

Monitor immobiliare Svizzera

3° trimestre 2017

Eccesso di appartamenti



Superfici abitative
**Forte aumento delle
superfici sfitte**

Pagina 6

Proprietà per piani
**Raggiungere l'obiettivo
con la sopraelevazione**

Pagina 8

Immobili commerciali
**La debolezza della
Domanda genera
superfici sfitte**

Pagina 12

Sigla editoriale

Editore

Burkhard Varnholt
Vice Chairman IS&P
+41 44 333 67 63
burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate Economics
Tel. +41 44 333 89 17
E-mail: fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Chiusura redazionale

16 settembre 2017

Collana

Swiss Issues Immobilien

Visitateci su Internet

www.credit-suisse.com/immobilien

Copyright

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

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

Autori

Fredy Hasenmaile
+41 44 333 89 17
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Brice Hoffer
+41 44 333 92 97
brice.hoffer@credit-suisse.com

Fabian Hürzeler
+41 44 333 73 14
fabian.huerzeler@credit-suisse.com

Thomas Rieder
+41 44 332 09 72
thomas.rieder@credit-suisse.com

Dr. Fabian Waltert
+41 44 333 25 57
fabian.waltert@credit-suisse.com

Petra Galliker

Cara lettrice, caro lettore

Alcune settimane fa, il mercato immobiliare svizzero è stato ufficialmente descritto come un mercato equilibrato. Le superfici sfitte tracciano un quadro ben diverso: sul mercato immobiliare, i dati sulle superfici sfitte sono in crescita da otto anni consecutivi – più recentemente, hanno persino accelerato – e si collocano frattanto al di sopra del loro valore medio con più di una deviazione standard. Nel raffronto storico, nel periodo successivo alla Seconda guerra mondiale solo gli anni dal 1975 al 1977 e dal 1996 al 1999 hanno segnato un livello maggiore di superfici sfitte. Le superfici sfitte non hanno comunque ancora raggiunto il proprio zenit e potrebbero salire ulteriormente in futuro (cfr. pagina 6).

È possibile prevedere con una certa sicurezza che le superfici sfitte continueranno ad aumentare perché gli investitori immobiliari continuano a investire apparentemente in modo incurante nello sviluppo di nuove abitazioni locative, il che conferma l'elevata attività di costruzione. Accusare gli investitori di iniziative errate è tuttavia troppo restrittivo. Si comportano in modo assolutamente razionale ed effettuano semplicemente investimenti che promettono una remunerazione del capitale corretta per il rischio più elevata rispetto ai deboli rendimenti dei mercati dei capitali. Non cambieranno rotta rapidamente e nei loro calcoli tengono conto perlopiù di un numero maggiore di superfici sfitte. Il vantaggio di rendimento degli investimenti immobiliari potrebbe svanire solo con la fine della fase di tassi d'interesse negativi. Se si può rimproverare qualcosa agli investitori, è forse l'espansione anche un po' vivace dell'attività di costruzione nelle zone rurali. In particolare al di fuori dei centri urbani e loro agglomerati, spuntano sempre più chiaramente superfici sfitte.

Alla luce della continua crescita sfrenata delle superfici sfitte è anche chiaro che l'attività di costruzione non potrà continuare a mantenere questo ritmo incalzante. Quanto più grande è l'eccedenza di abitazioni locative, tanto più bassi saranno in futuro i fatturati nell'ambito dell'edilizia residenziale per riportare in equilibrio il mercato delle abitazioni locative e per ridurre l'eccesso di offerta. I ridimensionamenti in ambito edilizio sono pertanto solo una questione di tempo perché i driver alternativi di fatturato possono colmare – se mai – solo parzialmente le prevedibili lacune.

Il fatto che lo spazio abitativo non è stato costruito ove vi era domanda è un'ulteriore conclusione da trarre. Per questo, la pianificazione territoriale non perde la lotta contro l'espansione urbana nelle zone rurali, ma nei centri urbani che si oppongono in svariati modi alla densificazione e spostano con ciò la dinamica abitativa. La crescita si scontra inevitabilmente con il desiderio di preservazione. Occorre effettuare questa conciliazione di interessi con una strategia attiva e non accettarla passivamente quale risultato.

La densificazione è problematica anche nella proprietà per piani. Un contributo interessante alla soluzione della problematica del rinnovamento nella proprietà per piani è fornito da un'analisi nata nell'ambito di una tesi di laurea in Master of Advanced Studies (MAS) alla Scuola superiore di Lucerna che introduce gli investitori come terzo elemento. Se un immobile nella proprietà per piani presenta un potenziale di utilizzo non completamente sfruttato, la vendita di questo potenziale a un investitore e una sopraelevazione dell'immobile, in abbinamento a un risanamento globale, rappresentano una soluzione praticabile e relativamente elegante per eliminare i blocchi al rinnovamento nella proprietà per piani. Tutti i partecipanti ci guadagnano con una tale situazione e sono incentivati ad acconsentire al progetto di rinnovamento. Con questa soluzione si potrebbero inoltre prendere due piccioni con una fava. Da un lato, si risolve la problematica del risanamento nella proprietà per piani in numerosi casi e, dall'altro, si tiene conto della norma della densificazione (cfr. pagina 8).

A nome degli autori le auguro una lettura interessante e ricca di spunti.

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate Economics

Edilizia: congiuntura robusta, ma i rischi sono in aumento	5
Sulla base dell'elevata domanda di investimenti immobiliari e di un elevato fabbisogno d'investimento in infrastrutture quali ferrovie, strade e ospedali, l'andamento del settore edilizio continua a essere allettante. Soprattutto l'edilizia del soprassuolo registra una sovrapproduzione che, in avvenire, dovrà essere nuovamente ridotta.	
Superfici abitative: forte aumento delle superfici sfitte	6
Le superfici sfitte sono attestate all'1,47%, pari al valore massimo di 18 anni. La robusta crescita è da ricondursi in massima parte al mercato delle abitazioni locative. Per contro, le superfici sfitte delle proprietà abitative permangono a livelli bassi.	
Proprietà per piani: raggiungere l'obiettivo con la sopraelevazione	8
Le sopraelevazioni in abbinamento a interventi ciclici di risanamento possono dimostrarsi un mezzo efficace per superare gli ostacoli all'unanimità nel rinnovamento degli immobili nella proprietà per piani. La vendita di un potenziale di utilizzo non sfruttato a un investitore genera al riguardo i mezzi necessari per gli interventi ciclici di risanamento. In questo modo, si potrebbe sfruttare il potenziale di densificazione anche nel caso degli immobili nella proprietà per piani.	
Proprietà abitativa	10
Abitazioni locative	11
Immobili commerciali: la debolezza della domanda genera superfici sfitte	12
Per quanto riguarda le superfici di vendita, le superfici sfitte sono considerevolmente aumentate nella maggior parte delle regioni nel 2017; in termini di superfici ad uso ufficio, il quadro è meno chiaro. In entrambi i segmenti, l'ampliamento pianificato potrebbe essere superiore al potere di assorbimento di medio termine della domanda.	
Investimenti immobiliari	14

Edilizia

Congiuntura robusta, ma i rischi sono in aumento

Sulla base dell'elevata domanda di investimenti immobiliari e di un elevato fabbisogno d'investimento in infrastrutture quali ferrovie, strade e ospedali, l'andamento del settore edilizio continua a essere allettante. Soprattutto l'edilizia del soprassuolo registra una sovrapproduzione che, in avvenire, dovrà essere nuovamente ridotta.

Costruzione sopra e sotto il suolo con molto vento in poppa, ...

L'edilizia e il genio civile godono ancora di una buona congiuntura. Al momento, tutti i segmenti beneficiano di un andamento robusto con fatturati a livelli record (edilizia residenziale, costruzione sotto suolo) o perlomeno di un trend chiaramente al rialzo (edilizia commerciale). L'indice di costruzione (cfr. Fig. 1), che prevede i fatturati dell'edilizia e del genio civile, è attestato per il 3° trimestre 2017 a un valore record di 146 punti (+1,9% rispetto all'anno precedente). Le liste di lavori e le domande di costruzione segnalano prospettive intatte oltre l'anno corrente. Anche l'industria delle opere di finitura beneficia sempre più della domanda elevata (indice del costo delle opere di finitura: +8,7% rispetto all'anno precedente).

