



Wordcloud: Comuni con edilizia residenziale dinamica (2014-2016)

Base dati: UST, Docu-Media (Meta-Sys)

Immobili residenziali in Svizzera – 1T17

Raiffeisen Investment Office

L'aumento dei tassi arresta il forte rialzo

RAIFFEISEN

Contenuti

Aspetti principali in breve

L'aumento dei tassi arresta il forte rialzo

2

Segmenti di mercato

Case unifamiliari

3

Proprietà per piani

5

Appartamenti in locazione

7

Focus

Ma quale subprime?

9

Contesto di mercato

Condizioni quadro economiche

11

Contesto di finanziamento

12

Investimenti immobiliari

13

Settore edilizio

14

Allegato

15

L'aumento dei tassi arresta il forte rialzo

La dinamica dei prezzi degli immobili abitativi si è chiaramente tranquillizzata nel 2° semestre 2016. Per l'ultimo trimestre il nostro indice edonico (rettificato per la qualità) dei prezzi di transazione indica per CUF addirittura un lieve calo dello 0.4% rispetto al trimestre precedente. I prezzi delle PPP, dopo un calo nel trimestre precedente, sono invece di nuovo aumentati dello 0.6%.

In precedenza, nuovi minimi record degli interessi ipotecari avevano favorito la domanda di immobili a uso abitativo facendo temporaneamente ripartire i prezzi. Questo vento a favore è però recentemente diminuito. Piuttosto, un allontanamento dei livelli dei tassi dai minimi storici ha condotto a un aumento dei costi di finanziamento per l'acquisto di una casa o di un appartamento. La sostenibilità dei finanziamenti immobiliari non è ulteriormente migliorata. Quindi l'elevato livello dei prezzi torna a essere un fattore determinante per la domanda di immobili.

Domanda e offerta con divergenze geografiche

Ciò è vero soprattutto per le costose CUF. Per poter ancora permettersi l'acquisto di una proprietà di abitazione, sempre più famiglie fanno concessioni quanto alla posizione oppure ripiegano sulla meno cara PPP. Il prezzo medio per una CUF a fine 2016, sulla base del nostro pool di dati, era di 976'000 CHF. La massima disponibilità al pagamento di molti acquirenti interessati è così esaurita. Ciò, tuttavia, in ragione di un tempestivo adeguamento dell'offerta, non ha ultimamente portato a una crescente eccedenza di offerta. Si costruiscono sempre meno CUF.

La domanda di PPP nel frattempo continua a beneficiare dell'effetto di fuga dal segmento CUF e dal mercato delle locazioni. L'aumento dei tassi certo ha recentemente ridotto la differenza

dei costi abitativi tra oggetti in vendita e oggetti in locazione comparabili. L'acquisto rimane però generalmente ancora molto più conveniente della locazione. Di conseguenza finora anche negli appartamenti in proprietà in generale a livello nazionale non si osserva un aumento di locali sfitti. Si registra però un crescente svincolo geografico nell'offerta. La costruzione di nuove PPP si sposta sempre più verso la periferia e regioni meno care. Qui la proprietà è più accessibile, la domanda resta invece concentrata sulle posizioni centrali.

Tutto sommato, dopo il temporaneo forte rialzo nel 1° semestre 2016, continuiamo a prevedere un atterraggio morbido dei prezzi degli immobili a uso abitativo con tassi in moderato aumento – pur con maggiori divergenze geografiche. Maggiori dettagli regionali sull'andamento del mercato degli immobili a uso abitativo sono disponibili in *Informazioni sul comune di Raiffeisen* (<https://www.raiffeisen.ch/novità-municipio>). Tuttavia, sulla base della timida normalizzazione dei tassi non è certo il caso di parlare di rischi per il mercato immobiliare simili a quelli del crash di un quarto di secolo fa (maggiori dettagli in Focus).

Prevista ulteriore correzione degli affitti

Nel segmento delle abitazioni in locazione, malgrado un lieve aumento degli affitti nel T4, prevediamo che proseguirà la tendenza ribassista. La minore immigrazione e il calo della propensione al pagamento di coloro che cercano un'abitazione in locazione, insieme a un costante ampliamento dell'offerta, si traducono in un notevole aumento degli locali sfitti. Inoltre, un'ulteriore riduzione del tasso di riferimento nel corso dell'anno dovrebbe frenare gli affitti in essere.

alexander.koch@raiffeisen.ch

Panoramica del mercato

		Effetto prezzi
Domanda		
Popolazione	La crescita della popolazione rallenta ulteriormente su livelli elevati. I cambiamenti nella struttura dell'immigrazione spostano la domanda di abitazioni verso segmenti di prezzo inferiori.	↗
PIL	La ripresa congiunturale si è consolidata, pur con il persistente ostacolo della forza del franco.	↗
Reddito	I salari reali crescono ancora solo molto debolmente e la dinamica occupazionale si è sensibilmente ridotta.	↗
Contesto di finanziamento	Il moderato aumento dei tassi e l'irrigidimento delle norme ostacolano l'acquisto di immobili. Il livello dei tassi resta comunque molto basso.	↗
Investimenti	Un elevata differenza di rendimento rispetto alle obbligazioni mantiene attrattivi gli investimenti in immobili malgrado il crescente rischio di locali sfitti.	↗
Offerta		
Attività edilizia	L'ampliamento dell'offerta nel complesso si stabilizza, con enfasi crescente sulla costruzione di abitazioni in locazione.	↗
Locali sfitti	Tendenza rialzista del numero di locali sfitti ora sostenuta soprattutto dalle abitazioni in locazione.	↘
Prospettive dei prezzi		
Prezzi della proprietà	I tassi bassi mantengono alta la domanda di abitazioni primarie e oggetti d'investimento. Uno svincolo geografico di offerta e domanda tuttavia conduce talvolta a un'offerta eccessiva nelle posizioni periferiche.	↗
Prezzi di locazione	Un crescente eccesso di offerta nel segmento degli immobili costosi e di pregio e in quello di ubicazioni meno favorevoli dovrebbe spingere ulteriormente al ribasso gli affitti offerti.	↘

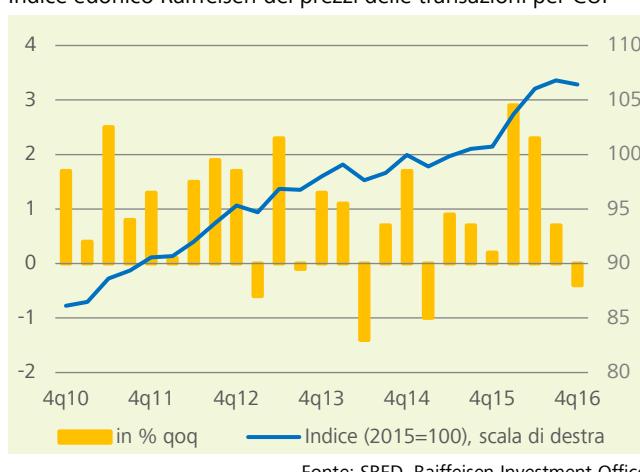
Case unifamiliari

La dinamica dei prezzi per CUF, dopo un solido primo semestre 2016, si è interrotta nel secondo. Con il moderato aumento dei tassi, le CUF care non sono divenute ancora più accessibili. Il tempestivo adeguamento dell'offerta tuttavia contrasta un aumento degli sfitti e correzioni di prezzo.

Per la prima volta da quasi due anni i prezzi delle case unifamiliari (CUF) sono diminuiti, del -0.4% rispetto al trimestre precedente. La lieve correzione segue tuttavia una dinamica dei prezzi molto forte nei trimestri precedenti. Il tasso di variazione annuo dei prezzi delle CUF è quindi diminuito a fine 2016, ma è ancora a un livello elevato.

Normalizzazione nel secondo semestre

Indice edonico Raiffeisen dei prezzi delle transazioni per CUF



Fonte: SRED, Raiffeisen Investment Office

L'accelerazione dei prezzi nel 1° semestre è stata fortemente favorita dal nuovo calo dei tassi a inizio 2016. Questa spinta alla domanda di proprietà di abitazione è però progressivamente diminuita nel corso dell'anno. La tendenza ribassista dei tassi si è arrestata nel 2° semestre e gli interessi ipotecari da settembre si sono allontanati dai minimi record.

Gli elevati prezzi delle CUF esigono compromessi

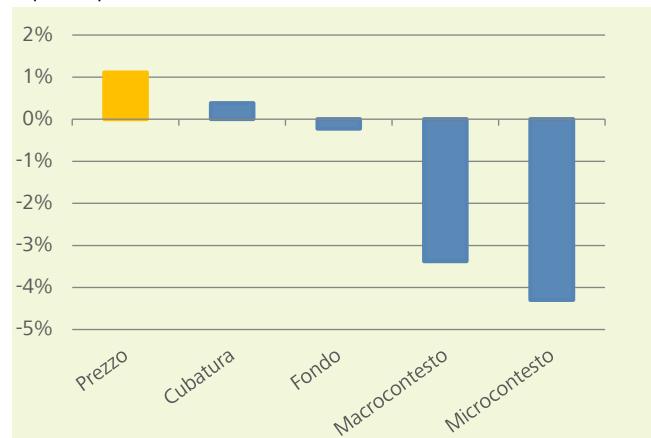
Così anche la sostenibilità dei finanziamenti immobiliari negli ultimi tempi non è migliorata. E il livello dei prezzi molto alto diventa un fattore di nuovo più importante per la dinamica della domanda. Per un'ampia fascia della popolazione molte CUF eventualmente interessanti sono semplicemente troppo care, ma ciò non significa che in realtà la domanda non ci sia. Tuttavia, coloro che desiderano acquistare devono sempre più spesso fare compromessi risp. ripiegare sulla PPP.

