

## Monitor immobiliare Svizzera

2° trimestre 2018

# Movimenti sul mercato ipotecario



Volume ipotecario  
**Dinamismo ridotto**

Pagina 5

Crediti ipotecari  
**L'imbarazzo della scelta**

Pagina 9

Appartamenti in affitto  
**Tra l'incudine  
e il martello**

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

24 maggio 2018

### Collana

Swiss Issues Immobilien

### Visitateci su Internet

[www.credit-suisse.com/immobilien](http://www.credit-suisse.com/immobilien)

### Copyright

La presente pubblicazione può essere citata con l'indicazione della fonte.  
Copyright © 2018 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

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

Brice Hoffer

Cara lettrice, caro lettore

Il cambiamento è l'unica costante, come illustrò il filosofo Eraclito ai suoi concittadini. Tale principio vale sempre di più anche per il mercato immobiliare e ipotecario, al quale la digitalizzazione conferisce un nuovo slancio. Circa una ventina di offerenti presenta ormai offerte online con cui è possibile svolgere in tutto o in parte le operazioni ipotecarie sul canale digitale. L'impiego delle tecnologie digitali cambia anche la struttura del mercato ipotecario. Le singole fasi del processo relativo alla concessione di un credito vengono disaggregate in misura crescente e, in tal modo, possono essere esternalizzate. Tale tendenza dischiude un potenziale di mercato sia per i nuovi offerenti, sia per quelli ormai affermati. Grazie alla fase caratterizzata da bassi tassi d'interesse, infatti, le ipoteche sono diventate interessanti anche per gli investitori che non dispongono delle necessarie capacità di esecuzione e vorrebbero percepirle da terzi. Al contempo, l'inasprimento della regolamentazione bancaria comporta il fatto che gli erogatori di crediti ipotecari affermati vogliono ridurre i propri bilanci e cercano investitori terzi ([pagina 7](#)).

Il cambiamento si preannuncia anche in riferimento alla principale grandezza sul mercato ipotecario, ossia l'interesse. La fase dei tassi d'interesse super bassi volge al termine. Di conseguenza, si pone rapidamente la domanda relativa alla strategia di copertura ottimale da adottare. Tale questione si può risolvere solo in stretta consultazione con i singoli beneficiari di crediti ipotecari in considerazione della loro situazione di partenza, pertanto non vi è una risposta generalizzata. Sussistono tuttavia strumenti con cui si può determinare facilmente la giusta strategia a livello individuale. Un tale strumento d'ausilio è costituito dal confronto tra ipoteche fix a lungo termine e un andamento ipotetico relativo alle ipoteche sul mercato monetario, in cui da entrambe le varianti risultano gli stessi costi degli interessi. Sulla base di questo andamento specifico dei tassi delle ipoteche sul mercato monetario, un beneficiario di un credito ipotecario può comprendere facilmente se andrà incontro a tassi più elevati e se, quindi, farebbe meglio a optare per una copertura ([pagina 9](#)).

Anche se o appunto dal momento che la lunga fase dei tassi in calo è giunta al termine, gli immobili sono molto richiesti come sempre. Ciò vale in particolare per il 2018. Nell'anno in corso, la necessità di trovare un'alternativa agli investimenti obbligazionari che, nel contesto attuale, riescono difficilmente a generare un rendimento positivo, dovrebbe raggiungere il livello massimo. Pertanto, nonostante il ciclo avanzato sul mercato immobiliare, prevediamo una domanda di immobili elevata come in precedenza, nonché prezzi in ulteriore crescita unitamente a un'intensa attività edilizia. Le conseguenze di questo sviluppo saranno un numero crescente di superfici sfitte e l'obbligo di adattare al meglio la propria offerta alla domanda. Questo non riesce sempre in modo ottimale e, talvolta, è poco sensato copiare alla cieca il comportamento degli altri investitori; tutto ciò viene illustrato nella nostra analisi degli appartamenti trilocali in fase di costruzione ([pagina 12](#)).

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

Fredy Hasenmaile  
Head Real Estate Economics

## Sommario

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Volume ipotecario: dinamismo ridotto</b>   | <b>5</b>  |
| La Svizzera presenta una delle più elevate quote di indebitamento delle economie domestiche private a livello mondiale. A scatenare preoccupazioni è soprattutto l'aumento continuo in tal senso. Di recente, tuttavia, la quota di indebitamento ha evidenziato solo un aumento inferiore alla media.            |           |
| <b>Mercato ipotecario: la digitalizzazione conferisce nuovo slancio</b>   | <b>7</b>  |
| In Svizzera l'attività relativa ai crediti ipotecari è profondamente influenzata dalle banche. Negli ultimi anni, tuttavia, la digitalizzazione e lo scenario di tassi negativi hanno determinato un numero crescente di nuovi operatori di mercato innovativi.   |           |
| <b>Crediti ipotecari: l'imbarazzo della scelta</b>  | <b>9</b>  |
| In considerazione dei tassi d'interesse ipotecari che registrano di nuovo una lenta crescita, i debitori ipotecari dovrebbero meditare tempestivamente sulla loro strategia dei tassi. Oltre alle riflessioni di natura finanziaria, sono determinanti le esigenze e le preferenze individuali.                   |           |
| <b>Proprietà abitativa</b>  | <b>11</b> |
| <b>Appartamenti in affitto: tra l'incudine e il martello</b>  | <b>12</b> |
| Gli appartamenti di piccole dimensioni sono al centro dell'attenzione degli investitori. In particolare gli appartamenti di tre vani sono apprezzati da progettisti e costruttori. La dimensione dell'appartamento secondo la presunta giusta misura, tuttavia, rischia di trovarsi tra l'incudine e il martello. |           |
| <b>Immobili commerciali</b>   | <b>15</b> |
| <b>Investimenti immobiliari</b>   | <b>16</b> |

## Volume ipotecario

# Dinamismo ridotto

**La Svizzera presenta una delle più elevate quote di indebitamento delle economie domestiche private a livello mondiale. A scatenare preoccupazioni è soprattutto l'aumento continuo. Di recente, tuttavia, la quota di indebitamento ha evidenziato solo un aumento inferiore alla media.**

### **Svizzera: il più alto indebitamento delle economie domestiche**

L'indebitamento delle economie domestiche svizzere dà adito a preoccupazioni da molto tempo. Nelle statistiche internazionali, per quanto riguarda l'indebitamento lordo dei nuclei familiari in relazione al prodotto interno lordo (PIL), la Svizzera è regolarmente in cima alla classifica, insieme ad Australia, Canada, Norvegia e Svezia. In tutti questi paesi, la situazione è da imputare all'indebitamento ipotecario con una quota del 75%–97% dell'indebitamento totale delle economie domestiche private. In tale contesto, una certa preoccupazione è assolutamente giustificata. Secondo le analisi internazionali, a lunghe fasi caratterizzate da una concessione di crediti insolitamente marcata da parte delle banche hanno spesso fatto seguito crisi accentuate. Un elevato indebitamento può rendere vulnerabile un'economia nazionale, se sui mercati insorgono squilibri quali, ad esempio, fattori di stress nel sistema bancario o un eccessivo crollo dei consumi. Negli anni '90, la Svizzera stessa ha accumulato esperienze spiacevoli a causa di una crisi bancaria e immobiliare. In linea di massima, l'accensione di crediti è proficua per una crescita del PIL a lungo termine; tale correlazione, tuttavia, a partire da un certo grado di indebitamento, si trasforma in uno svantaggio.<sup>1</sup> Con un tasso di indebitamento ipotecario pari a un totale del 146% del PIL, la Svizzera ha già superato sensibilmente questa soglia.

### **Attenuazione della crescita del volume ipotecario**

La crescita accentuata dell'indebitamento ipotecario è correlata alle peculiarità svizzere, tra cui figurano gli elevati prezzi degli immobili, la grande importanza del mercato degli appartamenti in affitto che, per la metà, sono di proprietà di persone private, nonché il sistema fiscale locale che crea incentivi per l'indebitamento. Quando tra il 2010 e il 2012 il mercato delle abitazioni di proprietà rischiava di subire un surriscaldamento, la politica ha reagito con un inasprimento della regolamentazione. Oltre all'aumento della copertura con fondi propri stabilito dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari e all'introduzione del buffer patrimoniale anticiclico a opera della Banca nazionale svizzera, è stato soprattutto l'inasprimento dell'autoregolamentazione da parte delle banche a costituire uno strumento efficace per attenuare la crescita delle ipoteche. Le misure di autoregolamentazione introdotte nell'estate 2012 e irrigidite nell'autunno 2014 hanno ridotto sensibilmente il numero di economie domestiche in grado di superare gli ostacoli relativi al finanziamento per l'acquisizione di un appartamento di proprietà. Da allora la crescita annua del volume ipotecario delle economie domestiche private (cfr. fig. 1) si è dimezzata da oltre il 5% all'inizio del 2012 al 2,57% a fine 2017. La crescita del volume ipotecario nominale si attesta dunque di gran lunga al di sotto della media pluriennale del 5,36% dal 1987. Alla riduzione non hanno contribuito solo i più elevati requisiti patrimoniali, ma anche l'inasprimento delle direttive sull'ammortamento che prevedono un più rapido rimborso della quota di anticipo per due terzi del valore di anticipo.