... si costruisce tuttavia sempre più in eccedenza

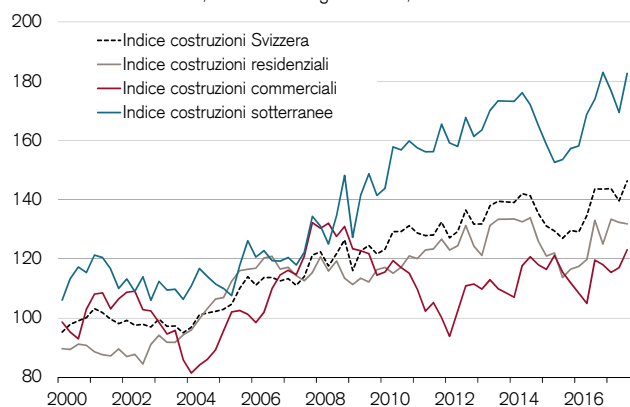
La robusta ripresa si fonda altresì su una base debole, soprattutto per quanto riguarda l'edilizia residenziale e quella di ambito commerciale. Da molto tempo, la domanda sul mercato delle locazioni in ambito sia residenziale sia commerciale è in ritardo rispetto all'offerta. A titolo esemplificativo, il numero di abitazioni sfitte è salito di quasi 8400 unità rispetto all'anno precedente. A fronte dell'andamento robusto dell'edilizia residenziale e commerciale vi è una propensione elevata agli investimenti da parte degli investitori. In assenza di alternative d'investimento allettanti nello scenario di tassi bassi, gli investitori sono disposti ad assumere anche maggiori rischi per realizzare rendimenti più elevati e continuano conseguentemente a investire nel mercato immobiliare. Anche se le prospettive per i prossimi trimestri permangono buone, nel breve e medio termine aumenta il rischio di una correzione significativa.

Sovrapproduzione annua di oltre CHF 3 mia.

Gli investimenti in ambito edilizio rappresentano ancora, con una quota del 9%, una parte sostanziale del prodotto interno lordo (PIL) (cfr. Fig. 2). Secondo le nostre stime, negli anni passati sono state costruite oltre 5000 abitazioni «di troppo» all'anno, pari a circa il 10% delle costruzioni nuove. Se si considera questa quota come soglia di riferimento massima della sovrapproduzione nell'intera attività di costruzione soprassuolo, ciò corrisponderebbe a un contributo alla crescita degli investimenti edilizi «in eccesso» di circa CHF 3,3 mia. annui. Se poi supponiamo che per alcuni anni si è costruito «troppo poco» al fine di consentire la riduzione dell'eccesso di offerta accumulata, si può prevedere una futura diminuzione del contributo alla crescita da parte degli investimenti nell'edilizia di circa 6,6 mia. l'anno, pari approssimativamente all'1% della performance economica attuale.

Fig. 1: Indice delle costruzioni

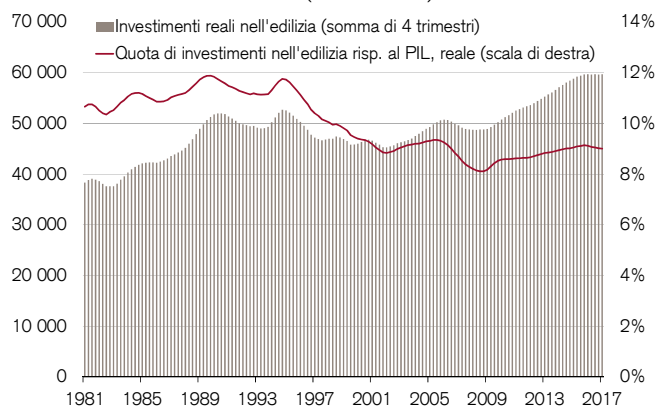
1° trimestre 1996 = 100, su base destagionalizzata, nominale



Fonte: Credit Suisse, Società Svizzera degli Impresari-Costruttori

Fig. 2: Quota degli investimenti edili sul PIL in %, dati reali

Investimenti edili reali in mio. di CHF (scala di sinistra)



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

Superfici abitative

Forte aumento delle superfici sfitte

Le superfici sfitte sono attestate all'1,47%, pari al valore massimo di 18 anni. La robusta crescita è da ricondursi in massima parte al mercato delle abitazioni locative. Per contro, le superfici sfitte delle proprietà abitative permangono a livelli bassi.

Dati sulle abitazioni sfitte mai così elevati dal 1999

I dati sulle abitazioni sfitte hanno raggiunto quota 1,47% il 1° giugno 2017 (cfr. Fig. 3), pari a 64 893 abitazioni sfitte. Un tale valore non è più stato misurato dal 1999 (1,59%). I dati sulle abitazioni sfitte sono aumentati per l'ottava volta consecutiva. Rispetto agli anni precedenti, la crescita è salita nuovamente. Solo lo scorso anno, le superfici sfitte sono aumentate di 8375 unità abitative. In quattro anni, le superfici sfitte sono quindi cresciute del 61%. L'osservazione più attenta del più recente aumento solleva tuttavia domande. Si nota che le superfici sfitte nei singoli comuni, che non presentavano quasi o per nulla superfici sfitte, sono letteralmente esplose. Qui è evidente il sospetto che per le superfici sfitte siano stati indicati in passato dati troppo bassi.

Interessate soprattutto le abitazioni locative

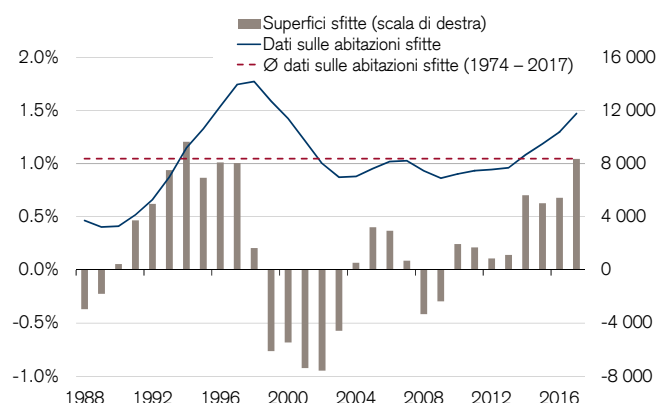
Tra i singoli segmenti vi sono grandi differenze. Come già negli anni scorsi, il forte aumento riguarda innanzitutto le abitazioni locative: in un anno, le superfici sfitte sono salite dall'1,99% al 2,31% (cfr. Fig. 4). Si tratta di un aumento di 7823 unità, con cui si raggiungono frattanto 55 397 abitazioni locative sfitte: il motivo è da ricercarsi nel divario sempre crescente tra domanda e offerta. L'immigrazione netta è diminuita da oltre 80 000 a poco meno di 60 000 persone tra il 2013 e 2016. Al contempo, l'attività di costruzione di nuove abitazioni locative è salita costantemente anno dopo anno. Non vi è stata sinora alcuna reazione dell'ampliamento dell'offerta alla minore domanda. La crisi degli investimenti innescata dallo scenario di tassi negativi è stata fino ad oggi troppo grande. In tale scenario, gli investitori sono disposti ad assumere rischi maggiori, in quanto i redditi della distribuzione degli investimenti immobiliari sono chiaramente maggiori di quelli degli investimenti alternativi, quali ad esempio i titoli di Stato. In aggiunta, la pressione all'investimento ritarda l'adeguamento, comunque normalmente lento nel mercato immobiliare, dell'offerta alla domanda.

Superfici sfitte ancora limitate nella proprietà abitativa

Diversa è invece la situazione sul mercato delle proprietà abitative. Le superfici sfitte degli appartamenti in condominio sono aumentate solo marginalmente dallo 0,81% allo 0,84% (cfr. Fig. 4). Le case unifamiliari mostrano un quadro analogo: si è osservata solo una crescita dallo 0,39% allo 0,41%. A seguito di una combinazione di prezzi elevati e aumento degli ostacoli al finanziamento, anche questo mercato affronta un calo della domanda. Diversamente dal mercato delle abitazioni locative, al centro dell'attenzione degli investitori istituzionali, l'offerta di questo mercato ha però reagito a una minore domanda, impedendo pertanto un aumento sensibile delle superfici sfitte e un crollo dei prezzi dopo il doppio inasprimento delle norme di finanziamento.