Attualmente le rinunce si fanno in particolare nella posizione. Da un lato in media si acquista in comuni meno ambiti con prezzi

dei terreni più bassi. Ciò è rilevato tramite il cosiddetto macrocontesto. Nel caso delle CUF nel nostro pool di dati, composto da oggetti finanziati da UBS, CS, BCZ e Raiffeisen, il macrocontesto medio è significativamente peggiorato dall'inizio del 2015. Ancora di più è sceso il microcontesto che misura la qualità della posizione nella località, ad esempio se una CUF si trova in un quartiere residenziale tranquillo e in posizione assolata oppure su strada trafficata. Meno cambiamenti vi sono invece nelle dimensioni e nella superficie del fondo delle CUF acquistate. Nonostante i compromessi sulla posizione, il prezzo medio di una CUF fino a fine 2016 è salito a 976'000, Per essa però oggi si riceve meno che l'anno scorso.

Posizioni meno buone a un prezzo maggiore

Variazione media delle caratteristiche delle CUF acquistate, 1q15–4q16



Fonte: SRED, Raiffeisen Investment Office

Che i prezzi medi pagati non crescano più marcatamente e la qualità delle CUF acquistate in generale scenda rispecchia la maturità del mercato. Né il potere d'acquisto delle famiglie svizzere, né la loro disponibilità al pagamento sono illimitati. La maggiore disponibilità al pagamento si registra ancora in zone sulle rive del lago di Ginevra e Zurigo. Qui gli interessati sono pronti a pagare in media ben 1.5 milioni di CHF per una CUF. Per gran parte del resto della Svizzera si ha un massimo 1 mln. CHF.

L'offerta si è adeguata

La crescente discrepanza tra elevati prezzi d'offerta e limitata disponibilità al pagamento negli ultimi anni ha fatto sì che non tutte le CUF in vendita abbiano subito trovato un acquirente. A metà 2016, circa 6'500 CUF erano vuote, un incremento del 50% dal 2010. Malgrado l'aumento percentualmente elevato, il livello degli sfitti resta però basso. Inoltre, il numero non è quasi cresciuto l'anno scorso.

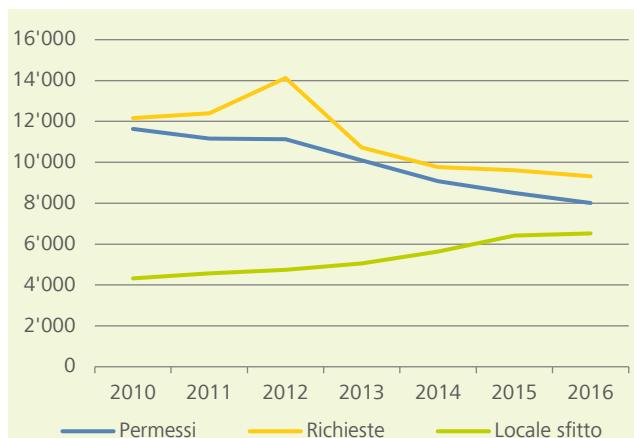
In tal senso è determinante l'adeguamento dell'offerta. Se nel 2010 erano ancora stati concessi 12'000 permessi di costruzione

Segmenti di mercato

per CUF, nel 2016 dovrebbero essere stati solo ca. 8'000 – tendenza in leggero calo. Le richieste di concessioni edilizie anticipatorie non segnalano alcuna inversione di tendenza al rialzo. In generale quindi il mercato svizzero delle CUF, nonostante la dinamica dei prezzi da lungo tempo marcata, non presenta alcun disequilibrio degno di nota, per cui continuiamo a prevedere un atterraggio morbido e nessuna preoccupante correzione dei prezzi nei prossimi trimestri.

Il calo dell'offerta frena gli sfitti di CUF

Numero CUF

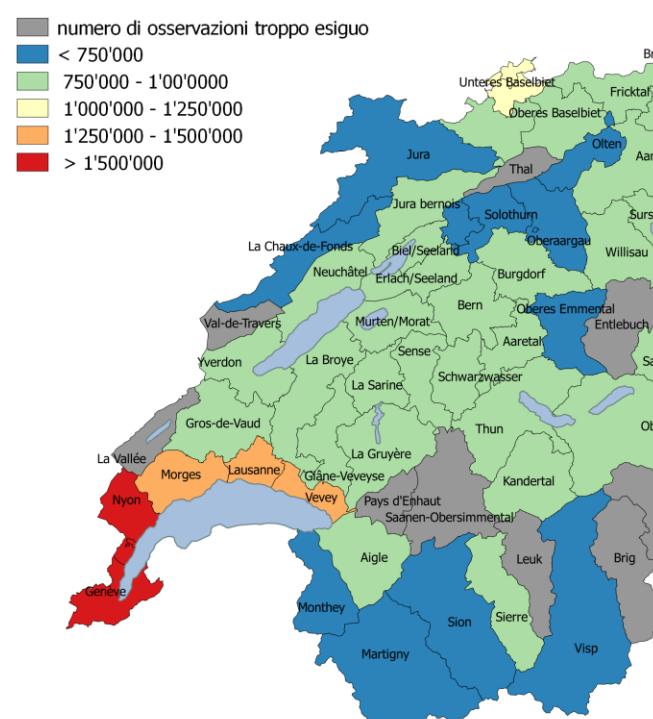


Fonte: UST, Docu-Media (Meta-Sys), Raiffeisen Investment Office

L'andamento sul Lago Lemano è un chiaro esempio in questa direzione, dove, tra il 2000 e il 2010, i prezzi di transazione per

Disponibilità al pagamento per CUF

Disponibilità di pagamento per CHF



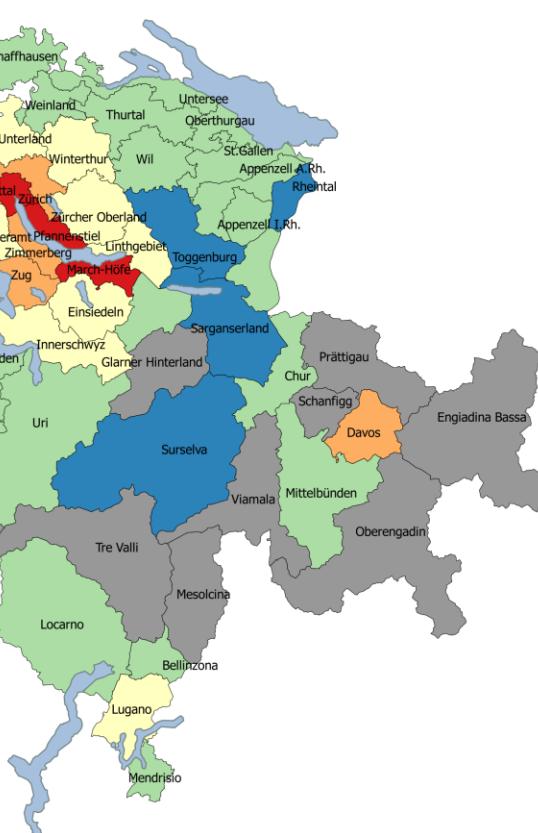
le CUF hanno registrato l'aumento più forte. La dinamica tra il 2010 e il 2015 è qui rallentata ad alti livelli prima che nel resto della Svizzera e nel 2016 con -1.1% era negativa. Le cifre degli ultimi trimestri segnalano tuttavia una stabilizzazione del livello dei prezzi. I prezzi delle CUF in regioni con prezzi piuttosto accessibili come Berna e Svizzera orientale nel frattempo recuperano ulteriore terreno. Degna di nota è la dinamica nella regione di Zurigo. Qui i prezzi, a parte i comuni sulle rive del lago già eccezionalmente cari, hanno un andamento solido – e ciò a un livello già molto alto.

Andamento regionale dei prezzi delle CUF

Indice dei prezzi delle transazione (2015=100), aggiornato 4q16
Attuale: andamento medio ultimi 4 trimestri, in % vov

		Indice	ø 10-15	Attuale
	Svizzera	106.4	3.6	5.7
1	Zurigo	107.0	4.1	6.0
2	Svizzera orientale	106.9	4.6	6.8
3	Svizzera centrale	106.7	4.4	4.1
4	Svizzera nord-occid.	105.7	4.1	5.4
5	Berna	112.5	3.7	7.5
6	Svizzera meridionale	98.6	3.4	5.8
7	Lago Lemano	99.0	1.9	-1.1
8	Svizzera occid.	107.1	4.0	4.3

Fonte: SRED, Raiffeisen Investment Office



Fonte: Realmatch360, Raiffeisen Investment Office

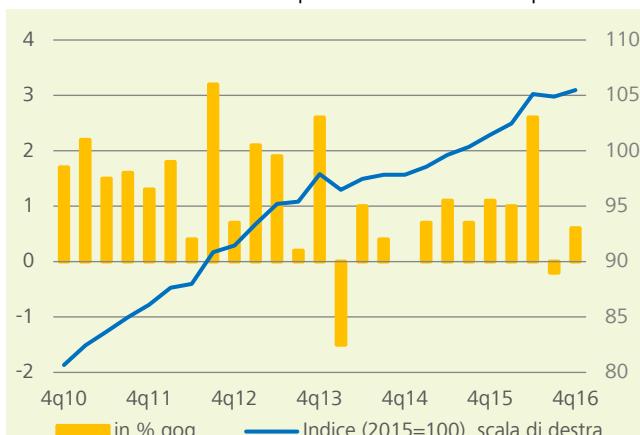
Proprietà per piani

I prezzi della PPP sono di nuovo aumentati a fine anno. Il vantaggio nei costi abitativi in caso di acquisto anziché locazione è però sensibilmente diminuito. E poiché anche l'offerta si svincola geograficamente dalla domanda, la dinamica dei prezzi dovrebbe rallentare.

La proprietà per piani (PPP) nell'ultimo trimestre 2016, dopo un leggero calo nel trimestre precedente, ha di nuovo registrato un rincaro dello 0.6%. Dopo che durante gli ultimi due anni i prezzi della PPP sono aumentati, con oscillazioni di quasi un punto percentuale a trimestre, la dinamica si è recentemente un po' indebolita. Proprio come nel segmento delle CUF, gli interessi ipotecari ai minimi storici a inizio 2016 hanno di nuovo stimolato l'andamento dei prezzi della PPP. Con l'inversione della dinamica dei tassi però gli impulsi si attenuano.