### **1000 miliardi di franchi di debiti ipotecari verso la fine del 2018**

Al volume ipotecario dei privati si aggiunge anche quello delle imprese al quale, tuttavia, va imputato solo un quarto di tutte le ipoteche in essere. Nel complesso, nei registri contabili delle banche, alla fine del 2018 il volume dei crediti ipotecari dovrebbe superare un valore pari a CHF 1000 mia. Nonostante il dinamismo ipotecario ridotto, la quota di indebitamento, ossia il rapporto tra indebitamento ipotecario e la creazione del valore interno, sulla base del prodotto interno lordo (PIL), continua a crescere. Tale aspetto è stato ripetutamente criticato da diversi ambienti, con riferimento ai rischi sopra accennati. Tuttavia, il fatto che il volume ipotecario cresca più rapidamente della creazione di valore sotto forma di PIL non costituisce un nuovo stato di cose; infatti, ciò si verifica già dal 1975 (cfr. fig. 2). Da tale anno, la quota dei requisiti ipotecari rispetto al PIL è continuamente aumentata dal 47% al 146%. Ciononostante, non è così facile rispondere alla domanda con cui ci si interroga sul livello della quota di indebitamento da classificare come ancora non problematica e quella da considerare già rischiosa. In Svizzera, ad esem-

<sup>1</sup> Cfr. le analisi di Cecchetti e Kharroubi (2012), Arcand et al (2015), nonché gli studi del Fondo monetario internazionale (2017)

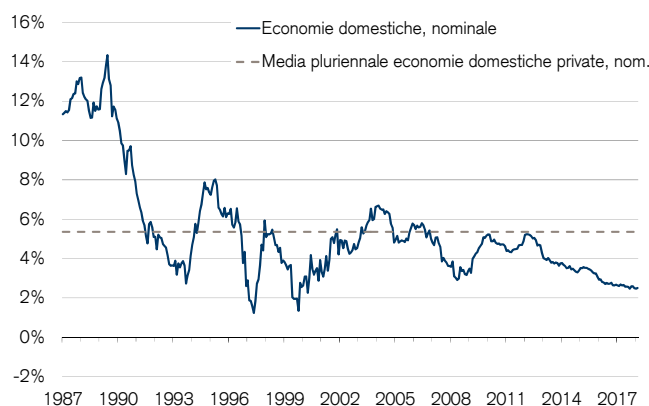
pio, a differenza degli altri paesi che presentano un elevato indebitamento delle economie domestiche, la gran parte delle ipoteche rientra nella categoria delle ipoteche fix, fattore che riduce notevolmente la vulnerabilità verso i rischi dei tassi.

### La quota di indebitamento cresce ancora solo al di sotto della media

Un possibile parametro rilevante è costituito dalla crescita tendenziale. Considerata in termini assoluti, la crescita del volume ipotecario, sia a livello nominale (cfr. fig. 1) sia a livello reale (cfr. fig. 2), si attesta palesemente al di sotto della media di lungo termine. Senza riferimento all'attività economica, tuttavia, i tassi di crescita assoluti non sono particolarmente rilevanti. Per questo motivo, vale la pena dare uno sguardo alla quota di indebitamento, il cui aumento, dalla metà degli anni '70, evidenzia altresì una crescita tendenziale: tale quota è aumentata in media di 2,3 punti percentuali all'anno. Contrariamente alle aspettative, l'aumento della quota di indebitamento registrato negli ultimi anni si è attestato al di sopra di questa media pluriennale, malgrado la crescita ridotta del volume ipotecario. Ciò è stato determinato dalla debole congiuntura economica. Solo lo scorso anno la crescita tendenziale della quota di indebitamento è di nuovo risultata inferiore alla media. Tale andamento si dovrebbe comunque riscontrare in futuro con maggiore frequenza, poiché il nuovo aumento graduale dei tassi ipotecari dovrebbe seriamente frenare la crescita del volume ipotecario e, di conseguenza, dovrebbe contribuire ad arginare il pericolo di un'eccessiva espansione del volume creditizio.

**Fig. 1: Debole crescita del volume ipotecario**

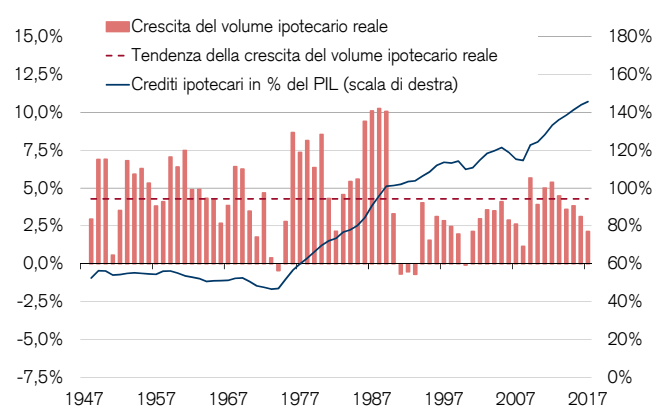
Crescita nominale del volume ipotecario delle economie domestiche private



Fonte: Banca nazionale svizzera, Credit Suisse

**Fig. 2: Crescita ipotecaria di gran lunga inferiore alla crescita tendenziale**

Crescita reale del volume ipotecario (privati e imprese) e quota di indebitamento in % del PIL



Fonte: Credit Suisse, Banca nazionale svizzera

## Mercato ipotecario

# La digitalizzazione conferisce nuovo slancio

**In Svizzera l'attività relativa ai crediti ipotecari è profondamente influenzata dalle banche. Negli ultimi anni, tuttavia, la digitalizzazione e lo scenario di tassi negativi hanno determinato un numero crescente di nuovi operatori di mercato innovativi.**

**Le banche dominano la concessione di crediti ipotecari**

Per tradizione, in Svizzera la concessione di crediti ipotecari è fortemente influenzata dalle banche. A fine 2017, le banche elvetiche presentavano un volume di ipoteche pendenti pari a CHF 973,9 mia. Anche le compagnie assicurative e le casse pensioni, però, sono operative in questo mercato. Con un volume di CHF 36,7 mia. (compagnie assicurative, 2016) ovvero di CHF 14,4 mia. (casse pensioni, 2016), rispetto alle banche, esse rappresentano però solo un offerente di nicchia con una quota di mercato solamente del 5,1% a fine 2016.

**Compagnie assicurative e casse pensioni come offerenti di nicchia**

La presenza di nicchia di compagnie assicurative e casse pensioni è riconducibile a diversi motivi. Da un lato, la concessione di crediti ipotecari comporta un elevato onere amministrativo, ad esempio per l'esame del rischio e lo svolgimento delle operazioni. Al di sotto di un determinato importo minimo, per molto tempo, proprio per le casse pensioni di piccole e medie dimensioni l'erogazione di crediti ipotecari non è stata un'attività allettante. Solo nel contesto caratterizzato da bassi tassi, osservato negli ultimi anni, le compagnie assicurative e le casse pensioni hanno riscoperto l'attività ipotecaria, settore dal quale, in precedenza, si erano ritirate in misura crescente. Alla ricerca di rendimenti, le ipoteche vengono apprezzate sempre di più come alternativa interessante agli investimenti obbligazionari. Le compagnie assicurative hanno intrapreso questa strada già nel 2014 (cfr. fig. 3), mentre per le casse pensioni il processo ha richiesto più tempo. Attualmente, questi due operatori marginali presentano tassi di crescita notevolmente più elevati rispetto a quelli delle banche.

**La digitalizzazione fa il proprio ingresso nell'attività ipotecaria**

Negli ultimi anni, è stata poi la digitalizzazione a conferire un nuovo slancio al mercato ipotecario svizzero. Da un lato, gli offerenti tradizionali hanno iniziato a digitalizzare i loro processi, il che consente uno svolgimento più rapido ed efficiente dell'intero processo ipotecario. A ciò si aggiunge il fatto che, grazie alla vetrina digitale, ci si può improvvisamente rivolgere a segmenti di clienti al di fuori dell'area di mercato storica. Di conseguenza, è aumentata la concorrenza tra gli offerenti tradizionali. La progressiva digitalizzazione, tuttavia, agevola anche l'entrata di nuovi attori sul mercato. Ciò emerge in modo impressionante nell'attività di intermediazione in forte crescita. Oltre ai classici intermediari, quali architetti o agenti immobiliari, sono sorte soprattutto anche nuove piattaforme digitali. In tal senso, si tratta in parte di offerenti esistenti, ad esempio piazze immobiliari online o anche associazioni, in parte sono però anche start-up innovative di nuova creazione. Le conseguenze sono un brusco aumento del volume ipotecario online fino a raggiungere CHF 4 mia. lo scorso anno (stima effettuata dall'Istituto per i servizi finanziari di Zugo (IFZ) della Scuola universitaria professionale di Lucerna, cfr. fig. 4), nonché una maggiore trasparenza imposta agli offerenti affermati sul mercato che attualmente collaborano in misura crescente con tali intermediari e che, in parte, hanno addirittura acquisito questi ultimi. I nuovi offerenti, tuttavia, non si concentrano solo sull'attività di intermediazione, ma osano esplorare anche nuove nicchie. Esempi in tal senso sono costituiti dal crowdlending, con cui molti (piccoli) investitori assumono il ruolo di creditore, oppure l'intermediazione di ipoteche di secondo grado con un approccio peer-to-peer.