Fig. 3: Abitazioni sfitte e dati sulle abitazioni sfitte

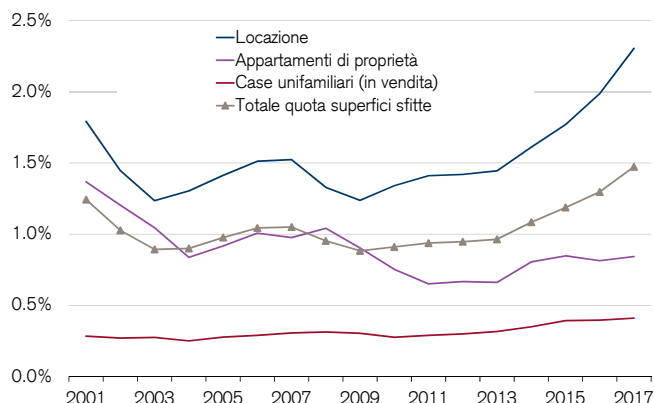
Dati sulle abitazioni sfitte (scala di sinistra) e crescita delle abitazioni sfitte (scala di destra)



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Fig. 4: Dati sulle abitazioni sfitte per segmento

In % rispetto alle relative consistenze



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Elevato numero di superfici sfitte al di fuori dei centri urbani e dei comuni prossimi ai centri urbani

A livello regionale, l'aumento delle superfici sfitte è già ampiamente sostenuto (cfr. Fig. 5). 80 delle 110 regioni economiche svizzere registrano un aumento. In 21 regioni si è osservato un andamento laterale. Ne sono interessati in modo superiore alla media i comuni degli agglomerati lontani dai centri urbani, i comuni rurali nonché, in generale, i comuni con un'elevata attività edilizia residenziale. Il maggior numero di superfici sfitte si rileva nelle regioni tra Bienne e Lenzburg nonché nel Basso Vallese. A titolo esemplificativo, le abitazioni sfitte nella regione dell'Oberaargau sono frattanto pari al 5,16%.

Lo spazio abitativo nei centri urbani permance scarso

Per contro, la situazione continua a essere diversa nella maggior parte dei centri urbani e nei comuni dei pendolari prossimi a tali centri. Tuttavia, anche in quest'ambito si sono registrati aumenti delle superfici sfitte in molte parti. Le superfici sfitte permangono comunque a un livello in confronto basso e si può parlare semplicemente di una distensione moderata della carenza di abitazioni. In singole grandi città, come Zurigo o Losanna, la ricerca di un'abitazione nuova è ancora difficile e lunga.

Interessate perlopiù le costruzioni vecchie

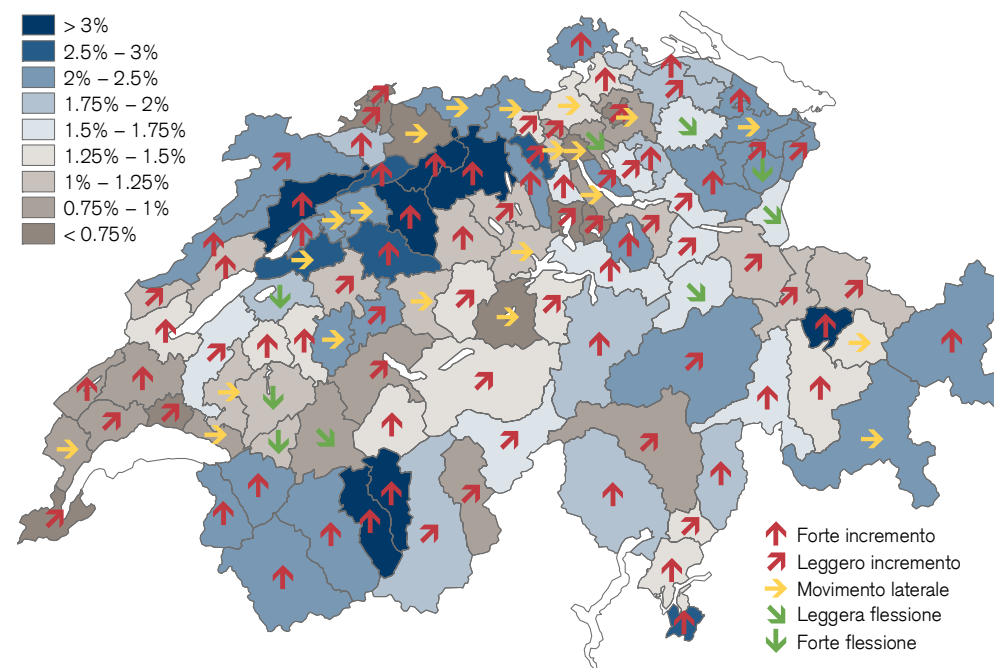
In maggioranza, le superfici sfitte sono negli immobili esistenti e non nelle costruzioni nuove. Quasi l'85% di tutte le superfici sfitte sono in edifici di oltre due anni. La stragrande maggioranza delle costruzioni nuove riesce a essere affittata. Circa 10 000 costruzioni nuove sfitte (abitazioni entrate nel mercato negli ultimi due anni) mostrano però che anche la commercializzazione di tali immobili sta diventando più difficile. Ancor più importanti diventano in tale contesto la scelta della località, una qualità elevata dell'immobile nonché un livello sostenibile dei canoni di locazione.

Le superfici sfitte continueranno ad aumentare nel 2018

Non è ancora in vista la fine dell'aumento delle superfici sfitte. L'immigrazione perde ancora slancio nell'anno in corso. L'attività di costruzione, per contro, potrebbe rimanere invariata a livelli elevati. Negli ultimi 12 mesi è stato concesso circa l'8% in meno di licenze di costruzione per abitazioni rispetto all'anno precedente; tuttavia, l'andamento delle domande di costruzione (+2%) fa ipotizzare che la pipeline rimarrà ben rifornita. In questo modo, le superfici sfitte dovrebbero con grande probabilità continuare a crescere anche nel 2018. In modo particolare al di fuori dei centri urbani, i locatari acquistano così potere di mercato e la pressione sui canoni di locazione dovrebbe aumentare.

Fig. 5: Dati regionali sulle superfici sfitte 2017

Dati sulle abitazioni sfitte 2017, freccia: variazione rispetto all'anno precedente



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse, Geostat

Proprietà per piani

Raggiungere l'obiettivo con la sopraelevazione

Le sopraelevazioni in abbinamento a interventi ciclici di risanamento possono dimostrarsi un mezzo efficace per superare gli ostacoli all'unanimità nel rinnovamento degli immobili nella proprietà per piani. La vendita di un potenziale di utilizzo non sfruttato a un investitore genera al riguardo i mezzi necessari per gli interventi ciclici di risanamento. In questo modo, si potrebbe sfruttare il potenziale di densificazione anche nel caso degli immobili nella proprietà per piani.¹

Potenziale di densificazione degli immobili nella proprietà per piani

Una buona parte del potenziale di densificazione in Svizzera è sotto forma di superfici di piano disponibili su terreni già costruiti. Questo potenziale di utilizzo, eventualmente ancora ampliabile mediante zonizzazioni future, dischiude opportunità in particolare per i proprietari di immobili da reddito. Per contro, per quanto riguarda la proprietà abitativa per uso proprio, gli ostacoli alla mobilitazione sono maggiori. In riferimento agli immobili nella proprietà per piani, questi sembrano addirittura insormontabili sulla base della necessaria unanimità.

Si impongono interventi ciclici di risanamento

Nel 2015 la proprietà per piani ha compiuto 50 anni. Ormai gli immobili della prima ora hanno superato il loro zenit e gli interventi ciclici di risanamento non possono essere più posticipati. Nei prossimi anni, sempre più immobili potrebbero trovarsi di fronte a tale situazione. Una condizione essenziale per il risanamento globale è il sufficiente accumulo di mezzi nel fondo di rinnovamento nel corso degli anni. Tuttavia, ciò non corrisponde alla realtà in molti comunioni.