Dinamica più debole nel secondo semestre

Indice edonico Raiffeisen dei prezzi delle transazioni per PPP



Fonte: SRED, Raiffeisen Investment Office

Differenza dei costi abitativi ancora favorevole all'acquisto di PPP

Il livello frattanto di nuovo leggermente più alto degli interessi ipotecari a lungo termine influenza i costi abitativi matematici all'acquisto di un'abitazione. Il nostro indicatore dei costi abitativi per PPP nel 4° trimestre, in ragione dell'ulteriore aumento dei prezzi e soprattutto dell'aumento dei tassi, è cresciuto di un buon 8% – attestandosi a 1'590 CHF al mese per un'abitazione di 100m². I costi di locazione per un'abitazione comparabile sono invece sostanzialmente rimasti stabili. Con circa 1'970 CHF, gli affitti rimangono tuttavia notevolmente più cari (v. grafico).

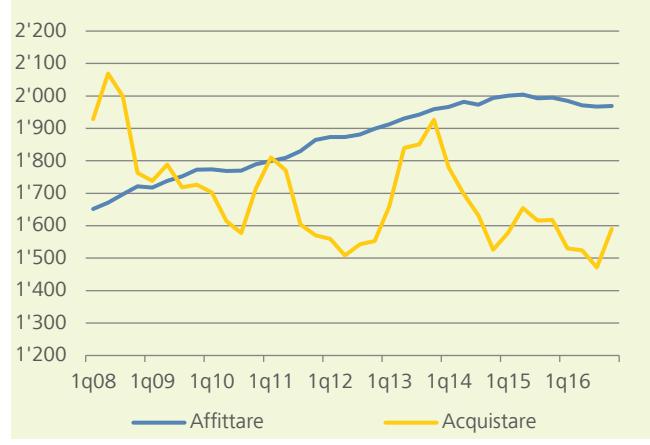
La differenza dei costi abitativi, insieme ai prezzi molto alti delle CUF, è un importante pilastro per la domanda di PPP. Per chiudere completamente la forbice, sarebbe ad esempio necessario che il tasso da noi utilizzato per il calcolo per un'ipoteca fissa decennale passasse dall'attuale 1.7% al 2.7%. Un tale aumento

andrebbe a discapito dell'attrattiva relativa dell'acquisto di un'abitazione a un livello dei prezzi altrettanto alto e influenzerebbe negativamente la dinamica dei prezzi.

Tuttavia non prevediamo una rapida e completa eliminazione della differenza dei costi abitativi. Con il calo degli affitti offerti e tassi a lungo termine ancora in moderato aumento, sul periodo di un anno prevediamo che la differenza si ridurrà ulteriormente di circa la metà. Su questo fronte non prevediamo quindi nuovi impulsi per la domanda di PPP.

Acquistare resta più conveniente di affittare

Costi mensili di un'abitazione di 100m² in CHF, ipoteca fissa a 10 anni, incl. aspetti fiscali e manutenzione



Fonte: CIFI, BNS, SRED, Raiffeisen Investment Office

Il grosso della domanda di PPP si concentra ancora nelle regioni urbane della Svizzera, come mostra uno sguardo agli abbonamenti di ricerca attivi di Comparis, Homegate e Immoscout. La domanda è elevata specialmente attorno al lago di Zurigo e Zugo con più di 7.5 abbonamenti ogni 1'000 abitanti (v. carta prossima pagina). Lo stesso vale per Berna e il Lago Lemano. Anche in diverse regioni turistiche grigionesi ci sono relativamente molti abbonamenti attivi. Qui si cercano soprattutto abitazioni di vacanza. Nell'Altipiano, fuori dalle ambite e quindi costose posizioni urbane, il numero degli abbonamenti di ricerca cala in modo netto all'aumentare della distanza.

Svincolo geografico nell'offerta

Mentre la domanda di PPP punta principalmente su posizioni centrali, l'offerta va nella direzione opposta. Fino a inizio 2014 il numero dei permessi di costruzione in comuni cari e in quelli più convenienti registrava un andamento quasi parallelo. Da allora l'andamento si è svincolato. Nelle posizioni più costose recentemente i permessi si sono stabilizzati a ca. 3'000 unità abitative l'anno, mentre nelle posizioni più economiche invece sono raddoppiati. Il divario geografico tra offerta e domanda, nonostante un ampiamento complessivamente non eccessivo dell'offerta di

Segmenti di mercato

PPP, dovrebbe portare a un ulteriore aumento dell'eccesso di offerta in regioni meno ambite. In alcune posizioni periferiche i locali sfitti hanno già oggi raggiunto livelli elevati.

Maggiore attività edilizia lontano dalle posizioni care

Numero dei permessi di costruzione di PPP, per livello di prezzi comunale, mobile 4 trimestri

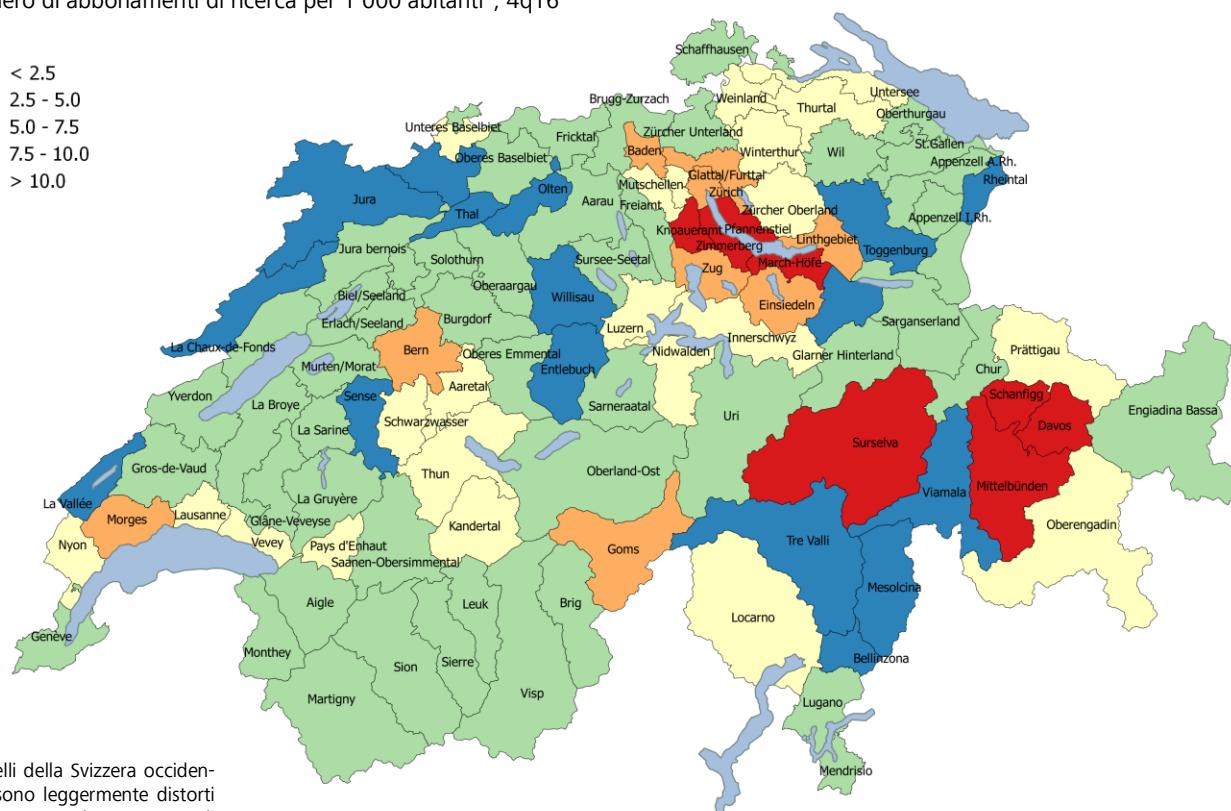
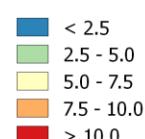


Fonte: Docu-Media (Meta-Sys), SRED, Raiffeisen Investment Office

Questa trend riguarda anche la Svizzera meridionale dove a livello regionale attualmente si osserva la dinamica dei prezzi più forte. Gli aumenti dei prezzi vi sono sostenuti principalmente da prime abitazioni e non da abitazioni di vacanza. Per acquistare una proprietà, la popolazione locale fa compromessi su tutte le caratteristiche dell'oggetto. Un forte andamento dei prezzi si osserva attualmente anche a Berna, nella Svizzera nordoccidentale

Abbonamenti di ricerca per PPP

Numero di abbonamenti di ricerca per 1'000 abitanti*, 4q16



*I livelli della Svizzera occidentale sono leggermente distorsi al ribasso per la mancanza di Immostreet.

e orientale. Le quattro regioni, quanto ai prezzi, si trovano in posizione media e continuano a recuperare. Le regioni con dinamica debole sono attualmente la Svizzera centrale e occidentale. Nella Svizzera centrale l'indebolimento è giustificato dal livello dei prezzi già molto alto. È invece piuttosto sorprendente nella Svizzera occidentale, dove il livello dei prezzi è relativamente basso. Staremo a vedere se il mercato della PPP della Svizzera occidentale saprà proseguire la corsa al recupero o se l'aumento degli sfitti frenerà in modo sostenibile il trend dei prezzi.