**Anche gli offerenti tradizionali si lanciano nell'attività di intermediazione**

A causa della progressiva digitalizzazione e della crescente concorrenza, gli offerenti storici sono chiamati sempre più a ottimizzare e ampliare i loro modelli di business. Ne risulta dunque che anche gli offerenti tradizionali assumono in misura crescente il ruolo di mediatori, ad esempio con la concentrazione e la trasmissione di ipoteche a terzi. Mediante le obbligazioni fondiari, tali cartolarizzazioni vengono effettuate già da diversi decenni. Negli ultimi anni, tuttavia, le banche di dimensioni maggiori hanno iniziato sempre più a rivolgersi agli investitori in modo diretto. In conformità alla ripartizione dei compiti, mettono a disposizione anche di terzi la propria competenza di esecuzione e creano un contatto diretto tra i proprietari di immobili da reddito e gli investitori. Tale sviluppo si verifica soprattutto nello scenario caratterizzato da un inasprimento delle disposi-

zioni sulla liquidità e sul capitale proprio, che costringono le banche a contrarre nel bilancio il volume dei loro registri creditizi e ad elaborare nuovi modelli di business.

### Nuovi comparti d'investimento con operatori specializzati

A seguito della crescente attività di intermediazione e come conseguenza dell'accresciuto interesse da parte degli investitori per le ipoteche, sono sorte anche nuove offerte come, ad esempio, comparti d'investimento con crediti ipotecari. Oltre agli offerenti ipotecari tradizionali che apportano il loro ampio know how nell'esame del rischio, nella valutazione dell'immobile e nello svolgimento del processo, emergono sul mercato in misura crescente anche attori specializzati nell'erogazione di servizi di outsourcing. Già oggi esistono i primi offerenti che consentono agli investitori, come le casse pensioni di medie dimensioni, di presentarsi come offerenti di ipoteche mediante «White Label». Gli interi processi di concessione del credito, tuttavia, avvengono mediante l'intermediario specializzato, che rimane in secondo piano. In futuro, dunque, il processo di concessione di crediti ipotecari dovrebbe essere standardizzato e automatizzato in misura ancora più marcata, con l'obiettivo di poter ripartire, all'occorrenza, l'intera catena del processo in modo rapido e semplice.

### Opportunità e rischi legati alla separazione dei servizi ipotecari tradizionali

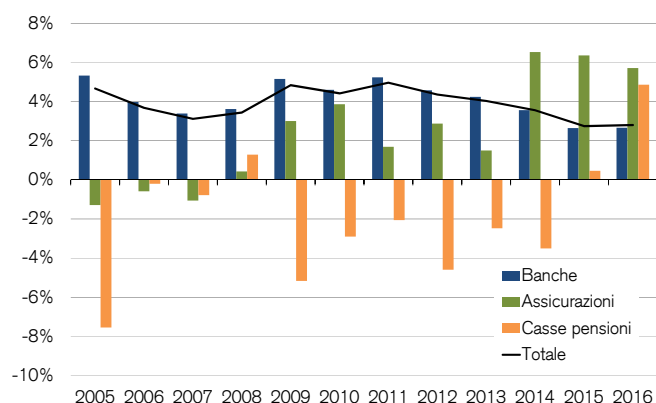
Tale sviluppo comporta opportunità e rischi per gli offerenti ipotecari tradizionali. Da un lato, infatti, questi ultimi dispongono di team e processi consolidati, in modo tale da poter erogare con efficienza i servizi come la gestione del rischio e l'esecuzione del processo. Pertanto, per gli attori classici è interessante integrare la propria offerta aggiungendo tali servizi «White Label». In un tale scenario, tuttavia, si deve prestare particolare attenzione alla Corporate Governance, per evitare che insorgano effetti disincentivanti. Ciò vale comunque sia per gli offerenti tradizionali sia per i semplici fornitori di servizi di outsourcing. È ad esempio previsto che l'investitore possa scegliere autonomamente le ipoteche da un determinato pool oppure che la banca partecipi al rischio di credito con una propria tranche. Dall'altro lato, a seguito dello sviluppo attuale, rischia di emergere una più aspra pressione concorrenziale. Se nel processo di concessione di crediti ipotecari proseguirà la ripartizione dei compiti, dovrebbe aumentare la concorrenza nelle singole fasi del processo. Per i singoli processi, infatti, gli ostacoli all'ingresso sono in genere molto più accentuati rispetto all'intera catena del processo che va dalla consulenza, alla valutazione del rischio fino a includere il rifinanziamento. Per i nuovi offerenti, inoltre, sussiste il rischio che molti investitori, a fronte di un aumento incessante dei tassi ipotecari, rivolgano di nuovo l'attenzione ad altre classi di investimento. Rimarrà dunque da vedere quali di queste nuove idee e di questi nuovi prodotti funzioneranno anche nel lungo periodo.

### Regolamentazione per mercati stabili

Il contesto relativo alla concessione dei crediti in fase di cambiamento, tuttavia, solleva anche questioni di carattere normativo. Proprio negli ultimi anni, in stretta consultazione con l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), le banche si sono sottoposte a una rigida autoregolamentazione. Tale misura è stata adottata anche con l'obiettivo di evitare eccessi speculativi carichi di conseguenze, come, ad esempio, si è potuto osservare negli Stati Uniti a seguito della crisi dei subprime. Con la crescente comparsa di ulteriori offerenti, dovrebbe assumere priorità interrogarsi se e in che forma i nuovi attori debbano adottare le misure di autoregolamentazione esistenti.

**Fig. 3: Ricompaiono gli attori di nicchia**

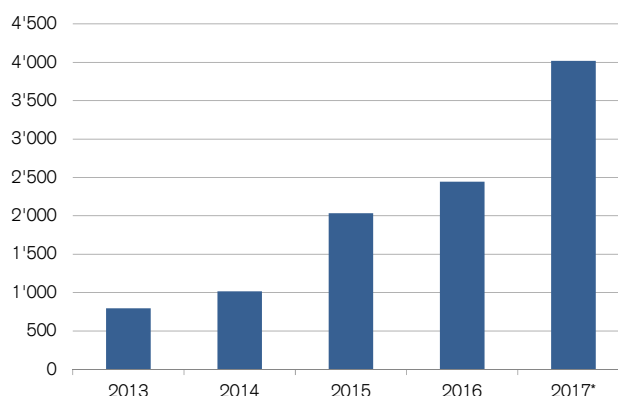
Crescita del volume ipotecario nominale dei principali gruppi di offerenti



Fonte: BNS, Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari, UST, Credit Suisse

**Fig. 4: Volume ipotecario online 2013–2017**

Volume in mio. di CHF (\*2017: stima)



Fonte: e-foresight, Istituto per i servizi finanziari di Zugo (IFZ)



## Crediti ipotecari

# L'imbarazzo della scelta

In considerazione dei tassi d'interesse ipotecari che registrano di nuovo una lenta crescita, i debitori ipotecari dovrebbero meditare tempestivamente sulla loro strategia dei tassi. Oltre alle riflessioni di natura finanziaria, sono decisive le esigenze e le preferenze individuali.

### Un primo aumento dei tassi di riferimento si delinea per il 2019

L'economia svizzera si muove di nuovo in territorio positivo. Per l'intero anno, prevediamo una crescita economica del 2,2%. Il più importante volano della crescita è costituito dalla congiuntura mondiale dinamica. Inoltre, la svalutazione del franco nei confronti dell'euro ha creato condizioni molto favorevoli per le aziende elvetiche. Nel frattempo, anche l'inflazione ha prodotto effetti positivi. A lungo termine, tuttavia, la Banca nazionale svizzera attende un aumento del rincaro oltre il proprio obiettivo di inflazione, motivo per cui si profila un maggior rigore in termine di politica monetaria. Nella misura in cui la situazione economica nell'area dell'euro non subisca nuovamente un peggioramento inatteso, nel marzo 2019 prevediamo un primo aumento dei tassi di riferimento in Svizzera da -0,75% a -0,5%.

### Le ipoteche fix sono già in salita

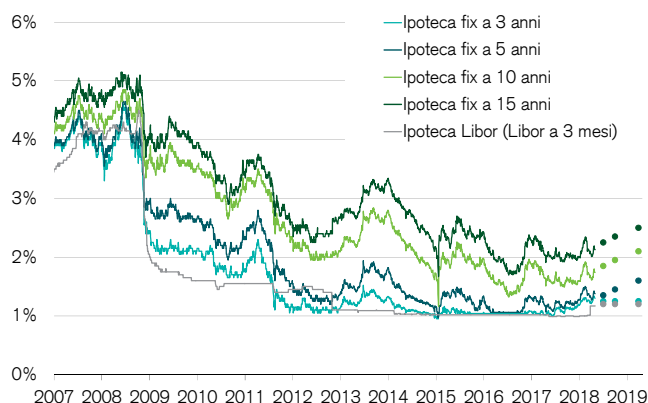
A fronte di un tale aumento, il tasso d'interesse Libor rimarrà in territorio negativo, pertanto i tassi d'interesse delle ipoteche flex rollover non dovrebbero salire neanche nei prossimi dodici mesi e dovrebbero quindi attestarsi ai livelli minimi. Per quanto concerne i tassi d'interesse delle ipoteche fix con durate da medie a lunghe, invece, nei dodici mesi a venire prevediamo un ulteriore aumento nel complesso di 30-50 punti base (cfr. fig. 5). Come in precedenza, l'ulteriore crescita sarà caratterizzata da oscillazioni verso l'alto e verso il basso.