Il potenziale di utilizzo può essere monetizzato solo insieme

La monetizzazione di un potenziale di utilizzo disponibile in un immobile rappresenta una possibilità per generare i mezzi necessari per i doverosi interventi ciclici di risanamento. Il singolo comproprietario non troverà comunque alcun acquirente disposto a pagare per il potenziale di utilizzo non sfruttato sulla quota di terreno in comproprietà, perché un comproprietario da solo non può rilevare il potenziale. Il potenziale di utilizzo disponibile in un immobile nella proprietà per piani può essere sfruttato solo come comunione. Responsabile al riguardo è lo strumento giuridico dell'unanimità per le delibere di ampia portata nella comunione dei comproprietari di piani. La disposizione pur essendo un mezzo efficace per salvaguardare i diritti di proprietà del singolo, risulta tuttavia essere poco snello, elemento che va a svantaggio della comunione. Le proposte di soluzione obiettivamente efficaci per il rinnovo di un immobile possono essere impedita dalla visione soggettiva di un unico proprietario.

Sopraelevazione in relazione a interventi ciclici di risanamento

Se tuttavia gli incentivi per il singolo comproprietario sono sufficientemente consistenti, con una sopraelevazione in relazione a interventi ciclici di risanamento è possibile superare l'ostacolo dell'unanimità. In questo modo, il potenziale di densificazione può essere sfruttato anche nel caso degli immobili nella proprietà per piani. Gli incentivi per la comunione dei comproprietari di piani sono sufficientemente consistenti se con la vendita del potenziale di utilizzo a un investitore vengono generati mezzi sufficienti per il risanamento globale delle parti comuni (cfr. Fig. 6). Se rimane ancora denaro per il risanamento delle proprie quattro mura, conviene doppiamente per il singolo comproprietario. Il sistema degli incentivi non funziona tuttavia senza un investitore disposto ad assumersi il rischio della comunione dei comproprietari di piani. La disponibilità cresce notoriamente con il rendimento, che deve essere superiore a quello di un progetto di costruzione nuova su un terreno vergine per poter compensare i rischi aggiuntivi.

Ruolo possibile per le IG o IT

Quanto migliore è la situazione, tanto maggiori saranno i prezzi al metro quadro realizzati per le singole unità di piano costruite aggiuntivamente. Deducendo i costi per la sopraelevazione e il rischio, si ottiene il prezzo massimo che può essere pagato per il potenziale di utilizzo. Tale prezzo deve d'altra parte coprire possibilmente i costi per gli interventi ciclici di risanamento. Nel caso ideale, l'investitore è un'impresa generale (IG) o totale (IT) che, al contempo, assume l'incarico per il risanamento globale.

¹ Il presente articolo è una sintesi del MAS: Galliker, P., Mötteli, M., Qelaj, D. (2017). Ausschöpfung des Verdichtungspotenzials im Stockwerkeigentum durch Aufstockung, Scuola superiore di Lucerna

Indispensabile il processo di implementazione e di supporto

Per poter gestire le interfacce aggiuntive in relazione al caso speciale della comunione dei comproprietari di piani nel modo più efficiente possibile, è indispensabile un processo di implementazione e di supporto ben strutturato. Al riguardo è necessario, oltre a un amministratore della proprietà per piani lungimirante, anche un responsabile di progetto indipendente che sostenga, per esempio, la comunione in relazione al valore del potenziale di utilizzo fornendo consulenza. L'amministratore deve informare la comunione sul ciclo di vita dell'immobile in modo possibilmente tempestivo in merito a un necessario risanamento globale e all'eventuale lacuna nel fondo di rinnovamento, illustrando possibili soluzioni, quali per esempio la sopraelevazione.

Tutti devono collaborare

L'eterogeneità dei comproprietari rappresenta naturalmente una sfida. Non tutti i comproprietari hanno problemi a reperire i mezzi necessari per l'accumulo del fondo di rinnovamento. Affinché il valore della propria abitazione non diminuisca sulla base degli interventi ciclici di risanamento da tempo necessari delle parti comuni, anche il comproprietario benestante ha tuttavia interesse all'approvazione della sopraelevazione. Perché solo in questo modo i suoi vicini riescono ad avere i mezzi necessari per il risanamento globale. Per raggiungere l'obiettivo, tutti devono collaborare. Un grande vantaggio è inoltre il fatto che ciascuno può rimanere nella propria abitazione. L'unico che dovrebbe sgombrare temporaneamente il campo è il comproprietario dell'attico. Eventualmente, si può mettere a sua disposizione il nuovo attico o lo si può indennizzare ulteriormente. Sulla base di un esempio pratico molto rappresentativo nel comune della regione di Glattal nello zurighese, si è potuto dimostrare per mezzo di calcoli che una sopraelevazione con risanamento globale offre sufficienti incentivi per i comproprietari esistenti e che per l'investitore si realizza un rendimento commisurato al rischio.

Le direttive edilizie rendono una sopraelevazione parzialmente più difficile

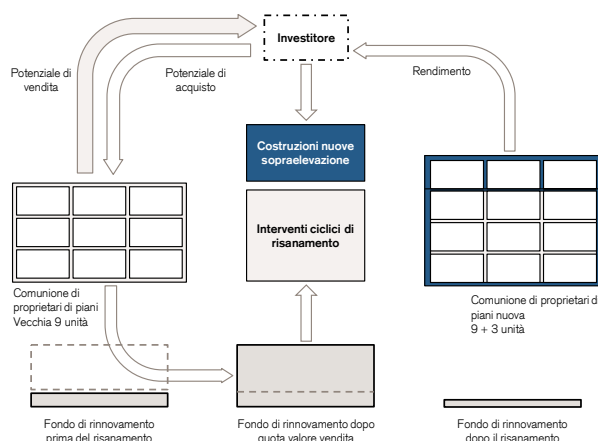
Le direttive edilizie comunali in relazione ai vani accessori, quali cantina o sottofondi dei pavimenti nonché al parcheggio possono rappresentare un ulteriore ostacolo alla sopraelevazione. Per poter realizzare una densificazione strutturale qualitativamente buona, occorrerebbe verificare in quale misura l'attuale legislazione edilizia debba essere adeguata per non rendere più difficile lo sfruttamento futuro del potenziale.

Aumenta la pressione sui comproprietari

La pressione sulle comunioni dei comproprietari di piani e sulla risoluzione dei blocchi in relazione agli interventi ciclici di risanamento aumenterà. Gli incentivi oggettivi ad acconsentire a una sopraelevazione, e pertanto a partecipare nell'ambito della propria quota di valore al potenziale disponibile sul terreno, sono tuttavia già oggi sufficientemente consistenti. Al contempo, il terreno edificabile si farà sempre più limitato e costoso sulla base della densificazione interna richiesta. Gli investitori sono alla ricerca di alternative. Le zonizzazioni nelle aree centrali aumenteranno in avvenire l'attrattiva dei progetti di sopraelevazione. L'investitore farebbe bene a prendere già ora contatto con gli amministratori e i responsabili di progetto indipendenti. Affinché le sopraelevazioni possano imporsi sul mercato come soluzioni possibili e praticabili per entrambe le problematiche – gli interventi ciclici di risanamento e la densificazione interna – il malessere deve semmai aumentare su entrambi i fronti.

Fig. 6: Sistema di incentivi per la sopraelevazione nella proprietà per piani

Con la vendita del potenziale all'investitore, si può accumulare il fondo di rinnovamento per gli interventi ciclici di risanamento. L'investitore genera quindi un rendimento corrispondente con la vendita delle unità di piano di nuova costruzione.



Fonte: Petra Galliker, Michael Mötteli, Drilon Qelaj (2017): Ausschöpfung des Verdichtungspotenzials im Stockwerkeigentum durch Aufstockung

Proprietà abitativa

I tassi ipotecari rimangono molto bassi

Nei primi mesi del 2017, i tassi d'interesse delle ipoteche fix hanno evidenziato un calo tendenziale e hanno pertanto parzialmente compensato il rialzo dei tassi d'interesse osservato dopo le elezioni presidenziali negli USA di fine 2016. L'andamento permane altalenante. Le Ipoteche Libor (Libor a 3 mesi), al contrario, sono rimaste ancorate al loro livello minimo assoluto. Nei prossimi 12 mesi prevediamo un andamento laterale sia per le Ipoteche Libor sia per quelle fix con durate brevi. I tassi d'interesse delle Ipoteche fix di lunga scadenza dovrebbero nuovamente registrare lievi incrementi. Al riguardo, occorre comunque fare conto ancora con le oscillazioni sia al rialzo sia al ribasso.