Andamento regionale dei prezzi delle PPP

Indice dei prezzi delle transazioni (2015=100), aggiornato 4q16

Attuale: andamento medio ultimi 4 trimestri, in % yoy

	Indice	ø 10-15	Attuale
Svizzera	105.5	4.8	4.5
1 Zurigo	106.1	5.1	4.0
2 Svizzera orientale	107.5	6.1	4.9
3 Svizzera centrale	101.5	5.9	2.0
4 Svizzera nord-occid.	106.7	4.7	5.8
5 Berna	108.8	4.0	6.0
6 Svizzera meridionale	108.5	5.0	6.4
7 Lago Lemano	101.6	4.4	4.2
8 Svizzera occid.	100.6	6.0	1.5

Fonte: SRED, Raiffeisen Investment Office

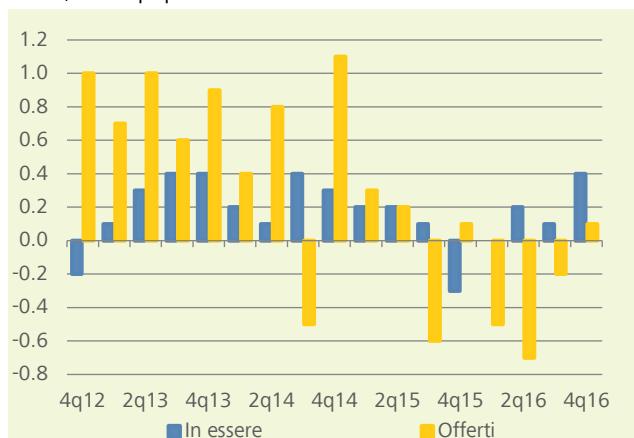
Appartamenti in locazione

Il lieve aumento degli affitti offerti a fine anno non significa inversione di tendenza. Infatti, l'eccesso di offerta aumenterà con il calo dell'immigrazione e il persistere del boom della costruzione di abitazioni da locare. E un ulteriore calo del tasso di riferimento dovrebbe frenare la dinamica degli affitti in essere.

Il calo degli affitti non è proseguito nell'ultimo trimestre del 2016. I prezzi d'offerta per le nuove locazioni sono leggermente aumentati dello 0.1% rispetto al trimestre precedente in tutta la Svizzera. Inoltre l'aumento dei prezzi degli affitti in essere è aumentato allo 0.4% a fine anno.

Nessun ulteriore calo degli affitti offerti a fine anno

Affitti, in % qoq



Fonte: UST, WP, Raiffeisen Investment Office

Le recenti cifre non indicano tuttavia ancora una fine della distensione sul mercato delle abitazioni in locazione. Il contesto di mercato indica ancora un ampliamento dell'eccesso di offerta per tale mercato. In particolare quest'anno dovrebbe proseguire la tendenza ribassista degli affitti offerti. Anche con la recente stabilizzazione, gli affitti offerti dal picco di metà 2015 sono frattanto diminuiti in totale dell'1.8% – dopo un aumento di oltre il 50% dall'inizio del nuovo millennio.

Elevata attività edilizia nel segmento abitazioni in locazione

Lo stato d'emergenza degli investimenti mantiene gli investimenti in progetti di abitazioni in locazione a un livello molto alto. Le nuove domande di costruzione per abitazioni in locazione dopo un netto aumento hanno recentemente registrato un leggero indebolimento (v. grafico). I permessi di costruzione puntano invece verso l'alto. Così il previsto ampliamento dell'offerta è oltre il 20% sopra il livello dell'anno precedente.

Boom nella costruzione di abitazioni da locare

Unità abitative da dare in locazione, totali a 12 mesi



Fonte: Docu-Media (Meta-Sys), SRED, Raiffeisen Investment Office

Domanda di abitazioni in locazione costose ancora in calo

Al contempo, non cresce più la domanda di abitazioni in locazione. Il chiaro calo dell'immigrazione si ripercuote per una volta in modo più forte sulla domanda sul mercato delle abitazioni in locazione. Al puro calo della crescita della popolazione si aggiunge il cambiamento della struttura dell'immigrazione. Meno immigrati facoltosi dall'UE e più passaggi dal settore dell'asilo spostano la domanda verso spazi abitativi più economici. E per i locatari con redditi elevati, nonostante il recente aumento dei tassi, l'incentivo all'acquisto dell'abitazione rimane elevato rispetto alla locazione. Il calo della disponibilità al pagamento si rispecchia negli abbonamenti di ricerca online per abitazioni in locazione. Solo nei centri la fascia di prezzo indicata da quanti sono alla ricerca di un'abitazione è rimasta elevata nel secondo semestre del 2016.

L'ulteriore ampliamento della forbice tra offerta e domanda sul mercato delle abitazioni in locazione, dopo il sensibile aumento degli sfitti di abitazioni da affittare nell'ultimo anno, dovrebbe condurre anche nel 2017 a un aumento dell'eccesso di offerta, soprattutto di abitazioni costose.

Il tasso di riferimento dovrebbe ancora scendere

Anche la dinamica degli affitti in essere nel corso del 2017 dovrebbe tornare a indebolirsi. Oltre al calo dei nuovi affitti, anche un'ulteriore riduzione del tasso di riferimento dovrebbe agire da freno. In ragione del perdurare del livello dei tassi molto basso, il tasso d'interesse medio per i crediti ipotecari nazionali in essere continua a scendere. Per oltre 1/3 delle ipoteche si applica ancora un tasso d'interesse dell'1.75% o superiore. Quindi, secondo i nostri calcoli, il tasso di riferimento dovrebbe essere ridotto dall'1.75% all'1.50% al più tardi a inizio giugno. Sulla base del diritto di locazione, una riduzione del tasso di riferimento di un quarto di punto percentuale di norma autorizza il locatario a

Segmenti di mercato

richiedere una riduzione dell'affitto del 3%. Come già osservato dopo l'ultima riduzione del tasso di riferimento a metà 2015, la dinamica degli affitti in essere dovrebbe poi ridursi.

Tasso d'interesse ipotecario medio ancora in calo

Tassi d'interesse in %



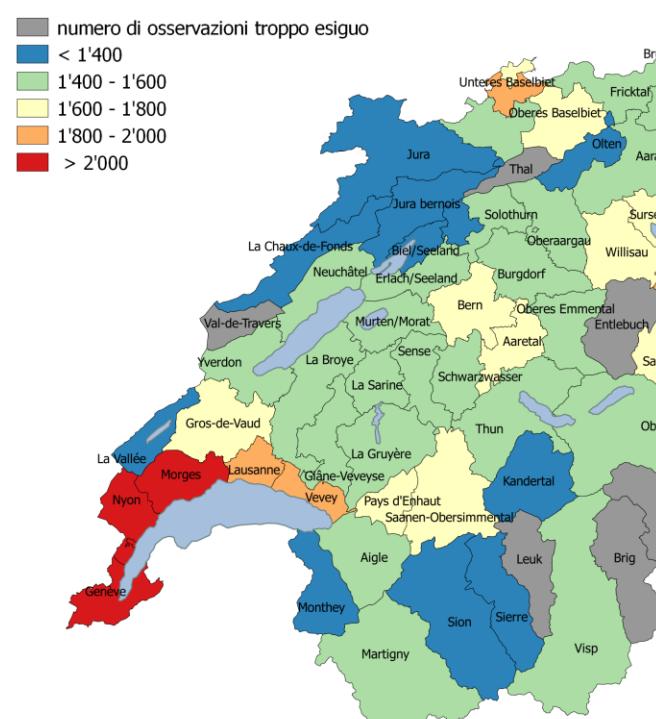
Fonte: UFAB, BNS, Raiffeisen Investment Office

Forte correzione nella zona del Lago di Lemano

Anche i dati regionali sui prezzi degli affitti indicano univocamente una correzione. Nella maggior parte delle grandi regioni gli affitti offerti nel 2016 sono scesi rispetto all'anno precedente. In particolare lontano dai centri il crescente eccesso di offerta esercita pressione sugli affitti offerti. L'intensa attività edilizia ha comportato, oltre che nelle regioni montuose, soprattutto nella regione Aarau / Soletta e a ovest di Berna / Friburgo un forte

Disponibilità al pagamento per abitazioni in locazione

Abbonamenti di ricerca, mediana in CHF al mese, 4q16



aumento abitazioni sfitte. A livello nazionale il numero di abitazioni sfitte nel 2016 ha registrato un moderato 1.3%, dopo l'1.2% dell'anno precedente.

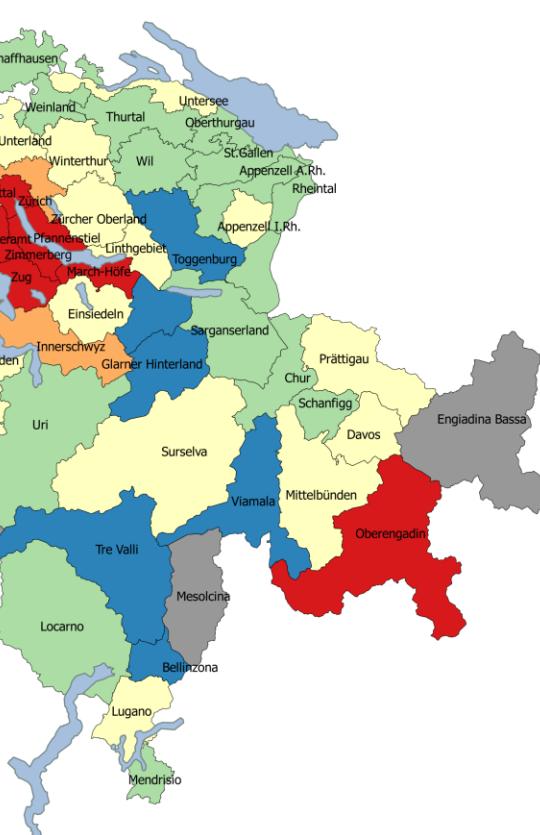
Anche nei centri dove i locali sfitti quasi non sono aumentati, si registrano nel complesso flessioni dei prezzi, ma qui determinate soprattutto dalla saturazione del segmento più alto. Ciò vale in particolare per le regioni a prezzi elevati intorno al Lago Lemano, dove gli affitti offerti con quasi -6% hanno registrato il calo più forte. Solo nel resto della Svizzera occidentale gli affitti hanno registrato recentemente un moderato rialzo, il che dovrebbe basarsi sugli effetti di fuga dalla costosa regione vicina.

