail

hotline.isr@credit-suisse.com

---

### Internet

<https://investment.credit-suisse.com>

---

### Intranet (esclusivamente per i collaboratori)

<https://isr.csintra.net>

---

### Abbonamenti (clienti)

Si prega di contattare il consulente alla clientela per l'abbonamento a questa pubblicazione

---

### Abbonamenti e ordini successivi (per i collaboratori)

Per informazioni sugli abbonamenti, visitare la pagina:

<https://isr.csintra.net/subscriptions>

---

## Autori

---

Joe Prendergast  
Head of Financial Markets Analysis  
+41 44 332 83 18  
joe.prendergast@credit-suisse.com

Luca Bindelli  
Head of Foreign Exchange Analysis  
+41 44 333 05 23  
luca.bindelli@credit-suisse.com

Tobias Merath  
Head of Cross Asset and AI analysis  
+41 44 333 13 62  
tobias.merath@credit-suisse.com

Gérald Moser  
Head of Equity Analysis  
+41 44 332 79 49  
gerald.moser@credit-suisse.com

Jessie Gisiger  
Fixed Income Analysis  
+41 44 333 06 39  
jessie.gisiger@credit-suisse.com

Stefan Graber  
Head Commodity & Alternative Investment Strategy  
+41 44 334 56 39  
stefan.graber@credit-suisse.com

Marcus Hettinger  
Foreign Exchange Analysis  
+41 44 333 13 63  
marcus.hettinger@credit-suisse.com

Esteban Lanter  
Global Macro Research  
+41 44 332 03 50  
esteban.lanter@credit-suisse.com