Produzione di proprietà ancora in calo

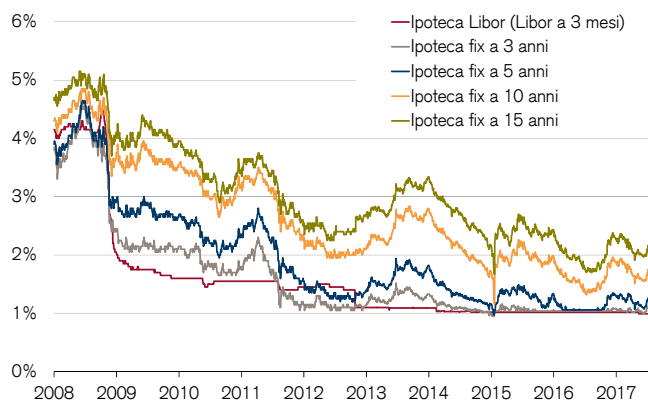
Il numero di appartamenti in condominio e case unifamiliari approvati sta ancora diminuendo e ha raggiunto i minimi dal 2002. Negli ultimi 12 mesi, sono state concesse licenze per poco meno di 21 300 unità abitative (13 900 appartamenti in condominio e 7400 case unifamiliari). Rispetto all'anno precedente, ciò corrisponde a una diminuzione del 13,6%. Attualmente, si osserva intanto uno sviluppo diverso nei due segmenti: mentre le licenze per le case unifamiliari continuano a diminuire, da un trimestre si evidenzia una stabilizzazione per quanto riguarda gli appartamenti in condominio.

Prezzi delle case unifamiliari nuovamente in risalita

Dopo due trimestri in fase calante, i prezzi delle abitazioni di proprietà sono tornati a salire leggermente nel 2° trimestre 2017. Rispetto all'anno precedente, il rialzo è pari allo 0,6%. Tra i due segmenti vi sono ancora differenze. Mentre le case unifamiliari si sono apprezzate dell'1,5%, i prezzi degli appartamenti in condominio sono scesi dell'1,0%. Nel più recente sviluppo non riconosciamo ancora un'inversione di tendenza ed attendiamo un andamento laterale dei prezzi nei prossimi trimestri. Il motivo principale al riguardo è da ricercarsi ancora nel potenziale limitato della domanda a seguito dei requisiti finanziari fortemente cresciuti per l'acquisto di una proprietà abitativa.

Fig. 7: Tassi ipotecari con scadenze diverse

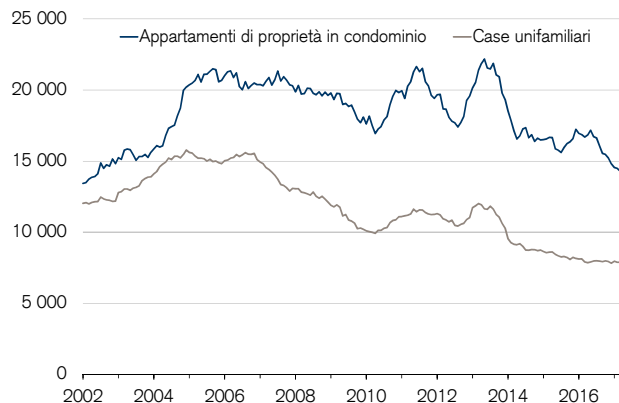
Tassi ipotecari alla stipulazione di nuovi contratti, in %



Fonte: Credit Suisse

Fig. 8: Licenze di costruzione proprietà abitativa

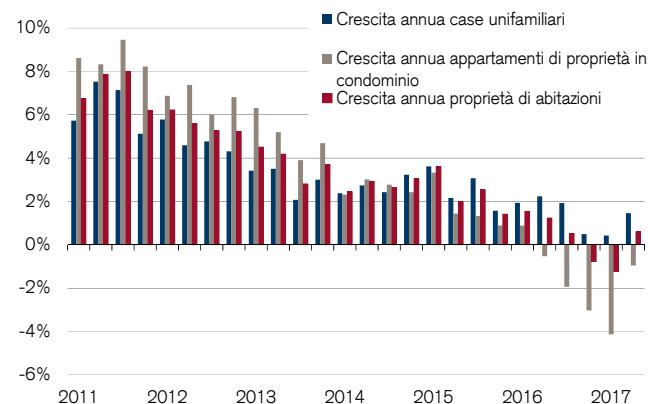
Numero delle unità residenziali, somma mobile su 12 mesi



Fonte: Baublatt, Credit Suisse

Fig. 9: Crescita dei prezzi proprietà abitativa

Tassi di crescita annua per segmento



Fonte: Wüest Partner, Credit Suisse

Abitazioni locative

Ancora nessuna inversione di tendenza nella costruzione di abitazioni locative

Nel 2016 sono state concesse licenze di costruzione per un numero record di 29 000 abitazioni locative. Considerando gli scorsi 12 mesi, si osserva una diminuzione a 26 600 unità abitative. Non si può pertanto annunciare ancora la fine dell'impennata nell'edilizia delle abitazioni locative. L'attività di progettazione rimane infatti elevata: negli scorsi 12 mesi sono state presentate domande di costruzione per 31 400 abitazioni locative. Una reazione dell'offerta abitativa al calo dell'immigrazione dovrebbe dunque farsi ancora attendere. Le conseguenze sono un'ulteriore distensione del mercato nei centri urbani, un ulteriore aumento delle superfici sfitte in tutto il paese e una contrazione della crescita dei canoni di locazione.

Domanda legata all'immigrazione in ulteriore calo

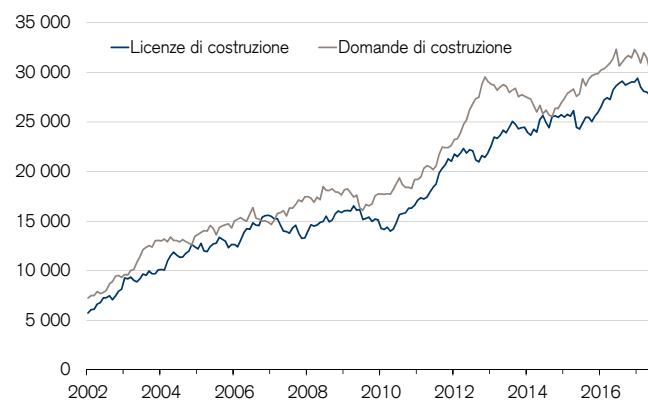
L'immigrazione netta è in calo continuo dal 2014. Questo trend, accelerato ancora una volta considerevolmente nel 2016, si osserva anche nell'anno in corso. Sino a fine luglio 2017 si sono registrati a saldo circa 30 000 immigrati, pari all'11,7% in meno rispetto all'anno precedente. Un numero inferiore di immigrati nei primi sette mesi dell'anno è stato registrato da ultimo nel 2006 – nell'anno precedente all'introduzione della libera circolazione delle persone con i 17 Stati dell'UE. L'attuale calo riguarda solo l'immigrazione (-5,3%), perché l'emigrazione non è più cresciuta rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (-0,4%).

Abitazioni locative bandite leggermente più convenienti

Nel 2° trimestre 2017, i canoni delle abitazioni locative bandite sul portale immobiliare Homegate si sono attestati leggermente al di sotto del livello dello scorso anno (-0,3%). Il trend che si osserva dal 2015 di una crescita in calo dei canoni di locazione, che dovrebbe continuare, deriva da un'elevata attività edilizia e da un'immigrazione in calo. Dei cantoni dei grandi centri urbani, sino al 1° trimestre solo Ginevra/Vaud presentava tuttavia una diminuzione dei canoni di locazione in offerta. Nel 2° trimestre 2017, si sono aggiunti anche Basilea Città/Basilea Campagna e Berna, mentre Zurigo ha segnato poco più di zero (+0,2%).