Andamento dei prezzi degli affitti regionali

Affitti offerti, indice (2015=100), in % yoy

		Indice	ø 10-15	2016
	Svizzera	99.0	2.4	-1.3
1	Zurigo	97.0	2.2	-2.4
2	Svizzera orientale	98.4	2.1	-1.4
3	Svizzera centrale	96.9	2.7	-1.9
4	Svizzera nord-occid.	99.5	2.0	-0.5
5	Berna	99.9	2.0	0.0
6	Svizzera meridionale	97.3	2.0	-2.3
7	Lago Lemano	93.5	4.0	-5.7
8	Svizzera occid.	101.3	1.8	1.0

Fonte: WP Raiffeisen Investment Office



Fonte: Realmatch360, Raiffeisen Investment Office

Ma quale subprime?

Nell'ultimo Focus di questa pubblicazione è stata presentata la tesi che la stretta soglia di sostenibilità indicativa del 5% non è più al passo con i tempi. Da allora la Svizzera ne discute molto animatamente, ma purtroppo in modo superficiale e totalmente indifferenziato. È ora di fare chiarezza e di osservare più da vicino i presunti rischi oggetto di così tante discussioni.

«Le banche fanno di tutto per adescare anche clienti finanziariamente deboli», si leggeva sulla stampa a gennaio con il titolo allarmista «Subprime Svizzera», assolutamente fuori dalla realtà. Anche da parte delle banche piovevano critiche sulla proposta di allentare la soglia di sostenibilità, azione paragonata a giocare con il fuoco poiché un aumento dei tassi potrebbe scardinare l'intero sistema, per cui allentamenti della prassi di finanziamento ora non sarebbero opportuni. Si noti che questa critica proviene da uno schieramento che negli ultimi anni ha globalmente perso miliardi sui mercati finanziari e oggi ancora deve pagare multe orrende. Inoltre, si mette in guardia dai divorzi, come se inferiori soglie di sostenibilità aumentassero questo rischio, senza dubbio grande e per lo più imprevedibile del finanziamento di proprietà di abitazione a uso proprio. Mentre non vi

è qui alcuna relazione di causalità. E naturalmente il crash immobiliare di 25 anni fa viene preso come riferimento didattico per sostenere che siamo esattamente di nuovo sulla strada migliore per ripetere lo stesso errore. Purtroppo i ricordi sembrano sbiaditi. Infatti, la Svizzera ha gestito l'ultima crisi immobiliare in modo sostenibile come nessun altro paese, traendone i debiti insegnamenti. In Svizzera non ci sono ipoteche spazzatura.

La favola dell'isolata esplosione dei tassi

Quando oggi si mette in guardia sui rischi del mercato della proprietà di abitazione, in primo piano c'è sempre l'ominoso aumento dei tassi. Parecchi osservatori del mercato mettono in guardia da tale evento già da cinque anni. Come alla fine degli anni Ottanta, potrebbe verificarsi in modo sorprendentemente rapido e molto più marcato di quanto oggi in genere ci si aspetti. Inoltre l'inversione dei tassi sarebbe ora definitivamente compiuta, quindi il rischio sempre più vicino. Uno sguardo al passato, tuttavia, chiarisce molto rapidamente che questo confronto storico è tirato per i capelli. In effetti è vero che una volta si è registrato un aumento dei tassi relativamente estremo di ben 270 punti base (o 2.7 punti percentuali) nel giro di neanche due anni. Questo tuttavia da un livello molto più alto e in un contesto macroeconomico da cui oggi siamo lontanissimi e che anche nel prossimo futuro si ripresenterà molto difficilmente, ammesso che lo faccia.

Ingredienti mancanti per uno shock dei tassi

Rendimento dei titoli di stato svizzeri a dieci anni



Compensazione automatica del rincaro invece di pressione salariale

L'economia svizzera alla fine degli anni Ottanta cresceva a un ritmo esorbitante, più registrato da allora. La congiuntura era completamente surriscaldata, il mercato del lavoro esaurito, l'inflazione galoppava, anche a causa della compensazione del rincaro allora prescritta che scatenò una spirale dei salari. La crescita della massa monetaria che era aumentata massicciamente dopo il crollo della borsa del 1987 contribuì ulteriormente al surriscaldamento. E quando la Banca nazionale svizzera irrigidì la sua politica monetaria era ormai troppo tardi. Si giunse al collasso della congiuntura, del mercato immobiliare e in seguito al picco storico del tasso di disoccupazione del 5.7%. L'attuale contesto macroeconomico è completamente diverso, il confronto con allora semplicemente non regge (v. grafico p. 9). In tal senso mancano anche i presupposti demografici. L'età media in Svizzera era allora di ca. 35 anni, oggi è invece di 55. A ciò corrisponde una certa saturazione dei consumi, per cui anche massicce riduzioni dei prezzi nel commercio al dettaglio non generano più un boom.

Tran tran e speculazione

Ciò che pure manca nel ciclo attuale è l'elemento speculativo che alla fine degli anni Ottanta imperversava dovunque. L'utilizzo di crediti ipotecari per scopi di consumo, diversi da quelli previsti, era all'ordine del giorno, anticipi superiori al 100% non erano un'eccezione e i crediti si concedevano anche senza fondi propri, bastava un po' di terreno edificabile. L'atteso aumento dei prezzi era già anticipato nella decisione di credito, proprio come nel caso della crisi subprime. E presso le banche, durante il boom immobiliare degli anni Ottanta, non c'era separazione tra consulenza alla clientela, acquisizione della stessa e gestione dei rischi. Ciò, tramite i relativi sistemi di incentivi, cioè bonus, portò a pensare in termini di volumi senza considerazione dei potenziali rischi che avrebbero potuto presentarsi. Furono accettate a occhi chiusi anche operazioni speculative con clienti dubbi. Il costante aumento dei prezzi degli immobili sembrava garanzia sufficiente.

Inversioni dei tassi in massa

Cionondimeno gli allarmisti non si stancano e recentemente hanno trovato ulteriore sostegno negli USA, dove dopo l'elezione di Trump i tassi USA a lungo termine sono aumentati inaspettatamente di molto. E di nuovo già si parla della famosa inversione dei tassi. Se si osserva invece l'andamento dei tassi degli ultimi 30 anni, si trovano numerosissime presunte inversioni dei tassi (metà 2010, fine 2012, primavera 2013, tarda estate 2015, metà 2016) che hanno ogni volta generato isterie sui mercati finanziari, ma che con il senso di poi si sono rivelate solo brevi impennate. Anche noi prevediamo tassi a lungo termine leggermente superiori sull'orizzonte di un anno, ma parlare di un'inversione dei tassi solo perché forse cambierà il segno che li pre-

cede è piuttosto esagerato. Si può al massimo parlare di una timida normalizzazione. E da questa normalizzazione non deriva alcun rischio per il mercato immobiliare.

Zona tabù surriscaldamento sul mercato delle abitazioni in locazione

Mentre già da un mezzo decennio si mette in guardia da una «bolla» risp. un crash sul mercato delle abitazioni primarie, gli osservatori critici non si interessano quasi mai del mercato delle abitazioni in locazione. Chi parla di inversione o shock dei tassi, mette in guardia solo sulle conseguenze sul mercato delle abitazioni primarie. A causa della politica dei tassi bassi, anche il mercato delle abitazioni in locazione, è sulla cattiva strada e sarebbe colpito in modo almeno altrettanto duro da un supposto shock dei tassi. Infatti, anche se il tasso di riferimento reagisce forse in modo un po' lento, aumenti dei tassi implicano certamente anche modifiche degli affitti al rialzo. Benché le riduzioni dei tassi siano legate anche a un diritto chiaramente definito dei locatari a riduzioni dell'affitto, la storia e il quadro attuale mostrano, che il trasferimento di variazioni dei tassi di finanziamento agli affitti funziona soprattutto in una direzione (v. grafico). In effetti gli affitti in essere oggi dovrebbero essere molto, molto più bassi, come il nostro indice degli affitti ipotetico mostra, di al massimo il 40%. Questo indice rappresenta le effettive riduzioni degli affitti previste per legge alla riduzione dei tassi. La forbice dell'andamento effettivo dei prezzi degli affitti è già quasi allarmante e ha contribuito sostanzialmente al boom delle proprietà. Infatti, mentre gli affitti di fatto crescono senza sosta, l'onere dei costi abitativi delle proprie quattro mura è diminuito massicciamente. La relativa crescita dell'attrattiva delle abitazioni primarie è quindi anche conseguenza di un diritto di locazione gestito in modo accomodante.

Affitti in aumento malgrado tasso di riferimento decisamente più basso



Fonte: UST, UFAB, Raiffeisen Investment Office

Condizioni quadro economiche

La consolidata congiuntura globale sostiene l'industria svizzera. Le aspettative sull'occupazione restano tuttavia in generale moderate. Il calo della migrazione lavorativa dall'Europa fa scendere la crescita della popolazione a livelli elevati, malgrado l'aumento dei passaggi dal settore dell'asilo.

Secondo i dati del PIL ufficiali, l'economia svizzera nel terzo trimestre non ha segnato miglioramenti. Ciò era però stato previsto, dopo il forte trimestre precedente. Nel complesso le prospettive congiunturali nel corso dell'ultimo anno, sulla scia delle migliori prospettive economiche mondiali, sono costantemente migliorate. Spinta dall'aumento delle esportazioni, la crescita del PIL per il 2016 dovrebbe avere accelerato a ca. l'1.5%, dopo lo 0.8% dell'anno scorso. Il consumo nazionale e la domanda di investimenti rimangono tuttavia contenuti. Il persistere della forza del franco rispetto all'euro ha a sua volta sempre un effetto frenante. Di conseguenza, per il 2017 non prevediamo un ulteriore aumento della dinamica del PIL.