### A livello finanziario, le ipoteche fix sono più convenienti delle ipoteche Libor solo in rari casi

Anche se, malgrado la tendenza in salita, i tassi d'interesse delle ipoteche fix permangono bassi nel contesto storico, i debitori ipotecari dovrebbero riflettere tempestivamente sulla necessità di attribuire priorità, per i prossimi anni, a un'ipoteca Libor o a un'ipoteca fix. Da un confronto storico emerge che, con poche eccezioni, le ipoteche fix risultano più costose per la loro intera durata rispetto a un'ipoteca Libor. Un'ipoteca fix a 5 anni, ad esempio, solo tra il 1986 e la fine del 1989 e, di nuovo a breve termine, nel 2004 ovvero nel 2005, sarebbe stata più conveniente di un'ipoteca Libor (cfr. fig. 6). Alla fine degli anni '80 sarebbe altresì convenuto stipulare un'ipoteca fix a 10 anni, ma non nel 2004 e nel 2005. Da un punto di vista prettamente finanziario, vale la pena optare per un'ipoteca fix solamente in pochi momenti, tanto più che deve essere scelta anche la giusta durata.

**Fig. 5: Il primo aumento dei tassi di riferimento si profila per il 2019**

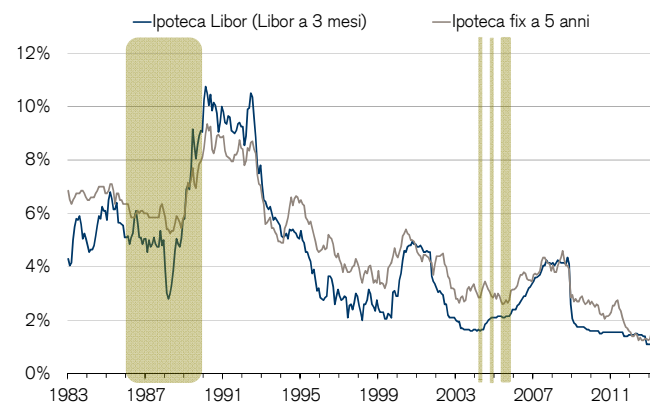
Tassi ipotecari con previsione (2° trimestre 2018) relativa a tre, sei e dodici mesi



Fonte: Credit Suisse

**Fig. 6: Le ipoteche Libor sono generalmente più convenienti**

Periodi in cui un'ipoteca fix a 5 anni era più conveniente rispetto a un'ipoteca Libor per l'intera durata



Fonte: Credit Suisse, Datastream

### Ipoteca fix con carattere assicurativo

Ciononostante, le ipoteche fix presentano una giustificazione. Ciò viene anche dimostrato palesemente dallo sviluppo della fine degli anni '80. I debitori ipotecari con un'ipoteca variabile, che

in quella fase costituiva il prodotto scelto con maggiore frequenza, entro breve tempo si sono trovati a fare i conti con un imponente aumento dei tassi quasi dell'8%. Le ipoteche variabili e le ipoteche Libor, dunque, comportano sempre anche il rischio di marcate oscillazioni dei tassi. Non tutti i debitori ipotecari vogliono o possono sostenere finanziariamente tali aumenti rapidi e bruschi, per non parlare dello stress nervoso che si accompagna a un onere di questo genere. In tal senso, le ipoteche fix vanno classificate come prodotto assicurativo che, in cambio di un premio, offre una garanzia contro lo stress finanziario.

### Vale la pena stipulare oggi un'ipoteca fix?

Nel contesto attuale in cui il premio per una copertura a 10 anni è storicamente basso, può essere assolutamente sensato passare temporaneamente a un'ipoteca fix. Nell'ambito di un'analisi del punto di pareggio, abbiamo osservato di quanto dovrebbero aumentare le ipoteche Libor affinché, dalla prospettiva attuale, la stipula di un'ipoteca fix con una durata di dieci anni possa essere finanziariamente più conveniente (cfr. fig. 7). Se le ipoteche Libor aumentano in un momento precedente o in misura maggiore oppure calano di nuovo in un momento successivo rispetto a quanto raffigurato nel grafico (corrisponde a un'inflazione e/o a una ripresa economica più marcata), per i prossimi dieci anni la scelta di un'ipoteca fix dovrebbe rappresentare la migliore strategia. Se, invece, le ipoteche Libor registrano un rialzo in un momento successivo o più lentamente oppure evidenziano di nuovo un calo in un momento precedente rispetto al grafico (corrisponde a un'inflazione e/o a una ripresa economica più debole), per i prossimi dieci anni la scelta di un'ipoteca Libor dovrebbe rappresentare la migliore strategia. A seconda delle proprie aspettative relative all'andamento dei tassi, il beneficiario di un'ipoteca può autonomamente decidere, sulla base di tale raffronto, quale strategia risulta per lui più adeguata.

### Non aspettare troppo in caso di un eventuale cambio di prodotto

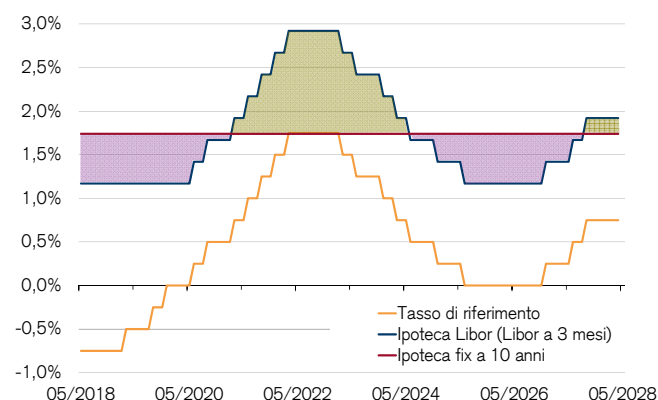
Nel contesto attuale, un possibile passaggio a un'ipoteca fix non si dovrebbe procrastinare troppo a lungo. È vero che i tassi delle ipoteche Libor permarranno ai minimi attuali ancora per diverso tempo; infatti, solo quando i tassi di riferimento supereranno lo zero, ciò si rifletterà in un aumento dei tassi delle ipoteche Libor. Nel frattempo, tuttavia, i tassi d'interesse delle ipoteche fix dovrebbero continuare a salire (cfr. fig. 8). All'inizio di maggio 2018, la differenza tra un'ipoteca Libor (Libor a 3 mesi) e un'ipoteca fix a 10 anni era di 0,57 punti percentuali, un valore molto basso se considerato in una prospettiva storica. Secondo le nostre previsioni attuali, questa differenza dovrebbe ampliarsi arrivando a 0,93 punti percentuali, fino all'aprile 2019. Se poi salirà nuovamente anche l'ipoteca Libor in base al nostro scenario nella primavera 2020, la differenza rispetto all'ipoteca fix a 10 anni equivarrebbe già a 1,43 punti percentuali. Se, dunque, un passaggio viene effettuato troppo tardi, aumentano i rischi che i risparmi iniziali dovuti al mantenimento di un'ipoteca Libor vengano annullati da un tasso delle ipoteche fix aumentato in un secondo momento.

### Combinazione ottimale di sicurezza e flessibilità

La scelta di un'ipoteca, tuttavia, non dipende solo da aspetti finanziari, ma è sempre legata anche alle esigenze e preferenze specifiche individuali. Di conseguenza, è importante chiarire con un esperto ipotecario i requisiti e le esigenze personali. Pertanto, proprio nello scenario attuale e alla luce delle incertezze relative all'ulteriore sviluppo, può essere sensato combinare diverse ipoteche e durate, al fine di raggiungere un mix ottimale di sicurezza e flessibilità.

#### Fig. 7: Nel contesto attuale vi sono buone ragioni per optare per un'ipoteca fix

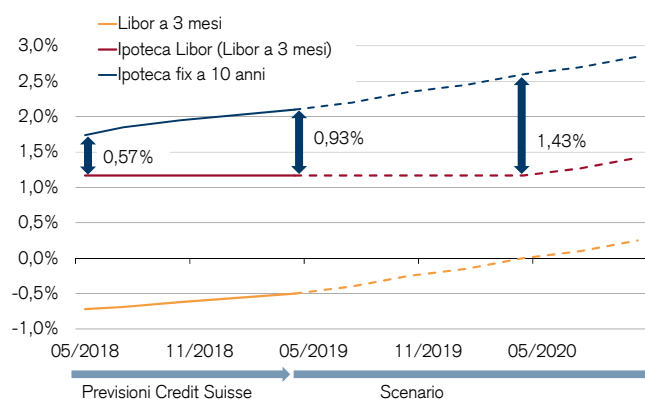
Scenario del punto di equilibrio in cui i costi per un'ipoteca Libor risultano analoghi a quelli di un'ipoteca fix a 10 anni stipulata ora



Fonte: Credit Suisse

#### Fig. 8: Non procrastinare troppo a lungo un eventuale passaggio a un'ipoteca fix

Differenza tra ipoteca fix a 10 anni e ipoteca Libor; 05/2018 – 04/2019: previsioni Credit Suisse; da 05/2019: scenario



Fonte: Credit Suisse

## Proprietà abitativa

### Malgrado una flessione, la domanda permane elevata

Da inizio anno, la domanda di appartamenti di proprietà e di case unifamiliari si è leggermente attenuata. Tale andamento dovrebbe essere imputabile ai tassi d'interesse delle ipoteche fix lentamente in salita e ai recenti aumenti dei prezzi in relazione alla proprietà abitativa. I prezzi più alti limitano la cerchia di potenziali richiedenti a causa dei requisiti di calcolo finanziario più elevati. Rispetto agli anni precedenti, comunque, la domanda rimane a un livello elevato. Grazie all'accelerazione congiunturale e ai tassi d'interesse ipotecari ancora molto bassi nel contesto storico, anche nel prosieguo dell'anno la domanda dovrebbe permanere elevata.