Fig. 10: Progettazione di abitazioni locative

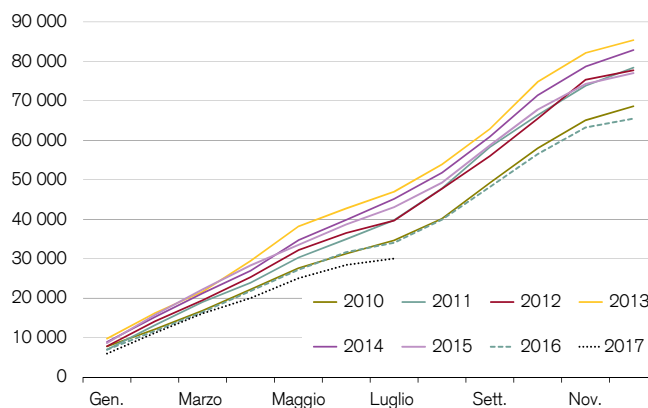
Licenze e domande di costruzione, in numero di unità abitative, somma di 12 mesi



Fonte: Baublatt, Credit Suisse

Fig. 11: Immigrazione per mese (cumulata)

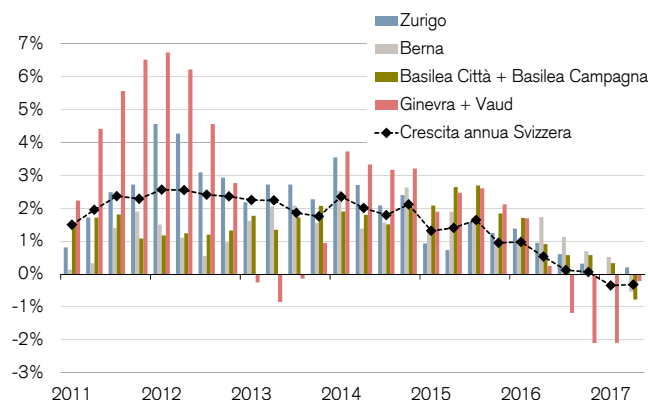
Popolazione straniera residente, senza correzioni di registro



Fonte: Segreteria di Stato della migrazione, Credit Suisse

Fig. 12: Canoni di locazione in offerta

Crescita annua (nominale)



Fonte: Homegate, Credit Suisse

Immobili commerciali

La debolezza della domanda genera superfici sfitte

Per quanto riguarda le superfici di vendita, le superfici sfitte sono considerevolmente aumentate nella maggior parte delle regioni nel 2017; in termini di superfici ad uso ufficio, il quadro è meno chiaro. In entrambi i segmenti, l'ampliamento pianificato potrebbe essere superiore al potere di assorbimento di medio termine della domanda.

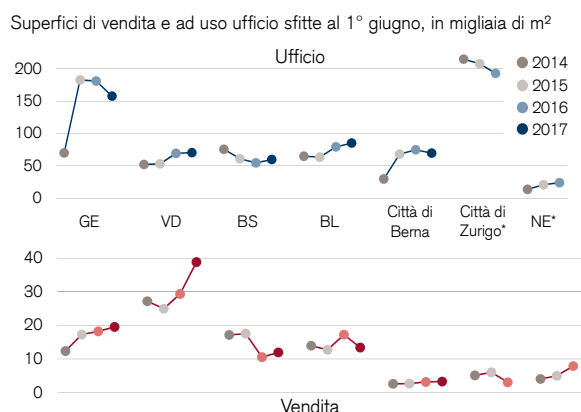
Non sorprende quasi che le superfici di vendita sfitte aumentano

Le superfici di vendita sfitte sono aumentate nella maggior parte delle città e dei cantoni pubblicati (cfr. Fig. 13). A Basilea Città e Ginevra, le superfici sfitte sono aumentate del 7% ovvero del 13%, a Vaud persino del 32%. Solo nel cantone Basilea Campagna sono diminuite del 22%. Al contempo, la somma nell'arco di 12 mesi delle licenze di costruzione si è attestata poco al di sotto della media pluriennale con CHF 610 milioni (cfr. Fig. 14). La progettazione di centri commerciali, mercati specializzati e negozi di vendita si colloca sì al di sotto della media pluriennale del 40% circa ma al momento la maggior parte delle licenze di costruzione deriva da edifici con uso promiscuo – un effetto collaterale del boom dell'edilizia di abitazioni locative. Alla luce della difficile situazione di mercato nel commercio al dettaglio – in particolare nel segmento non-food – le crescenti superfici sfitte non sorprendono. In numerose altre regioni svizzere lo sviluppo potrebbe presentare un andamento analogo. A seguito del progressivo spostamento del fatturato delle vendite sul canale online, le superfici sfitte potrebbero continuare ad aumentare anche nei prossimi anni. Gli utilizzatori alternativi per le superfici di vendita esistono (p. es. commercio locale, asili), ma il loro potere di assorbimento sarà ampiamente insufficiente per compensare l'assenza di domanda da parte del commercio al dettaglio.

I dati sulle superfici sfitte nel segmento ad uso ufficio trasmettono una calma ingannevole

Per contro, lo sviluppo delle superfici ad uso ufficio sfitte evidenzia un quadro eterogeneo. Mentre i due cantoni basilesi presentano una crescita delle superfici sfitte del 7% (Basilea Campagna) e del 9% (Basilea Città), si riducono sensibilmente nella città di Berna (-7%) e in particolare nel cantone di Ginevra (-13%). Ipotizzare un consolidamento della situazione sul mercato delle superfici ad uso ufficio sarebbe comunque prematuro. Proprio a Ginevra la situazione della commercializzazione continua a essere piuttosto difficile, come confermato anche dall'aumento della durata media di sfittanza da 13 a oltre 15 mesi. In assenza di alternative d'investimento, si continuerà a investire comunque generosamente in nuove superfici ad uso ufficio e la somma nell'arco di 12 mesi delle licenze di costruzione ha superato ancora una volta la media pluriennale di poco meno di CHF 2 miliardi. Il considerevole aumento in tempi recenti è riconducibile in larga misura alla seconda torre Roche di Basilea, il cui completamento potrebbe mettere sul mercato fino a 70 000 m² di superfici ad uso ufficio in altre ubicazioni. Anche sul mercato delle superfici ad uso ufficio, la domanda aggiuntiva generata attualmente dal mercato del lavoro potrebbe non essere sufficiente per assorbire completamente l'ampliamento pianificato.

Fig. 13: Andamento delle superfici commerciali sfitte

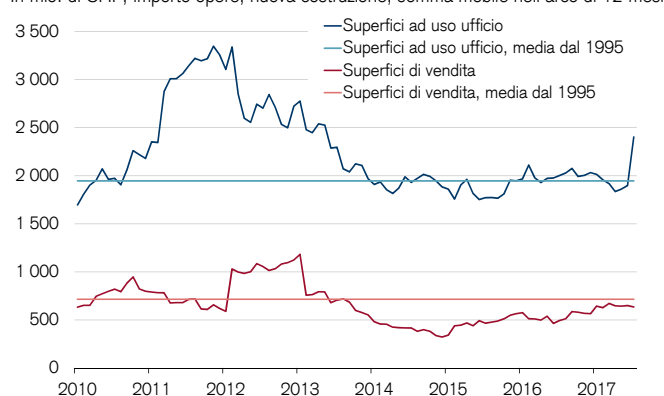


* Dati 2017 non ancora disponibili alla chiusura redazionale

Fonte: diversi uffici di statistica, Credit Suisse

Fig. 14: Superfici di vendita e ad uso ufficio con licenze di costruzione

In mio. di CHF, importo opere, nuova costruzione, somma mobile nell'arco di 12 mesi



Fonte: Baublatt, Credit Suisse

Immobili commerciali

Superfici ad uso ufficio: segnali di ripresa della domanda

Lo sviluppo dell'occupazione invia segnali di fiducia per la domanda sul mercato delle superfici ad uso ufficio. La crescita dell'occupazione nei classici settori ufficio ha ripreso leggermente slancio nel 2° trimestre 2017 (+1,0% rispetto all'anno precedente) e il numero dei disoccupati registrati è diminuito per il secondo trimestre consecutivo (-2,3% rispetto all'anno precedente). Fonte di ottimismo è anche il numero di posti di lavoro vacanti, cresciuto del 10,5% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente. Con l'attesa maggiore crescita dell'economia svizzera nei prossimi trimestri, anche lo sviluppo dell'occupazione potrebbe essere più dinamico.