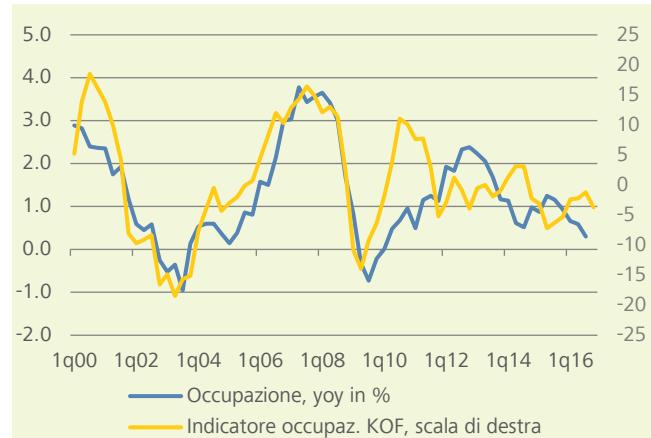
Con la solida congiuntura, la tendenza rialistica della disoccupazione ha potuto essere bloccata. Ciò è da ricondurre principalmente alla stabilizzazione delle aspettative sull'occupazione nell'industria. D'altro canto, l'ininterrotta crescita occupazionale degli ultimi anni nel settore dei servizi si è notevolmente indebolita, per cui per i prossimi mesi si prevede al massimo un aumento dell'occupazione solo molto modesto.

L'immigrazione dall'Europa continua a calare

Con il perdurare della bassa domanda di forza lavoro da parte delle aziende svizzere e il consolidamento della ripresa congiunturale nell'Eurozona, l'immigrazione dall'Europa occidentale e meridionale (EU-17) si è ridotta sensibilmente. Ciò vale soprattutto per la penisola iberica. L'immigrazione dall'UE-17 è diminuita di oltre il 40% dal picco del 2013. Per contro, il contributo di altre regioni all'aumento della popolazione residente è stabile (v. grafico). Il saldo migratorio del 2016, con circa 60'000 unità è di ca. il 15% sotto il livello dell'anno precedente.

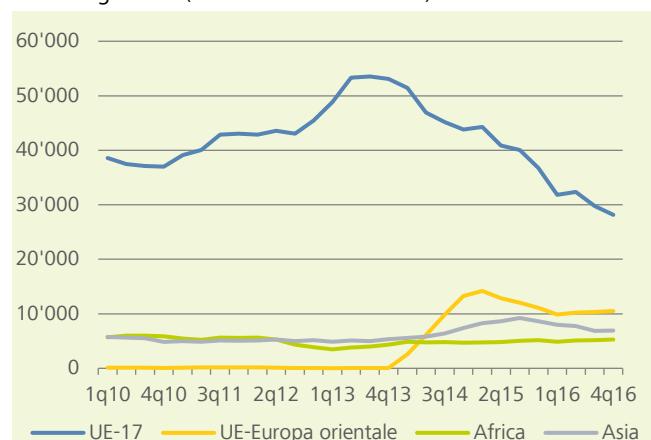
Il numero di nuove domande d'asilo rimane molto più basso dalla chiusura della rotta balcanica. I passaggi dilazionati dal settore dell'asilo alla popolazione residente fissa nel 2017 dovrebbero tuttavia muoversi a un livello simile a quello registrato negli ultimi anni. Con un calo lento ma costante delle cifre dell'immigrazione dall'UE, la crescita della popolazione quest'anno dovrebbe nuovamente diminuire – rimanendo, tuttavia, con un tasso di crescita di circa lo 0.9%, a un livello elevato.

Dinamica dell'occupazione solo moderata



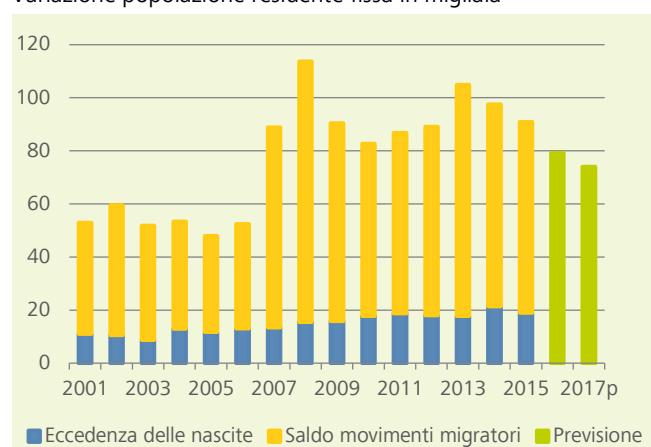
Meno immigrazione dall'Europa

Saldo migratorio (totale mobile a 12 mesi)



Crescita della popolazione su livelli elevati in calo

Variazione popolazione residente fissa in migliaia



Contesto di finanziamento

I tassi a lungo termine a fine anno sono aumentati sensibilmente, rimanendo tuttavia a un livello molto basso. E la politica monetaria della BCE per il momento è contraria a un ulteriore incremento. Tuttavia, prezzi elevati e regolamentazioni fanno scendere ulteriormente la crescita ipotecaria.

Con il calo dei rischi ribassisti per la congiuntura USA, la Banca centrale USA a fine 2016, dopo un anno di pausa, si è infine decisa a procedere a un ulteriore aumento dei tassi. Crescenti aspettative inflazionistiche, previsioni di una prosecuzione della normalizzazione dei tassi della Fed e anche l'effetto Trump hanno, a fine anno, condotto a un aumento dei tassi a lungo termine in tutto il mondo. Il tasso per un'ipoteca fissa a 10 a. nel T4 è aumentato di 0.3 punti percentuali. Ciò è da valutare come uno scostamento da livelli irrazionalmente bassi. Infatti il livello dei tassi è sempre molto basso. A breve termine il margine per un ulteriore rialzo dei tassi a nostro avviso è limitato, in particolare perché la BCE ha per ora prolungato il suo programma di acquisti obbligazionari. Con dati congiunturali sempre solidi e un trend inflazionario in leggero aumento, prevediamo tuttavia nel corso dell'anno un ulteriore moderato incremento dei tassi ipotecari a lungo termine. Un'inversione della politica dei tassi bassi in Europa è invece ancora molto lontana. Così, anche la BNS dovrebbe mantenere il suo tasso negativo del -0.75%. I tassi a breve dovrebbero quindi continuare a registrare una tendenza laterale.

L'addebito degli interessi rimane molto basso

A causa dell'aumento dei tassi a lungo termine, la sostenibilità di un finanziamento immobiliare non è migliorata ulteriormente nell'ultimo trimestre. L'effettivo onere finanziario per l'acquisto di un'abitazione primaria rapportato al reddito (HAI2) è recentemente aumentato. All'acquisto di un tipico appartamento in proprietà i costi del finanziamento (tasso fisso 5 a. + ammortamento lineare e accantonamenti di manutenzione) si sommano in media al 17.4% del reddito lordo, il che corrisponde solo a circa la metà della soglia di sostenibilità di un terzo. I valori della sostenibilità indicativa per nuovi finanziamenti immobiliari rimangono quasi invariati a un livello alto, a fronte di prezzi di transazione sostanzialmente stabili e un interesse subordinato del 5%. Ciò vale in particolare per le CUF. Insieme ai più severi requisiti in materia di fondi propri, le difficoltà legate al finanziamento sono quindi elevate per molte famiglie.

Di conseguenza la crescita del volume ipotecario continua a perdere terreno. Fino a ottobre 2016 il tasso di crescita annuale del volume ipotecario nazionale è sceso al 2.2%. E nelle nuove stipule di credito, la domanda si è di nuovo spostata un po' più verso le ipoteche fisse di lungo periodo.

Scadenza interessi ipotecari bloccata

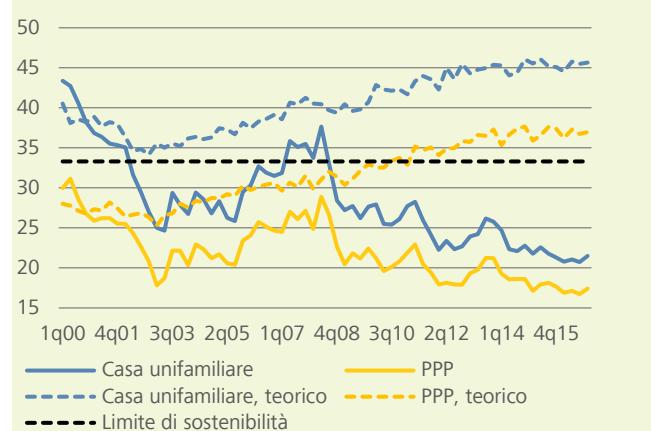
Tassi per nuovi affari, valore medio, in %



Fonte: BNS, Raiffeisen Investment Office

La sostenibilità non è più migliorata ulteriormente

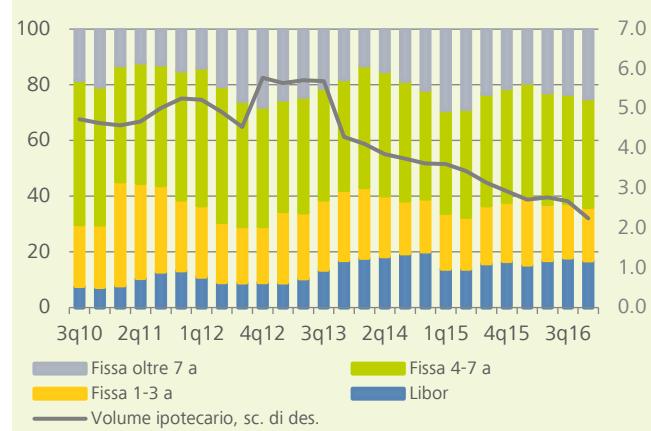
Onere finanziario in % del reddito lordo (HAI2)



Fonte: UST, AFC, BNS, SRED, Raiffeisen Investment Office.

Più richieste le ipoteche fisse a lungo termine

Percentuali nuove ipoteche per durata, in %



Fonte: BNS, Raiffeisen Investment Office

Investimenti immobiliari

Il rallentamento della crescita dei prezzi fa scendere la performance degli investimenti immobiliari. Rendimenti da locazione e distribuzione relativamente stabili però mantengono ancora interessanti gli investimenti - malgrado l'aumento degli sfitti.