### La pipeline di progetti continua a rimanere a un livello basso

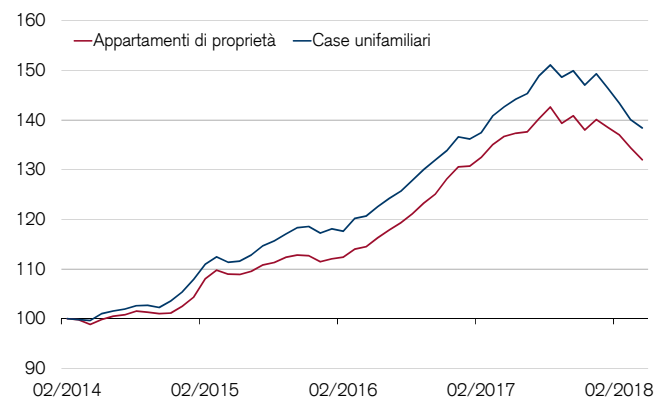
Il numero di immobili di proprietà abitativa per cui è stata concessa una licenza di costruzione è di nuovo diminuito su base annua. Negli ultimi dodici mesi, sono stati autorizzati appena 14 200 appartamenti di proprietà (-2,0%) e 7300 case unifamiliari (-7,4%). Per entrambi i segmenti, dunque, l'ampliamento dell'offerta risulta notevolmente inferiore alla media dal 2002. Nello scorso semestre, il numero di licenze si è stabilizzato almeno per gli appartamenti di proprietà. Tale andamento, tuttavia, non dovrebbe riflettersi sul numero di immobili ultimato prima del 2019. Pertanto l'offerta di nuovi immobili di proprietà permane al di sotto dell'attuale potenziale di domanda.

### Prezzi per la proprietà abitativa in crescita solida

Nel 1° trimestre 2018, i prezzi relativi alla proprietà abitativa hanno registrato un ristagno. Rispetto al trimestre dell'anno precedente, tuttavia, evidenziano un solido aumento del 3,6% per gli appartamenti di proprietà ovvero del 2,7% per le case unifamiliari. La dinamica dei prezzi recuperata permane così al di sotto della crescita dei prezzi media dal 2000. Il livello più alto dell'aumento dei prezzi risulta nell'area di Zurigo, nonché nelle regioni circostanti di Lucerna, Basilea, Berna e Losanna. Grazie alla situazione congiunturale molto positiva, ai tassi d'interesse ipotecari come sempre bassi e a un'attività edilizia in calo, anche nei prossimi trimestri prevediamo un rialzo in termini di prezzi; quest'ultimo, tuttavia, dovrebbe attestarsi a livelli leggermente inferiori rispetto ai tassi di crescita registrati di recente.

### Fig. 9: Indice della domanda relativa alla proprietà abitativa

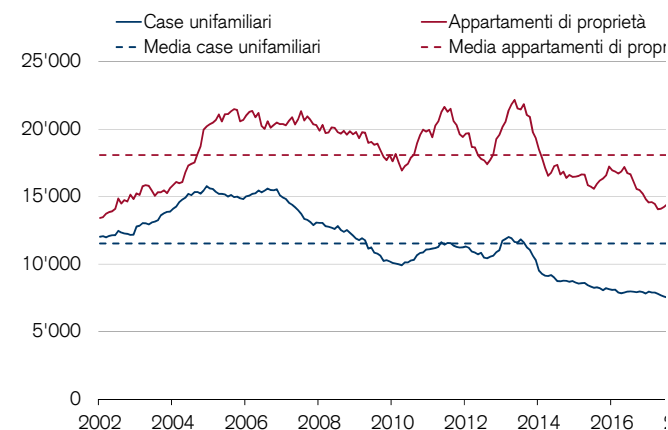
Indice, febbraio 2014 = 100



Fonte: Reamatch360

### Fig. 10: Licenze di costruzione proprietà abitativa

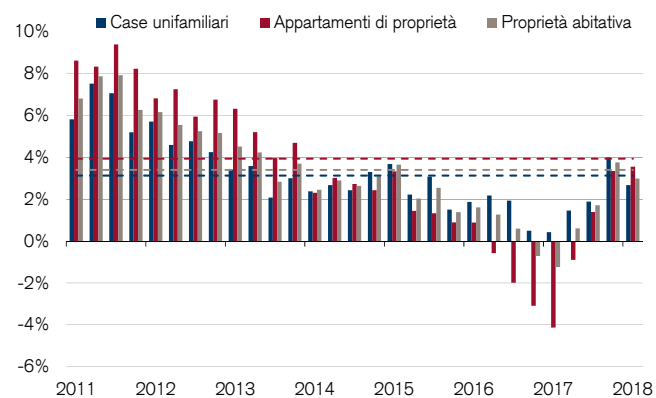
Licenze di costruzione in numero di unità abitative, somma mobile su 12 mesi



Fonte: Baublatt, Credit Suisse

### Fig. 11: Andamento dei prezzi della proprietà abitativa

Tassi di crescita annua; linee punteggiate: media 2000 - 2017 p.a.



Fonte: Wüest Partner, Credit Suisse

## Appartamenti in affitto

# Tra l'incudine e il martello

**Gli appartamenti di piccole dimensioni sono al centro dell'attenzione degli investitori. In particolare gli appartamenti di tre vani sono apprezzati da progettisti e costruttori. La dimensione dell'appartamento secondo la presunta misura ideale, tuttavia, rischia di trovarsi tra l'incudine e il martello.**

**Le difficoltà di vendita spingono a una migliore armonizzazione**

I tempi in cui tutto quello che veniva costruito sul mercato degli appartamenti in affitto andava a ruba, sono ormai passati. Il numero crescente di appartamenti sfitti attesta un'offerta eccessiva in aumento. Per questo, gli investitori si adoperano al fine di armonizzare meglio i loro appartamenti al mercato e di adeguarli alle esigenze attuali dei locatari. A causa della nota tendenza generale ad avere nuclei familiari più piccoli, essi sono passati a costruire appartamenti di più piccole dimensioni. Tale andamento si traduce nella costruzione crescente di appartamenti a due e tre vani (cfr. fig. 13). Dal 2013 è aumentato costantemente il numero di unità abitative ultimate di più piccole dimensioni; dal 2015 tale cifra ha addirittura registrato un'accelerazione. Alla maggior parte degli investitori, tuttavia, manca il coraggio di svincolarsi in modo ancora più coerente dai vecchi modelli e dalla costruzione di appartamenti perlopiù a tre e quattro vani. Dato che, comunque, desiderano offrire appartamenti di dimensioni più piccole, si concentrano sempre più sugli appartamenti a tre vani, presumibilmente come buon compromesso.

**Trilocale: il taglio di appartamento più frequente**

La costruzione di appartamenti destinati alla locazione persiste ancora a livelli molto alti, pertanto si trova in fase di costruzione un numero molto elevato di trilocali. Da un punto di vista puramente numerico, l'appartamento a tre vani ha sostituito quello a quattro vani divenendo la dimensione di appartamento costruita con maggiore frequenza. Oltre il 30% delle nuove costruzioni rientra attualmente nella categoria degli appartamenti a tre vani. Sembra, tuttavia, che si stia tirando troppo la corda. Molti progettisti e costruttori hanno iniziato a orientare i loro progetti edili a tali dimensioni di appartamento, nella convinzione che un appartamento a tre vani presenti una dimensione in grado di soddisfare le esigenze tanto delle famiglie pluripersonali, quanto dei nuclei familiari più piccoli.

**Né carne, né pesce**

Ma l'appartamento a tre vani rappresenta davvero la soluzione ideale per tutti? Non è piuttosto vero che questa dimensione di appartamento non soddisfa né le esigenze di una famiglia con figli che necessita di un appartamento sufficientemente grande, né i bisogni di una famiglia costituita solo da una coppia che necessita, invece, di un appartamento con costi il più possibile gestibili? Non sarebbe una migliore alternativa propendere per un buon "mix" di appartamenti a due e quattro vani? Oppure focalizzare l'attenzione rigorosamente su piccoli appartamenti monocalci o bilocali nei grandi centri urbani? Per un'economia domestica con due figli, infatti, manca solitamente una stanza e per le famiglie più piccole gli appartamenti di nuova costruzione con tre vani sono di gran lunga troppo costosi, soprattutto nelle ubicazioni urbane che presentano quindi prezzi più elevati. Nel ponderare la domanda relativa a quanti appartamenti a tre vani siano necessari, pare che i costruttori sopravvalutino in ogni caso il potere di assorbimento del mercato. Sul mercato degli appartamenti destinati alla locazione, i trilocali non vengono «smerciati» come si vorrebbe. Il numero degli appartamenti di questa dimensione destinati alla locazione e rimasti sfitti non è solo il più elevato, ma cresce attualmente ai ritmi più rapidi (cfr. fig. 12).