Superfici di vendita: il sentiment dei consumatori migliora

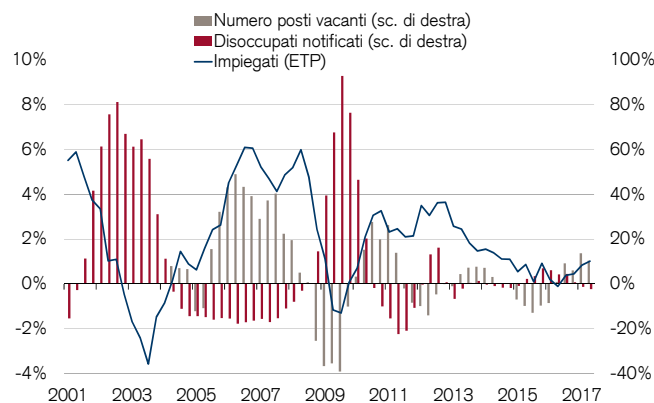
Il sentiment dei consumatori depresso dallo choc del franco sembra mostrare un quadro più favorevole a seguito del miglioramento della situazione del mercato del lavoro. L'indice del sentiment dei consumatori pubblicato dalla Segreteria di Stato dell'economia nell'agosto 2017 indica, con un valore pari a -3 (media pluriennale: -9), un comportamento d'acquisto fiducioso dei consumatori svizzeri. Gli impulsi che ne derivano per la dinamica dei consumi interni nel 2° trimestre 2017 erano ancora moderati; tuttavia, la crescita dei consumi privati, in aumento dell'1,3% rispetto all'anno precedente, è stata modesta.

Superfici di vendita: fatturati del commercio al dettaglio nuovamente in crescita

La lenta ripresa del sentiment dei consumatori ha sostenuto le attività del settore del commercio al dettaglio nel 2° trimestre 2017. Per la prima volta dal 1° trimestre 2016, i fatturati svizzeri del commercio al dettaglio hanno nuovamente segnato una crescita positiva (+0,9% rispetto all'anno precedente). Degno di nota il contributo positivo del segmento non-food, penalizzato per due anni e mezzo da una crescita negativa. In particolare, il commercio online continuerà a rappresentare per il settore grandi sfide.

Fig. 15 Occupazione nel comparto degli uffici, posti di lavoro e disoccupati

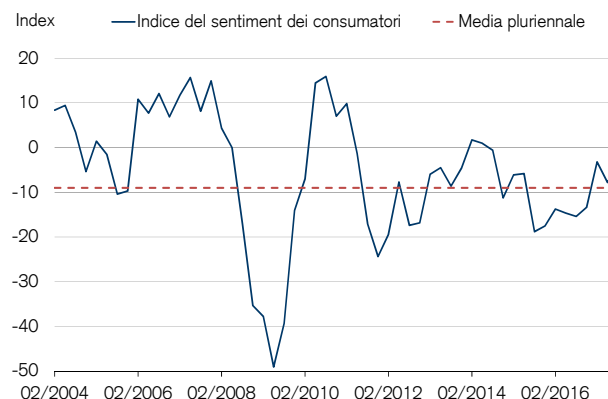
Crescita annua dei posti di lavoro, disoccupati e occupazione nel comparto degli uffici



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Fig. 16 Sentiment dei consumatori svizzeri

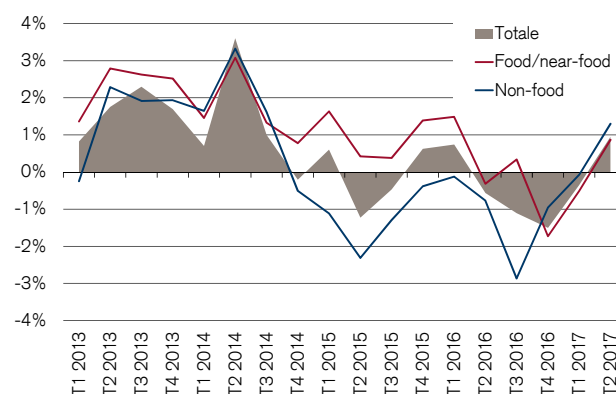
Indice del sentiment dei consumatori e sua media pluriennale



Fonte: Segreteria di Stato dell'economia, Credit Suisse

Fig. 17: Fatturati del commercio al dettaglio

Totale fatturati e per diversi segmenti, dati reali, variazione rispetto all'anno precedente



Fonte: GfK, Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Investimenti immobiliari

Il mercato immobiliare offre ancora premi di rischio elevati

Con il perdurare dello scenario di tassi negativi, gli investimenti immobiliari svizzeri continuano a rappresentare una fonte di rendimento allettante. A fine agosto, il differenziale di rendimento tra azioni immobiliari svizzere e obbligazioni della Confederazione a 10 anni ammontava a poco meno di 400 punti base, un valore elevato nel raffronto internazionale. A titolo esemplificativo, il premio di rischio delle azioni immobiliari statunitensi era pari alla metà nello stesso periodo. I fondi immobiliari svizzeri presentano un differenziale di rendimento più basso, ma comunque comparativamente allettante di 275 punti base. Fintanto che perdurerà lo scenario di tassi negativi, i premi di rischio allettanti dovrebbero assicurare una domanda intatta.

Rallentamento della performance nel 2° semestre 2017

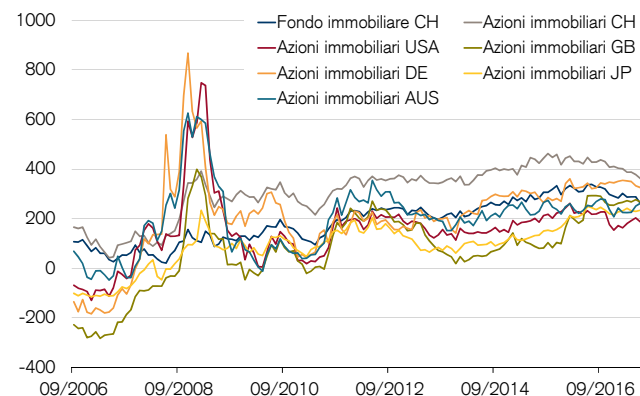
Il trend al rialzo dei corsi delle azioni immobiliari svizzere, quasi inarrestabile nella prima metà del 2017, non è proseguito nei mesi successivi. A fine giugno, in un mercato ipervenduto si è giunti a una correzione del corso, innescata da opinioni pessimistiche di singoli analisti. Rispetto all'indice immobiliare internazionale FTSE EPRA/NAREIT Global, i titoli immobiliari svizzeri presentano sinora nel corso dell'anno un extra-rendimento con un rialzo di corso dell'8,2%. La performance è tuttavia attestata al di sotto di quella dello SPI e del benchmark azionario globale, l'MSCI World Index. I fondi immobiliari svizzeri hanno realizzato sinora nel 2017 un rendimento complessivo del 6,0%, laddove la performance da fine luglio evidenzia un trend al ribasso.

Superato lo zenit delle valutazioni

La valutazione dei fondi immobiliari svizzeri rimane ancora elevata. L'indicatore di valutazione combinato Z score si attesta attualmente al di sopra del suo valore medio storico di due deviazioni standard, ma è leggermente diminuito dal suo picco di fine luglio. I più recenti dati sull'aggio indicano parimenti un indebolimento delle valutazioni: a fine agosto, l'aggio medio ammontava al 30,4%, dopo aver segnato un supplemento a fine luglio ancora al livello 34,2%. Alla luce del perdurare dello scenario di tassi bassi, la recente correzione non dovrebbe essere altresì interpretata come un'inversione di tendenza, ma piuttosto come un ritorno a valutazioni fondamentalmente sostenibili.