La performance degli investimenti diretti in immobili a uso abitativo a fine anno a un livello elevato era ancora in calo. Il rallentamento della crescita dei prezzi per le PPP nel 2° semestre 2016 ha fatto scendere sensibilmente il rendimento da variazioni di valore dal picco del T2. Il tasso di variazione annuo era comunque sempre di un solido 4.0%. Anche il più stabile rendimento netto da cash flow (rendimento locativo) ha ceduto un po' di terreno a causa del consolidamento degli affitti offerti. Il rendimento netto da cash flow offre sempre, con un buon 3%, un elevato supplemento per le obbligazioni federali. Il calcolo del rendimento per l'investimento diretto non include però ancora alcuno sconto per la manutenzione e il rischio di sfitti per abitazioni in locazione, che mostra una tendenza al rialzo.

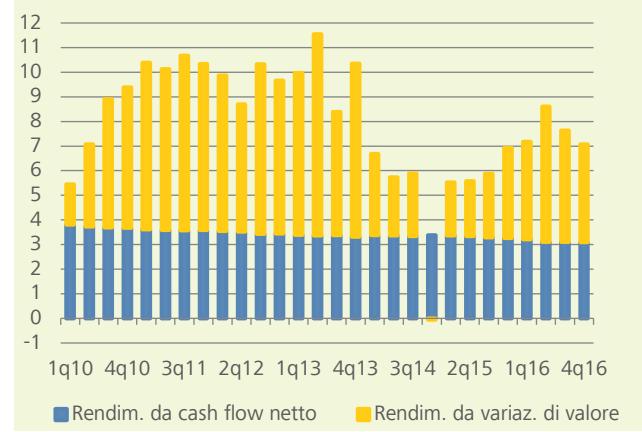
Volatilità dovuta a previsioni fluttuanti sui tassi

Le fluttuanti previsioni sui tassi per la Banca centrale USA negli ultimi mesi hanno provocato una grande volatilità anche per le quotazioni sensibili ai tassi di investimenti immobiliari indiretti svizzeri. Sono finiti sotto pressione soprattutto i corsi di azioni immobiliari, in ragione della loro quota di capitale di terzi molto più elevata rispetto ai fondi immobiliari. La stabilizzazione dei tassi a lungo termine in Europa e il proseguimento degli acquisti obbligazionari da parte della BCE a fine anno hanno tuttavia contribuito a una nuova ripresa dei corsi. In tal modo la performance annua 2016 degli investimenti immobiliari indiretti rispetto al mercato azionario svizzero è chiaramente sopra la media. Mentre lo SPI ha chiuso l'anno persino leggermente in negativo, un investimento in fondi immobiliari ha ottenuto un rendimento complessivo del 6.8%, in titoli immobiliari con elevate oscillazioni, persino dell'11.7%. In prospettiva di un proseguimento della normalizzazione dei tassi negli USA e la crescente necessità della BCE di ridurre i volumi di acquisti obbligazionari, prevediamo, soprattutto nel corso dell'anno, venti contrari sul fronte dei tassi, per cui per il 2017 non si può contare su una performance altrettanto solida.

Con un rendimento distribuito medio del 2.5% per fondi dominati da immobili a uso abitativo e del 3.0% per fondi concentrati su immobili industriali, il supplemento rispetto ai rendimenti dei titoli della Confederazione rimane interessante. Ciò vale in particolare per i fondi immobiliari commerciali che sono principalmente investiti in uffici centrali e contratti di locazione a lungo termine, il che protegge contro l'aumento degli sfitti e quindi offre distribuzioni in calo.

Rendimento locativo ancora leggermente in calo

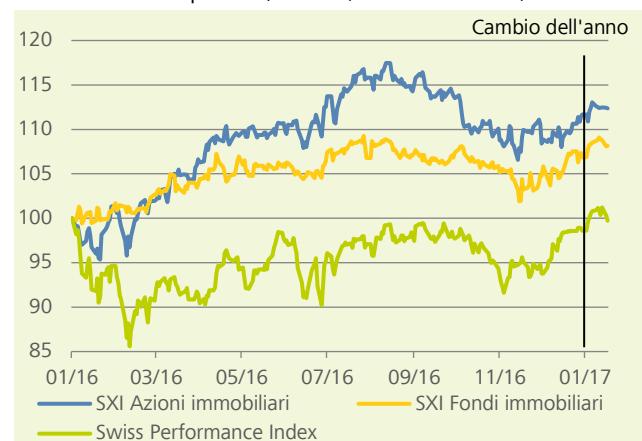
Performance investimenti diretti (sing. immobile PPP), in % yoy
Ipotesi: affitto netto escluso perdita pigioni e manutenzione



Fonte: CIFI, SRED, Raiffeisen Investment Office

Investimenti immobiliari indiretti con performance annuale molto buona

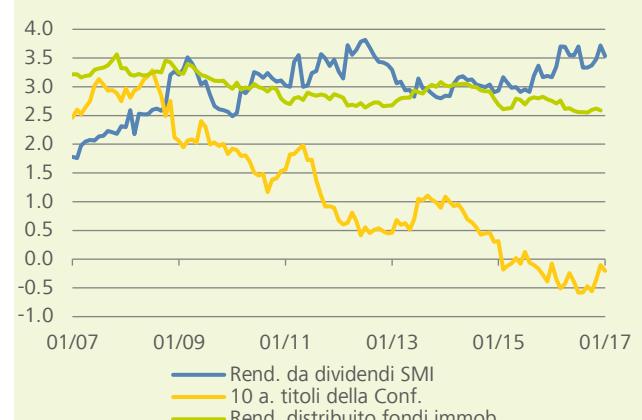
Performance complessiva, indice (01.01.2016=100)



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Rendimento distribuito resta relativamente interessante

Rendimento in %



Fonte: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Settore edilizio

I permessi di costruzione indicano un'attività edilizia ancora vivace per quest'anno, soprattutto nel segmento delle abitazioni in locazione. Con riduzione dell'immigrazione l'eccesso di offerta dovrebbe qui ancora aumentare.

Il minimo transitorio toccato dal settore edilizio dopo la conclusione del periodo di boom delle abitazioni secondarie è alle spalle. L'attività edilizia nei primi tre trimestri del 2016 si è chiaramente ripresa in tutta la Svizzera, tornando al livello precedente l'accettazione del referendum. E il forte incremento dei permessi di costruzione da metà 2015 fa prevedere anche per quest'anno un'attività edilizia vivace. È previsto tuttavia un certo rallentamento della dinamica di costruzione. Infatti, dalla metà dello scorso anno il consolidamento delle richieste di costruzione anticipate nel tempo si riflette anche in una moderata correzione dei permessi di costruzione per l'edilizia residenziale (v. grafico).

Soprattutto per la proprietà di abitazione i permessi di costruzione registrano un calo dell'attività pianificata. La lieve ma costante tendenza ribassista nei permessi per CUF prosegue. E i permessi per PPP recentemente hanno smesso di aumentare. Per abitazioni in locazione prosegue invece l'ampliamento dell'offerta. Lo stato di emergenza per gli investimenti legato ai tassi, spinge i progetti di investimento verso il segmento delle abitazioni in locazione.

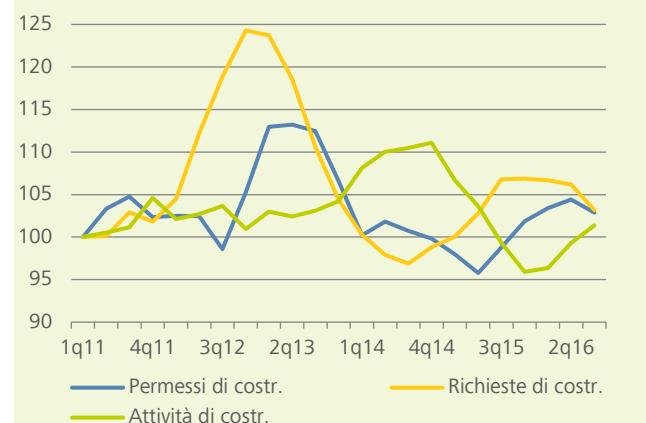
L'aumento dell'attività edilizia si concentra su regioni ancora relativamente raggiungibili negli agglomerati, mentre nei centri e nelle zone rurali i permessi di costruzione registrano negli ultimi due anni una tendenza laterale. L'attività edilizia pianificata rimane a un livello basso nei comuni interessati dall'iniziativa sulle abitazioni secondarie che si trovano prevalentemente nelle regioni montane. In particolare nel segmento PPP, qui il numero di unità abitative autorizzate è molto inferiore ai livelli precedenti (v. grafico).

L'offerta cresce più della domanda

Nel complesso, i permessi di costruzione rilasciati fanno prevedere un ampliamento dell'offerta di ca. 50'000 unità abitative nell'arco di un anno. Così, data la contestuale minore crescita della popolazione, la produzione di abitazioni dovrebbe superare sempre più il potenziale della domanda. L'aumento delle famiglie lo scorso anno era di poco più di 40'000. In special modo nel mercato delle abitazioni in locazione occorre quindi mettere in conto un ulteriore aumento di locali sfitti, mentre il consolidamento della crescita dell'offerta per la proprietà di abitazione finora non ha condotto a una sensibile divergenza tra offerta e domanda – laddove tuttavia anche nel segmento PPP in regioni meno centrali si osserva talvolta un netto incremento dei locali sfitti.