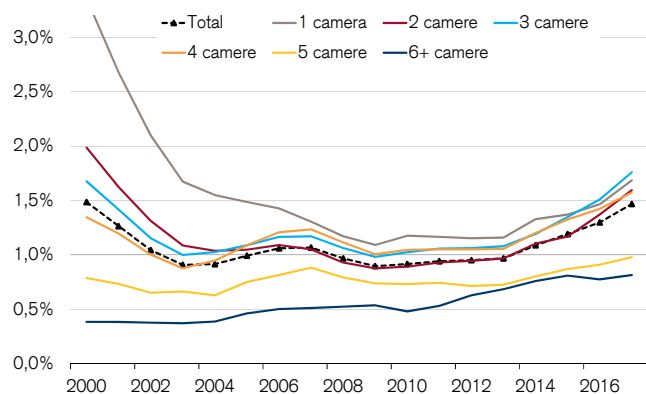
**Il numero più elevato di superfici sfitte registrato per gli appartamenti a tre vani**

Già nel 2016, la categoria degli appartamenti a tre vani presentava la più alta cifra di superfici sfitte fra tutte le dimensioni di appartamento. Lo scorso anno, la percentuale di appartamenti sfitti è salita ancora di più fino a raggiungere l'1,76%. In tal modo, ha ulteriormente ampliato la distanza rispetto alla media di tutte le dimensioni di appartamento pari all'1,44%. Non si prevede un'inversione di questa tendenza. Da un'indagine su un campione di circa 3000 appartamenti destinati alla locazione in fase di costruzione emerge che, in questo caso, la quota di appartamenti a tre vani pari al 39% è ancora più elevata di quella registrata per gli immobili ultimati di recente. Sempre più investitori puntano chiaramente su questa dimensione di appartamento e non hanno preso ancora atto delle difficoltà relative alla vendita. Soprattutto al di fuori dei grandi centri, gli appartamenti a tre vani si rivelano meno adeguati. Nei portafogli degli investitori istituzionali, questi appartamenti determinano anche le maggiori perdite di reddito da locazione al di fuori delle grandi metropoli. Sul versante della commercializzazione, anche le difficoltà di vendita

risultano sempre più tangibili. Praticamente per tutti i progetti di costruzione considerati ai fini della nostra indagine su campione, il livello di locazione degli appartamenti a tre vani era il più basso, con distanze perlopiù evidenti. Si preannuncia dunque un numero crescente di appartamenti sfitti nella categoria dei trilocali, anche se, in linea di principio, gli appartamenti di più piccole dimensioni si dovrebbero dare in locazione con maggiore rapidità. Gli appartamenti a due vani che nell'indagine su campione occupano il secondo posto in termini di frequenza, evidenziano a confronto un andamento piuttosto regolare. Gli investitori immobiliari, dunque, farebbero bene a non copiare pedissequamente il mix di appartamenti di altri.

**Fig. 12: Il numero più elevato di superfici sfitte nella categoria degli appartamenti a tre vani**

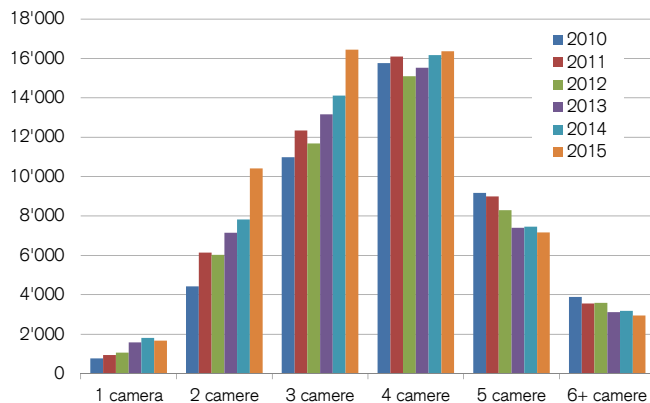
Cifre relative agli appartamenti sfitti in base al numero di vani (locazione e proprietà)



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

**Fig. 13: L'attività edilizia si sposta verso gli appartamenti di piccole dimensioni**

Aumento netto per numero di vani, 2010 – 2015



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Questo articolo è stato pubblicato nel quotidiano Neue Zürcher Zeitung del 21 aprile 2018. Con la cortese autorizzazione della Neue Zürcher Zeitung.

## Appartamenti in affitto

### Ancora nessuna inversione di tendenza nell'ambito dell'immigrazione

La solida situazione congiunturale si verifica al momento giusto per il mercato degli appartamenti in affitto; grazie alle migliori prospettive occupazionali, essa dovrebbe comunque sostenere la domanda in calo negli ultimi anni. Nel frattempo, nel 1° trimestre 2018 l'immigrazione netta ha continuato a registrare un calo, anche perché la congiuntura nell'Unione europea (UE), la principale regione di provenienza degli immigrati, poggia altresì su un terreno solido e la disoccupazione diminuisce nell'UE. Rispetto al trimestre dell'anno precedente, i flussi netti di immigrati si sono ridotti all'incirca del 10%. In tale contesto, l'immigrazione è rimasta perlopiù stabile (-1,1%), mentre le emigrazioni hanno registrato un notevole aumento (+7,0%).

### Domande di costruzione per una cifra record di 33 700 appartamenti in affitto

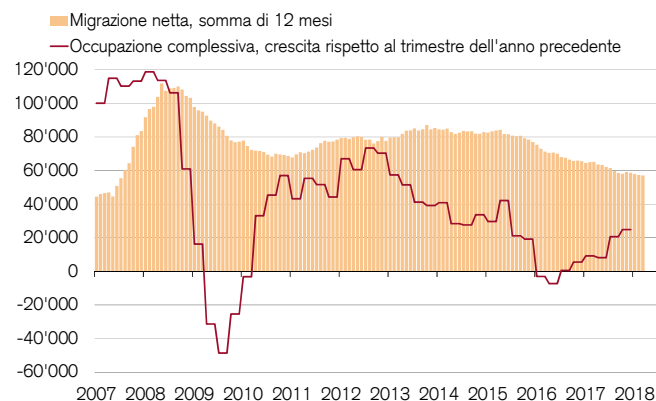
Lo scorso anno, le cifre leggermente in calo relative alle domande e alle licenze di costruzione sembravano segnalare che anche nell'ambito della costruzione di appartamenti destinati alla locazione non si può fare il passo più lungo della gamba. Le domande di costruzione pervenute nel 1° trimestre 2018, tuttavia, mettono in evidenza che non si profila ancora un distacco da parte degli investitori dagli immobili da reddito a uso abitativo. Nel frattempo, il numero degli appartamenti destinati alla locazione, progettati negli ultimi dodici mesi, si attesta nuovamente di 2000 unità abitative al di sopra del livello registrato nello stesso periodo dell'anno precedente. Negli scorsi dodici mesi sono state presentate domande di costruzione per circa 33 700 unità abitative: un nuovo valore record.

### I canoni di locazione continuano a essere sotto pressione

L'attività edilizia costantemente marcata a fronte di una domanda al contempo attenuata mette sotto pressione, in misura crescente, i locatori in numerose regioni al di fuori dei centri urbani. Per evitare superfici sfitte a lungo termine, sempre più spesso è necessario fare delle concessioni riguardo al canone di locazione. Gli indici dei canoni di locazione in offerta continuano a evidenziare nel 1° trimestre 2018 tassi di crescita annui negativi, in un territorio di -0,3% (Homegate) e -2,0% (Wüest Partner). Anche la crescita dell'indice dei canoni di locazione pubblicato dall'Ufficio federale di statistica, che riproduce le spese di locazione medie sostenute dalle famiglie svizzere, si è da ultimo leggermente indebolito (ancora +0,6%). Dovrebbe rispecchiarsi in tale tendenza la riduzione del tasso di interesse di riferimento all'1,5% al 1° giugno 2017.

### Fig. 14: Migrazione netta e crescita dell'occupazione

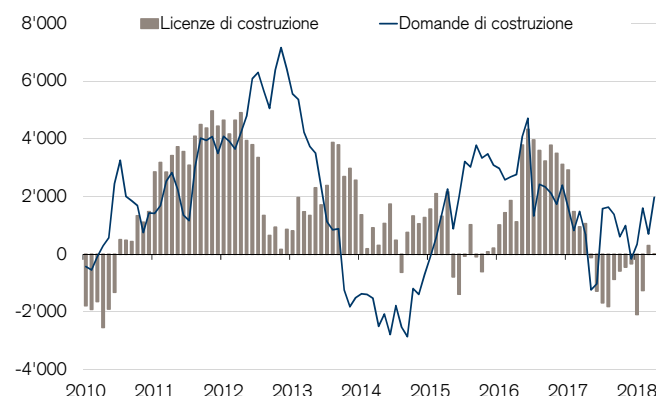
In numero di persone; occupazione in equivalenti a tempo pieno (senza sett. primario)



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

### Fig. 15: Pianificazione di appartamenti destinati alla locazione rispetto all'anno precedente

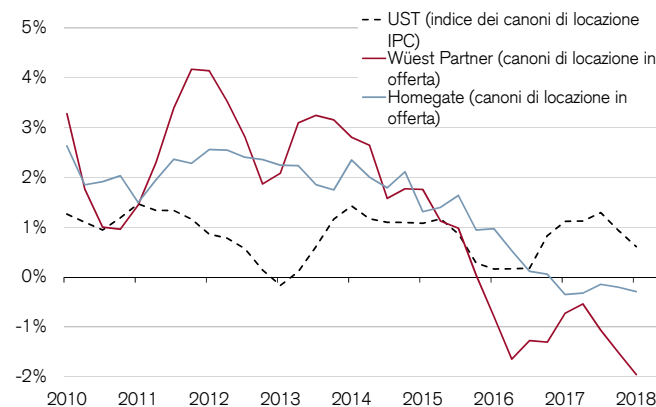
Licenze e domande di costruzione, numero di unità abitative, somma di 12 mesi



Fonte: Baublatt, Credit Suisse

### Fig. 16: Canoni di locazione

Tassi di crescita annua; IPC: indice nazionale dei prezzi al consumo



Fonte: Wüest Partner, Homegate, Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

## Immobili commerciali

### Superfici ad uso ufficio: stabilizzazione dei canoni di locazione

Il ristagno dell'offerta di superfici ad uso ufficio annunciato alla fine del 2017, nonché la ripresa del dinamismo della domanda a seguito del sostenuto andamento congiunturale al rialzo in Svizzera determinano una certa distensione della situazione in termini di commercializzazione. Tale distensione si concretizza, nel 4° trimestre 2017, in un andamento laterale dei canoni di locazione degli immobili ad uso ufficio sui mercati dei grandi centri, ad esempio a Zurigo (+0,6% rispetto al trimestre precedente [su base trimestrale]) oppure Ginevra (-0,1% su base trimestrale). Alla luce delle condizioni quadro economiche durevolmente positive, che continueranno a stimolare la domanda di superfici a uso ufficio, nei prossimi trimestri dovrebbe proseguire la stabilizzazione del mercato svizzero delle superfici ad uso ufficio.

