



Aspetti principali in breve

**Esercizio di equilibrismo** 2

Segmenti di mercato

**Case unifamiliari** 3

**Proprietà per piani** 5

**Appartamenti in locazione** 7

Focus

**Appartamenti in locazione: troppi, troppo grandi, troppo cari** 9

Contesto di mercato

**Condizioni quadro economiche** 11

**Contesto di finanziamento** 12

**Investimenti immobiliari** 13

**Settore edilizio** 14

**Allegato** 15

## Esercizio di equilibrismo

Il forte incremento dei prezzi delle case unifamiliari (CUF) non è proseguito oltre il cambio dell'anno. Per il 1°T 2017 il nostro indice edonico (rettificato per la qualità) dei prezzi di transazione indica una leggera correzione dello 0.4%, come nel trimestre precedente. Circa i prezzi della PPP è invece proseguita la tendenza rialzista stabile, con +1.3% rispetto al trim. precedente.

Il consolidamento degli interessi a lungo termine nel 1°T ha comportato di nuovo una leggera diminuzione degli interessi ipotecari, senza, però, causare un rinnovato aumento della domanda. In particolare per le CUF costose, la sostenibilità indicativa è un ostacolo troppo grande per molte famiglie. Non si registra tuttavia un crollo della domanda. I dati sulle transazioni per le CUF sono recentemente risultati solo leggermente in calo. Mostrano tuttavia un movimento verso fondi più piccoli riguardo alle nuove CUF e un aumento di acquisti in ubicazioni meno centrali e meno care. Accettando questi compromessi alcune famiglie possono ancora realizzare il sogno di una casa propria. Inoltre, il persistente leggero calo dell'ampliamento dell'offerta contribuisce a mantenere ampiamente in equilibrio il mercato delle CUF.

### Divario tra centri e aree rurali

Per quanto riguarda la PPP, l'attività di costruzione di nuovi immobili si mantiene invece a un livello elevato. Questo in particolare nelle zone rurali, così come anche nelle zone turistiche, dove la durata di commercializzazione è aumentata in modo sensibile. Negli ultimi trimestri la velocità degli aumenti dei prezzi per la PPP in tali aree è quindi stata decisamente più moderata rispetto ai comuni più centrali. In generale, la domanda di appartamenti in proprietà continuerà a godere del supporto dagli effetti di fuga dal costoso segmento case unifamiliari e anche dal mercato delle locazioni. Spesso l'acquisto dell'appartamento rimane decisamente più conveniente dell'affitto, soprattutto in ragione dei

tassi bassi. Sul periodo di un anno, il moderato aumento degli interessi a lungo termine da noi previsto non dovrebbe colmare questo divario. Tutto considerato, continuiamo a prevedere una distensione dei prezzi e un atterraggio morbido dei prezzi degli immobili residenziali, pur con crescenti divergenze geografiche.

### Commercializzazione appartamenti in affitto sempre più difficile

Il segmento degli appartamenti in locazione, al contrario, fatta eccezione per un leggero incremento al cambio dell'anno, registra un maggiore disequilibrio tra domanda e offerta. Da un lato i permessi di costruzione per questi appartamenti, spinti dallo stato di emergenza degli investimenti, hanno visto finora un ulteriore trend al rialzo. Dall'altro lato, il fattore più importante per l'aumento della relativa domanda, l'immigrazione, continua a diminuire. Inoltre, il sostanziale cambiamento della struttura dell'immigrazione incentiva il crescente eccesso di offerta sul mercato degli appartamenti in locazione. La percentuale di stranieri meno solvibili in cerca di abitazioni è aumentata velocemente. La situazione dell'offerta non ha ancora reagito sufficientemente a tale variazione, soprattutto nelle regioni periferiche. Quindi, vengono proposti troppi appartamenti, che sono tendenzialmente troppo cari e troppo grandi (ved. Focus a pag. 9).