Fig. 18: Reddito della distribuzione degli investimenti immobiliari

Differenziale di rendimento dei relativi titoli di Stato a 10 anni, in punti base



Fonte: Datastream, Bloomberg, Credit Suisse

Fig. 19: Performance degli investimenti immobiliari

Rendimenti complessivi, indice: 1° gennaio 2017 = 100

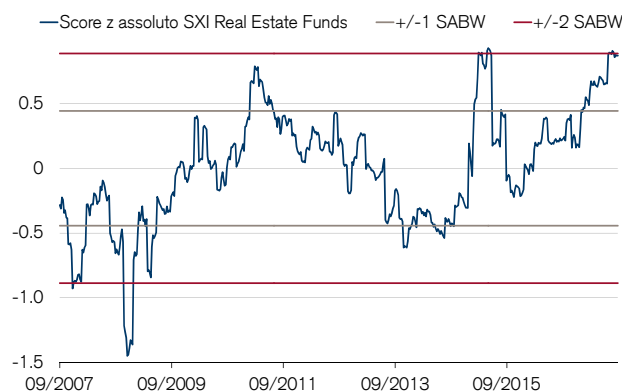


La performance passata non costituisce una garanzia per gli andamenti futuri. La performance può risentire delle provvigioni, commissioni e di altri costi, oltre che delle oscillazioni dei tassi di cambio.

Fonte: Datastream, Credit Suisse

Fig. 20: Valutazione dei fondi immobiliari svizzeri

Z score: media del rapporto prezzo/valore contabile, rapporto corso/utile, reddito della distribuzione degli utili e differenziale di rendimento delle obbligazioni della Confederazione a 10 anni



La performance passata non costituisce una garanzia per gli andamenti futuri. La performance può risentire delle provvigioni, commissioni e di altri costi, oltre che delle oscillazioni dei tassi di cambio.

Fonte: Bloomberg, 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 CONSUMO: 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 da un'associata di Credit Suisse oppure Credit Suisse potrebbe essere il solo market maker di tali investimenti. Credit Suisse è coinvolto in molte attività correlate alle società menzionate nel presente rapporto. Queste attività comprendono negoziazioni specializzate, arbitraggio dei rischi, market making e altre negoziazioni titoli per proprio conto. **REGIME FISCALE:** Nessun elemento del presente rapporto costituisce una consulenza in materia di investimenti, legale, contabile o fiscale. Credit Suisse non offre alcuna consulenza per quanto attiene alle conseguenze fiscali degli investimenti e ti consigliamo di rivolgerti a un fiscalista indipendente. I livelli di tassazione e la base imponibile dipendono dalle circostanze individuali e sono soggetti a variazioni. **FONTI:** Le informazioni e le opinioni illustrate nel presente rapporto sono state ricavate o desunte da fonti che, a giudizio di Credit Suisse, sono affidabili. Tuttavia, Credit Suisse non rilascia alcuna dichiarazione in merito alla loro accuratezza o completezza. Credit Suisse non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'utilizzo del presente rapporto. **SITI WEB:** Il presente rapporto può fornire gli indirizzi di, o contenere collegamenti ipertestuali a, siti Web. Salvo ove il presente rapporto si riferisca a materiale riportato sul sito Web di Credit Suisse, Credit Suisse non ha esaminato i siti collegati e non si assume alcuna responsabilità in relazione ai contenuti dei siti in questione. Tali indirizzi o collegamenti ipertestuali (compresi gli indirizzi o i collegamenti ipertestuali al materiale sul sito Web di Credit Suisse) sono forniti esclusivamente per tua praticità e le informazioni e i contenuti dei siti collegati non costituiscono in alcun modo parte integrante del presente rapporto. L'accesso ai siti Web in questione o l'impiego di tali link tramite il presente rapporto o il sito Web di Credit Suisse saranno completamente a tuo rischio.

Entità distributrici

Salvo quanto diversamente qui specificato, il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, una banca svizzera autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari. **Australia:** Il presente rapporto è distribuito in Australia da Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) soltanto a clienti "Wholesale" secondo quanto definito nella sezione s761G del Corporations

Act 2001. CSSB non garantisce il rendimento, né rilascia alcuna garanzia in merito alla performance, dei prodotti finanziari a cui il presente rapporto fa riferimento. **Austria:** Il presente rapporto viene distribuito da CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. La Banca è una filiale di CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo avente sede in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. È altresì soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo nonché dell'autorità di sorveglianza austriaca, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna. **Bahrain:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, Bahrain Branch, autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Bahrain (CBB) come Investment Firm Category 2. Credit Suisse AG, filiale del Bahrain, ha sede al Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Regno del Bahrain. **Dubai:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG (DIFC Branch), debitamente autorizzata e regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority («DFSA»). I relativi prodotti o servizi finanziari sono disponibili soltanto per i clienti professionisti o le controparti di mercato, secondo la definizione della DFSA, e non sono destinati a qualsivoglia altra persona. Credit Suisse AG (DIFC Branch) ha sede al Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Emirati Arabi Uniti. **Francia:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France,, autorizzato dall'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) in qualità di fornitore di servizi d'investimento. Il Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, è soggetto alla supervisione e al controllo dell'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution e dall'Autorité des Marchés Financiers. **Germania:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse (Deutschland) AG, che è autorizzata e regolamentata dal Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Guernsey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Channel Islands) Limited, una persona giuridica indipendente registrata a Guernsey con n. 15197 e sede legale in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. Il Credit Suisse (Channel Islands) Limited è interamente controllato da Credit Suisse AG e regolamentato dalla Guernsey Financial Services Commission. Copie dell'ultimo bilancio soggetto a revisione contabile sono disponibili su richiesta. **India:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse Securities (India) Private Limited (n. CIN U67120MH1996PTC104392), soggetta alla regolamentazione del Securities and Exchange Board of India in qualità di Research Analyst (n. registrazione INH 000001030), di Gestore di portafoglio (n. registrazione INP000002478) e Intermediario in valori mobiliari (n. registrazione INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), e indirizzo registrato presso 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, India, T- +91-22 6777 3777. **Italia:** Il presente rapporto è distribuito in Italia da Credit Suisse (Italy) S.p.A., banca di diritto italiano, iscritta all'albo delle banche e soggetta alla supervisione e al controllo di Banca d'Italia e CONSOB; è inoltre distribuito da Credit Suisse AG, banca svizzera autorizzata a fornire servizi bancari e finanziari in Italia. **Jersey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, regolamentato dalla Jersey Financial Services Commission per l'esecuzione delle attività d'investimento. La sede di Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, a Jersey è la seguente: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. **Libano:** Questa relazione viene distribuita da Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un istituto finanziario costituito in Libano e regolamentato dalla Banca centrale del Libano (Central Bank of Lebanon, «CBL»), con numero di licenza per l'istituto finanziario 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL è soggetta alle leggi e alle regolamentazioni della CBL, oltre che alle leggi e alle decisioni della Capital Markets Authority of Lebanon («CMA»). CSLF è una filiale di Credit Suisse SA e parte di Credit Suisse Group (CS). La CMA non si fa carico di alcuna responsabilità per i contenuti delle informazioni incluse nel presente rapporto, tra l'altro per l'accuratezza e la completezza di tali informazioni. La responsabilità per il contenuto di questo rapporto è di chi l'ha pubblicato, dei rispettivi amministratori e di altre persone, come gli esperti, le cui opinioni vengono 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 di Credit Suisse



Qualità della localizzazione 2017

L'indicatore della qualità della localizzazione di Credit Suisse, pubblicato con cadenza annuale, misura il grado di attrattiva delle regioni e dei cantoni svizzeri per le imprese.

Publicato il 12 settembre 2017



Studio regionale NAB Argovia 2017

Lo studio regionale NAB mira ad approfondire alcuni temi attuali per l'economia dell'Argovia. Quest'anno l'attenzione è rivolta principalmente al mercato del lavoro e alla penuria di manodopera specializzata.

24 ottobre 2017



Indice costruzioni Svizzera 4° trimestre 2017

L'Indice costruzioni Svizzera, pubblicato trimestralmente, fornisce informazioni attuali sulla congiuntura nel settore edile e contiene stime e retroscena sull'andamento dei fatturati nel settore edile.

22 novembre 2017



Monitor Svizzera 2. trimestre 2017

Il Monitor Svizzera analizza e pronostica l'evoluzione dell'economia svizzera.

12 dicembre 2017



Retail Outlook 2018

Il sondaggio annuale sul commercio al dettaglio svizzero illustra le prospettive congiunturali del settore e le sfide attuali. Nel tema prioritario di quest'anno esaminiamo fra l'altro il comportamento di mobilità nel fare acquisti.

9 gennaio 2018

Abbonatevi alle nostre pubblicazioni direttamente presso il vostro consulente alla clientela.