### Superfici di vendita: l'attività di progettazione continua a essere scarsa

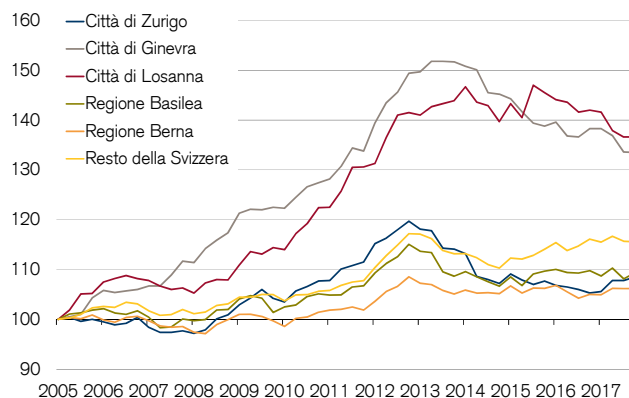
Nonostante il miglioramento della fiducia dei consumatori, la situazione relativa al commercio al dettaglio svizzero rimane molto problematica. Il profondo cambiamento strutturale a seguito dello sviluppo dell'e-commerce incide sui margini di guadagno dei commercianti al dettaglio e determina una contrazione della domanda di superfici di vendita. La crisi risultante del mercato svizzero delle superfici di vendita induce gli investitori alla prudenza. Dalla fine del 2013, l'attività di progettazione di nuove superfici di vendita si attesta sensibilmente al di sotto della media pluriennale. Per via di incessanti difficoltà presenti su questo mercato, nel prossimo futuro non si attendono nuovi impulsi per l'attività edilizia.

### Strutture alberghiere: la domanda continua a crescere

Dopo una lunga fase di ristagno, da inizio 2017 il numero di pernottamenti in Svizzera si trova di nuovo sul percorso di crescita. L'apprezzamento dell'euro aumenta l'attrattiva del settore alberghiero svizzero per i turisti europei, che costituiscono un segmento centrale della domanda di tali strutture. Negli anni precedenti, il franco forte aveva sensibilmente inciso sul numero di pernottamenti nelle regioni montane, mentre i centri cittadini, grazie ai turisti delle città e d'affari, hanno comunque registrato un incremento di pernottamenti. Al momento, entrambi i mercati traggono vantaggio dalla ripresa della domanda; i centri, tuttavia, hanno evidenziato una crescita del 6,5% rispetto all'anno precedente (su base annua) e i comuni turistici hanno messo a segno un aumento del 7,8% su base annua (marzo 2018).

### Fig. 17: Locazioni di uffici

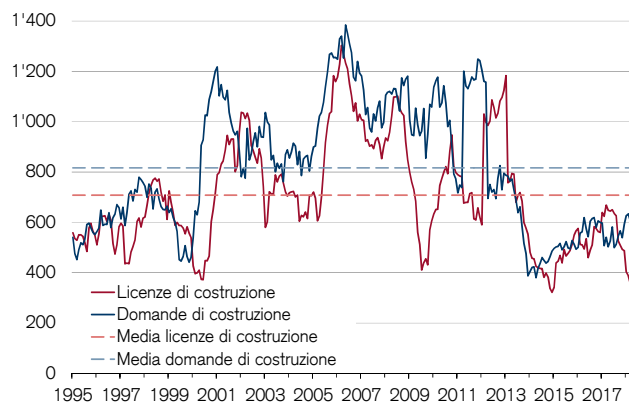
Indice dei prezzi edonico in diverse regioni: 1° trimestre 2005 = 100



Fonte: Wüest Partner, Credit Suisse

### Fig. 18: Progettazione di superfici di vendita

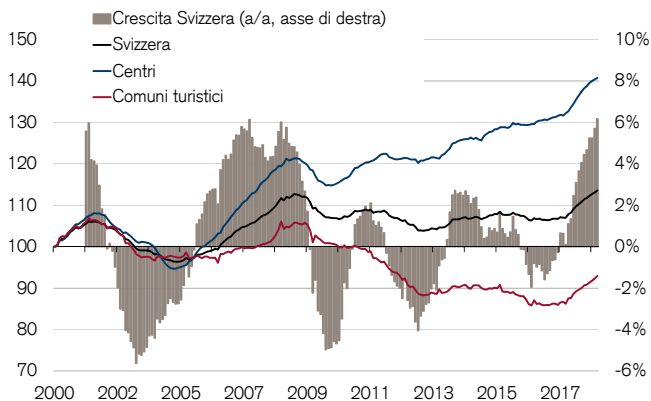
Somma di costruzione in mio. di CHF, ampliamenti / nuove costruzioni, somma mobile nell'arco di 12 mesi



Fonte: Baublatt, Credit Suisse

### Fig. 19: Pernottamenti in strutture alberghiere e centri benessere

Numero di pernottamenti e cambiamento rispetto all'anno precedente (su base annua)



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

## Investimenti immobiliari

### Il vantaggio di rendimento degli investimenti immobiliari rimane elevato

Malgrado il lento aumento dei tassi sull'estremità più lunga, gli investimenti immobiliari svizzeri continuano a essere un comparto a cui non si può rinunciare, in considerazione di un livello di rendimento allettante rispetto ad altre alternative di investimento. A fine marzo, la differenza di rendimento tra investimenti diretti in immobili da reddito a uso abitativo e obbligazioni della Confederazione a 10 anni era di appena 350 punti base (pb). Sul versante degli investimenti indiretti, i fondi immobiliari svizzeri presentano una maggiorazione di rendimento di 260 pb e le azioni immobiliari ne evidenziano una addirittura di 360 pb. Il primo aumento dei tassi di riferimento svizzeri non dovrebbe verificarsi prima del 1° trimestre 2019, pertanto gli investimenti immobiliari svizzeri dovrebbero rimanere allettanti nel prossimo futuro.

### Le azioni immobiliari si distanziano dai fondi immobiliari

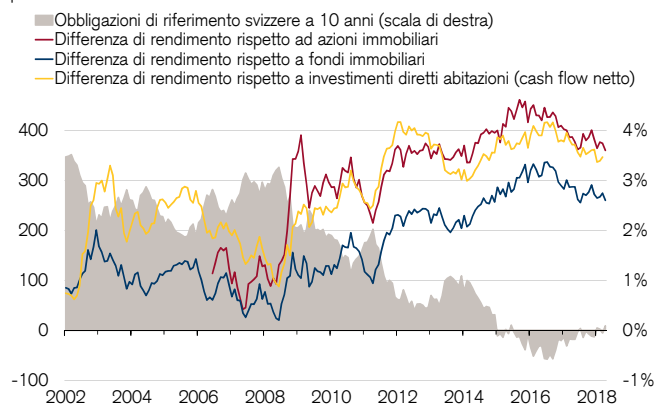
Dopo una performance relativa piuttosto deludente nel 2017 (+10,1%) rispetto alle azioni immobiliari nell'eurozona (+28,4%) o allo Swiss Performance Index (SPI, +19,9%), le azioni immobiliari svizzere evidenziano dall'inizio del 2018 uno sviluppo solido. Con il 2,7% il loro rendimento complessivo supera quello delle azioni immobiliari europee (0,0%). Queste ultime, a inizio anno, hanno reagito in modo sensibilmente più marcato ai tassi d'interesse a lungo termine in aumento. Nel corso dell'anno corrente, i fondi immobiliari svizzeri hanno invece mostrato segni di leggero cedimento (-3,3%). Le prospettive di tassi più elevati dovrebbero leggermente attenuare l'euforia degli investitori dovuta al carattere di questi strumenti simili alle obbligazioni. A ciò si aggiunge la pressione esercitata sui redditi da locazione, che si sposta in misura crescente dalle superfici commerciali alle superfici ad uso abitativo.

### I fondi immobiliari commerciali sono nuovamente allettanti

A seguito di una correzione effettuata a inizio anno, gli aggi dei fondi immobiliari svizzeri si sono stabilizzati a un livello elevato (stato aggiornato all'11 maggio 2018: 24,3%). Riguardo al profilo di rischio/rendimento, l'attrattiva dei fondi immobiliari commerciali è cresciuta, principalmente a causa della stabilizzazione del mercato delle superfici ad uso ufficio a fronte di contemporanee sfide crescenti sul mercato degli appartamenti in affitto. Questo spostamento dei rischi si esprime in una differenza dell'aggio in calo tra prodotti con carattere commerciale e fondi immobiliari residenziali. Se nel 2017 tale differenza era temporaneamente ancora superiore a 20 punti percentuali, nel frattempo è scesa da ultimo a 12,6 punti percentuali.