Previsto rallentamento dell'attività edilizia

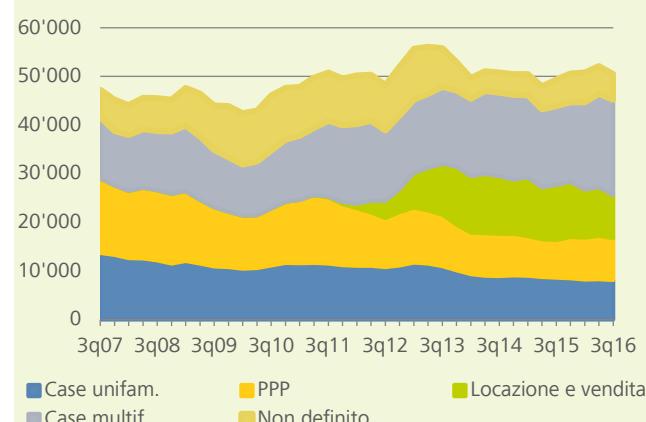
Indice (1q11=100), totale a 12 mesi



Fonte: Docu-Media (Meta-Sys), USC, Raiffeisen Investment Office

Permessi di costruzione su alti livelli

Unità abitative autorizzate (nuove costruzioni), totali a 12 mesi



Fonte: Docu-Media (Meta-Sys), Raiffeisen Investment Office

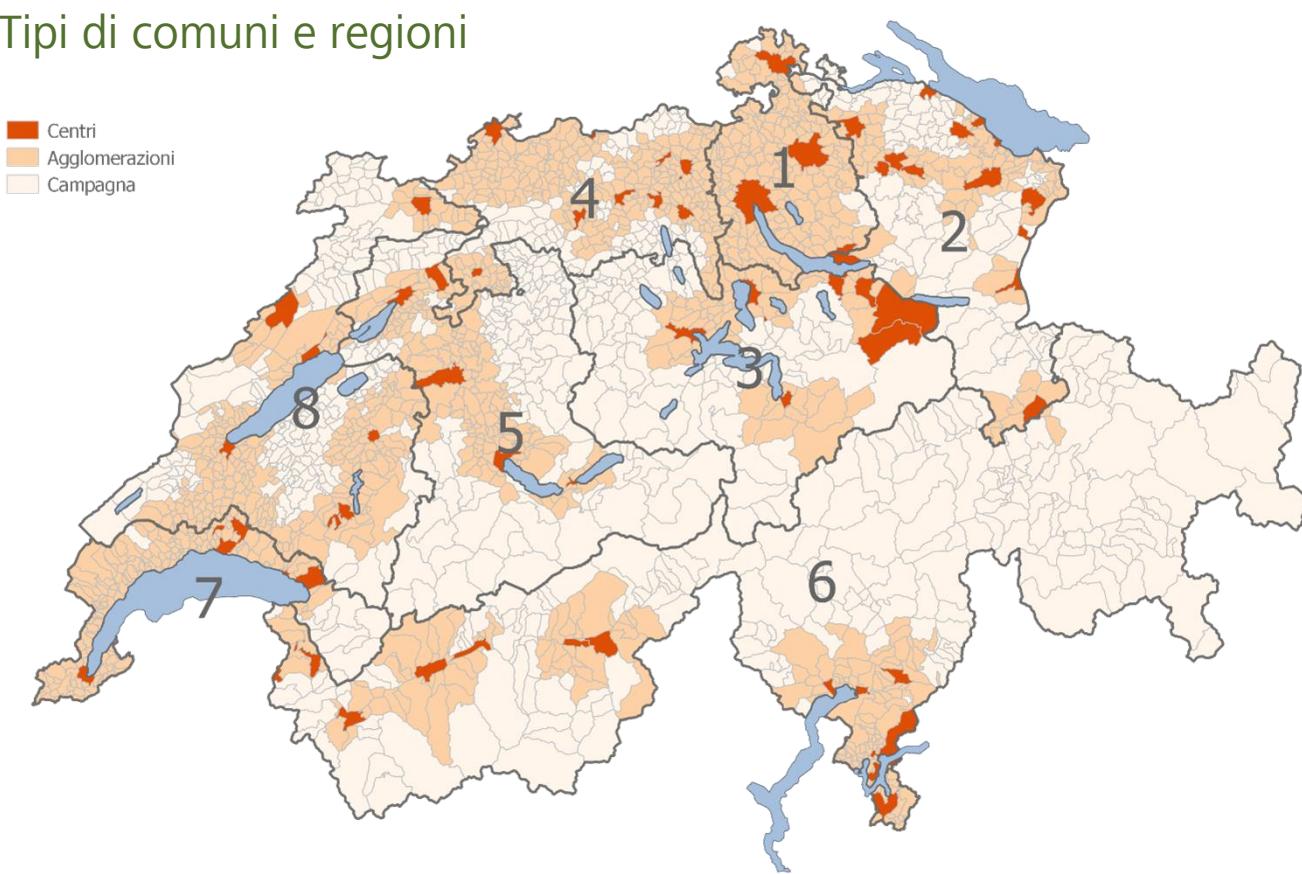
Ristagno dopo il boom delle abitazioni secondarie

Permessi di costruzione in comuni toccati dall'iniziativa sulle abitazioni secondarie, totali a 12 mesi



Fonte: Docu-Media (Meta-Sys), Raiffeisen Investment Office

Tipi di comuni e regioni



Fonte: UST, Geostat, Regioni in base a WP, Raiffeisen Investment Office

Tasso di appartamenti sfitti (2016)
in %

	Totale	Centri	Aggl.	Camp.
Svizzera	1.3	0.8	1.4	1.8
1 Zurigo	0.9	0.4	1.2	1.4
2 Svizzera orientale	1.8	1.5	1.9	1.9
3 Svizzera centrale	1.0	1.0	0.9	1.0
4 Svizzera nord-occid.	1.6	0.9	1.8	2.3
5 Berna	1.6	0.8	1.7	2.2
6 Svizzera meridionale	1.6	1.3	1.4	1.8
7 Lago Lemano	0.6	0.5	0.6	1.6
8 Svizzera occid.	1.4	1.2	1.3	1.6

Permessi di costruzioni nuove (2015)
in % degli appartamenti in essere

	Totale	Centri	Aggl.	Camp.
Svizzera	1.2	1.0	1.3	1.1
1 Zurigo	1.2	1.2	1.2	1.0
2 Svizzera orientale	1.3	1.0	1.7	1.3
3 Svizzera centrale	1.6	1.1	1.8	1.8
4 Svizzera nord-occid.	1.3	0.9	1.3	2.3
5 Berna	0.7	0.5	0.8	0.7
6 Svizzera meridionale	1.0	1.8	1.0	0.5
7 Lago Lemano	1.0	0.6	1.2	1.2
8 Svizzera occid.	1.3	0.6	1.7	1.4

Popolazione (2015)
Pop. con residenza fissa, totale e in %

	Totale	Centri	Aggl.	Camp.
Svizzera	8'327'126	27.9	52.4	19.7
1 Zurigo	1'546'260	35.8	63.1	1.2
2 Svizzera orientale	913'356	31.7	37.2	31.1
3 Svizzera centrale	818'843	21.3	41.1	37.6
4 Svizzera nord-occid.	1'385'170	20.5	65.0	14.5
5 Berna	1'009'741	24.9	43.0	32.1
6 Svizzera meridionale	807'907	27.1	43.8	29.1
7 Lago Lemano	1'060'732	35.8	60.7	3.5
8 Svizzera occid.	785'117	22.3	48.2	29.5

Reddito imponibile (2013)
Media, in CHF

	Totale	Centri	Aggl.	Camp.
Svizzera	75'000	73'000	81'000	63'000
1 Zurigo	82'000	76'000	87'000	66'000
2 Svizzera orientale	66'000	67'000	68'000	64'000
3 Svizzera centrale	85'000	83'000	100'000	69'000
4 Svizzera nord-occid.	74'000	76'000	75'000	65'000
5 Berna	66'000	65'000	70'000	61'000
6 Svizzera meridionale	63'000	68'000	65'000	56'000
7 Lago Lemano	91'000	78'000	101'000	59'000
8 Svizzera occid.	67'000	65'000	71'000	64'000

Fonte: AFC, UST, Docu-Media (Meta-Sys), Raiffeisen Investment Office

Editore

Raiffeisen Investment Office & Economista capo
Raiffeisenplatz
9000 St. Gallen

Autori

Martin Neff, Economista capo
Alexander Koch, Responsabile Research immobiliare & macro
Lukas Seger, Research immobiliare & macro

<mailto:economic@raiffeisen.ch>

Ulteriori pubblicazioni

Qui potete consultare questa pubblicazione e anche abbonarvi per ricevere ulteriori pubblicazioni di Raiffeisen

<https://www.raiffeisen.ch/rch/it/chi-siamo/pubblicazioni/mercati-e-opinioni/pubblicazioni-research.html>

Importanti note legali**Esclusione di offerta**

I contenuti della presente pubblicazione vengono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non rappresentano pertanto dal punto di vista legale né un'offerta né una raccomandazione all'acquisto ovvero alla vendita di strumenti d'investimento. La presente pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto di emissione ai sensi dell'art. 652a o dell'art. 1156 CO. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relativi a questi prodotti sono contenute nel rispettivo prospetto di quotazione. A caUSA delle restrizioni legali in singoli paesi, tali informazioni non sono rivolte alle persone la cui nazionalità o il cui domicilio si trova in un paese in cui l'autorizzazione dei prodotti descritti nella presente pubblicazione è soggetta a limitazioni.

La presente pubblicazione non ha lo scopo di offrire all'investitore una consulenza in materia d'investimento e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza Clientela privata e/o dopo l'analisi dei prospetti informativi di vendita vincolanti. Decisioni prese in base alla presente pubblicazione avvengono a rischio esclusivo dell'investitore.

Esclusione di responsabilità

Raiffeisen Svizzera società cooperativa intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera società cooperativa non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione.

Raiffeisen Svizzera società cooperativa non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi), caUSAi dalla distribuzione della presente pubblicazione o dal suo contenuto oppure legati alla sua distribuzione. In particolare, non si assume alcuna responsabilità per le perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari.

Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

La presente pubblicazione non è il risultato di un'analisi finanziaria. Le «direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) non trovano di conseguenza applicazione nella presente pubblicazione.