### Fig. 20: Differenza di rendimento degli immobili rispetto ai titoli di Stato

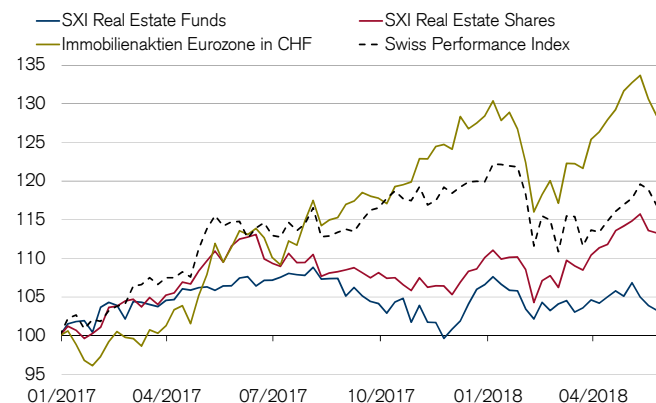
Investimenti immobiliari: rendimento degli utili distribuiti; differenze di rendimento in punti base



Fonte: IAZI, Datastream, Credit Suisse

### Fig. 21: Performance degli investimenti indiretti

Performance complessiva, indice: gennaio 2017 = 100

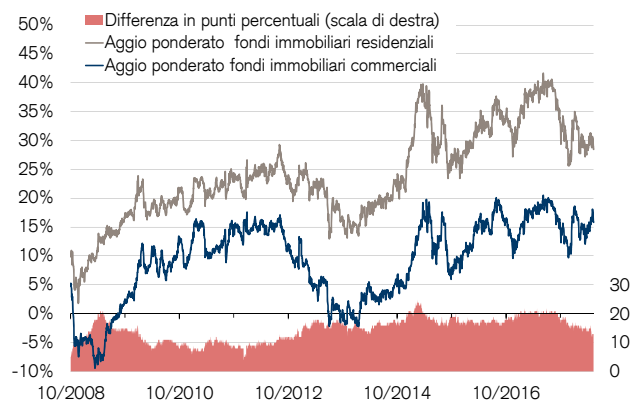


La performance passata non costituisce una garanzia per gli andamenti futuri. La performance può risentire delle provvigioni, commissioni e di altri costi, oltre che delle oscillazioni dei tassi di cambio.

Fonte: Datastream, Credit Suisse

### Fig. 22: Aggi dei fondi immobiliari in base alla focalizzazione di investimento

Fondi immobiliari svizzeri quotati



Fonte: Datastream, Credit Suisse



## Avvertenze sui rischi

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

Per una discussione dei rischi correlati agli investimenti nei titoli citati nel presente rapporto, fai riferimento al seguente link Internet:

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

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

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

### Rischi dei mercati finanziari

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

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

### Mercati emergenti

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

### Investimenti alternativi

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

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

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

### Rischio di tasso d'interesse e di credito

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

## Sezione Investment Strategy

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

I responsabili delle strategie d'investimento possono di volta in volta fare riferimento ad articoli della sezione Research pubblicati in precedenza, tra cui anche raccomandazioni e modifiche di rating organizzati in elenchi. Le raccomandazioni contenute nel presente documento rappresentano estratti e/o riferimenti a raccomandazioni precedentemente pubblicate da Credit Suisse Research. Per le azioni, esse sono reperibili nella rispettiva Nota o Panoramica aziendale dell'emittente. Nel caso delle obbligazioni, le raccomandazioni sono reperibili nella corrispondente pubblicazione Research Alert (obbligazioni) o Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland. Queste pubblicazioni sono disponibili su richiesta o presso <https://investment.credit-suisse.com> Le divulgazioni sono disponibili su [www.credit-suisse.com/disclosure](http://www.credit-suisse.com/disclosure)

## Disclaimer globale / Informazioni importanti

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

dei quali Credit Suisse dovesse ottemperare a qualsivoglia obbligo di registrazione o licenza in tale giurisdizione.

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

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

#### **ESCLUSIONE DI DISTRIBUZIONE, SOLLECITAZIONE O CONSU-**

**LENZA:** Il presente rapporto è fornito a puro titolo informativo e illustrativo ed è destinato a un impiego strettamente personale. Non costituisce una sollecitazione, un'offerta o una raccomandazione di acquisto o vendita di alcun titolo o altro strumento finanziario. Qualsiasi informazione che includa fatti, opinioni o citazioni può essere sintetizzata o riassunta ed è espressa alla data di redazione. Le informazioni contenute nel presente rapporto sono state fornite solamente a titolo di commento di mercato generale e non costituiscono una forma di consulenza finanziaria regolamentata, né un servizio legale, fiscale o un altro servizio regolamentato. Non tengono conto degli obiettivi, della situazione o delle necessità finanziarie di alcun soggetto, che devono essere necessariamente considerati prima di effettuare una decisione d'investimento. Prima di prendere qualunque decisione d'investimento sulla base del presente rapporto 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 informa-

zioni 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. **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 Business Firm Category 2. I relativi servizi o prodotti finanziari sono resi disponibili soltanto a Professional Clients (clienti professionisti) o Accredited Investors (investitori accreditati), secondo la definizione della CBB, e non sono destinati ad alcun altro soggetto. Credit Suisse AG, filiale del Bahrain, ha sede al Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Regno del Bahrain. **DIFC:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG (DIFC Branch). Credit Suisse AG (DIFC Branch) è 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) Aktiengesellschaft, che è autorizzata e regolamentata dal Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»). **Guernsey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, Guernsey Branch, una succursale di Credit Suisse AG (registrata nel Cantone di Zurigo) con sede operativa in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. Credit Suisse AG, Guernsey Branch è interamente controllata da Credit Suisse AG e regolamentata 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. **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 lussembur-

ghese autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse (Qatar) L.L.C., debitamente autorizzato e regolamentato dalla Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) ai sensi della licenza QFC n° 00005. Tutti i relativi prodotti o servizi finanziari saranno disponibili soltanto per Business Customers o Market Counterparties (come definiti dalla QFCRA), inclusi i privati che hanno scelto di essere classificati come Business Customer, con attività nette di oltre QR 4 milioni, dotati di esperienze, conoscenze e competenze in materia finanziaria sufficienti per partecipare a operazioni aventi a oggetto tali prodotti e/o servizi. Pertanto queste informazioni non devono essere fornite a, o essere utilizzate da, qualsiasi altro tipo di privato. QFCRA non si assume alcuna responsabilità per la revisione o verifica di prospetti o altri documenti correlati al presente prodotto/servizio in quanto tale prodotto/servizio non è registrato nel QFC o regolamentato dalla QFCRA. In linea con ciò, la QFCRA non ha rivisto né approvato tale materiale di marketing o altri documenti associati né intrapreso alcuna misura per verificare le informazioni illustrate nel presente documento, e non si assume alcuna responsabilità al riguardo. Chi investe in questo prodotto/servizio potrebbe non avere accesso alle medesime informazioni riguardo al prodotto/servizio che riceverebbe se il prodotto/servizio fosse registrato nel QFC. Il prodotto/servizio al quale questo materiale di marketing fa riferimento potrebbe essere illiquido e/o soggetto a restrizioni per la rispettiva rivendita. Il ricorso nei confronti del prodotto/servizio, e di coloro coinvolti, potrebbe essere limitato o difficile da intraprendere e potrebbe dover essere svolto in una giurisdizione al di fuori del QFC. Si raccomanda ai potenziali acquirenti del prodotto/servizio offerto di svolgere la propria due diligence sul prodotto/servizio. Se non viene compreso il contenuto del presente opuscolo, si raccomanda di consultare il proprio consulente finanziario autorizzato. **Arabia Saudita:** Le presenti informazioni sono state distribuite da Credit Suisse Saudi Arabia (CR number 1010228645), debitamente autorizzata e regolamentata dalla Saudi Arabian Capital Market Authority in conformità al numero di licenza 08104-37 datata 23/03/1429H corrispondente a 21/03/2008AD. La sede principale di attività di Credit Suisse Saudi Arabia è King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Arabia Saudita.

Sito web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Spagna:** Il presente rapporto è distribuito in Spagna da Credit Suisse AG, Sucursal en España, persona giuridica registrata presso la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**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 10<sup>th</sup> Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul, Turchia. **Regno Unito:** Il presente materiale è emesso da Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata 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 © 2018 di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.

18C011A\_IS

## Ulteriori pubblicazioni di Credit Suisse



### Monitor Svizzera 2° trimestre 2018

Il Monitor Svizzera analizza e prevede l'andamento dell'economia svizzera.

19 giugno 2018



### Indice costruzioni Svizzera 3° trimestre 2018

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

29 agosto 2018



### Studio PMI 2018

Lo studio annuale intervista oltre mille PMI svizzere sui loro fattori di successo presso la piazza economica svizzera. Il focus tematico di quest'anno si incentra sulla competitività.

30 agosto 2018



### Prospettive delle aree economiche regionali: cantoni Turgovia e Sciaffusa

Lo studio regionale si occupa di temi attuali che ruotano intorno all'economia dei cantoni Sciaffusa e Turgovia.

26 settembre 2018



### Studio regionale NAB Argovia 2018

Lo studio regionale NAB mira ad approfondire alcuni temi attuali per l'economia dell'Argovia. Quest'anno l'attenzione è rivolta principalmente al mondo del lavoro del futuro.

25 ottobre 2018

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