Anche la situazione degli affitti in essere dovrebbe tranquillizzarsi nel corso dell'anno. In ragione della continua diminuzione del tasso medio per le ipoteche, infatti, il tasso di riferimento dovrebbe essere ulteriormente ridotto dall'1.75% all'1.5% già al prossimo appuntamento del 1° giugno. In linea di principio ciò autorizza i locatari a richiedere una riduzione degli affitti.

[alexander.koch@raiffeisen.ch](mailto:alexander.koch@raiffeisen.ch)

## Panoramica del mercato

Domanda		Effetto prezzi
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 ormai solo debolmente e la dinamica occupazionale rimane contenuta.	→
Contesto di finanziamento	Il livello dei tassi resta basso ma prezzi elevati e rigidi requisiti normativi complicano l'acquisto di immobili.	→
Investimenti	L'elevata differenza di rendimento rispetto alle obbligazioni mantiene attrattivi gli investimenti in immobili malgrado il crescente rischio di locali sfitti.	↗
Offerta		
Attività edilizia	Ampliamento dell'offerta complessiva stabile, con peso crescente sulla costruzione di abitazioni in affitto.	→
Locali sfitti	Tendenza rialzista del numero di locali sfitti ora sostenuta soprattutto da abitazioni in locazione.	↘
Prospettive dei prezzi		
Prezzi della proprietà	I tassi bassi tengono alta la domanda di abitazioni primarie e oggetti d'investimento. Un distacco geografico tra 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.	↘

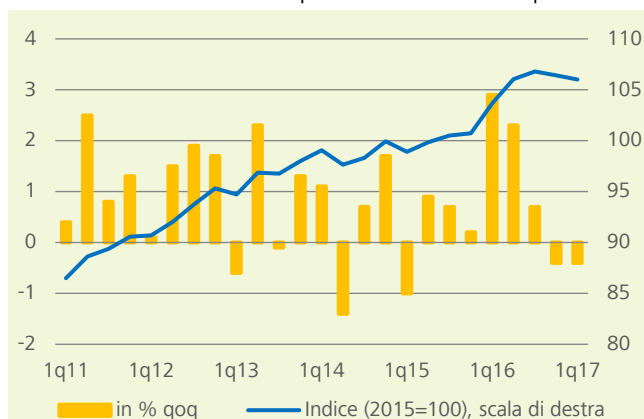
## Case unifamiliari

**La forte dinamica dei prezzi per le case unifamiliari è rallentata intorno al volgere dell'anno. Nonostante i prezzi più alti, la domanda rimane comunque stabile con compromessi degli acquirenti in relazione a posizione e dimensione dei fondi. Insieme al perdurante leggero calo dell'offerta continuiamo a non prevedere sostanziali correzioni dei prezzi.**

I prezzi delle case unifamiliari (CUF) a inizio anno hanno registrato, per la seconda volta consecutiva, una lieve contrazione dello 0.4% rispetto al trimestre precedente. La lieve correzione al volgere dell'anno segue tuttavia una dinamica dei prezzi molto forte nei trimestri precedenti (v. grafico). Di conseguenza i prezzi delle CUF nel primo trimestre 2017 risultano ancora chiaramente in aumento con un +2.3%.

### Normalizzazione dopo il balzo dei prezzi

Indice edonico Raiffeisen dei prezzi delle transazioni per CUF



La normalizzazione dei prezzi delle CUF si giustifica in ragione del livello molto alto raggiunto dai prezzi nel frattempo. A inizio 2017 una casa unifamiliare in Svizzera costava in media quasi CHF 970'000. Con questo livello dei prezzi diviene sempre più difficile per un'ampia fascia della popolazione apportare il capitale proprio necessario e soddisfare i requisiti normativi in materia di sostenibilità per il finanziamento di una casa unifamiliare. Per qualificarsi per il finanziamento di una CUF media, gli acquirenti attualmente devono avere a disposizione quasi CHF 200'000 di capitale proprio e generare un reddito familiare lordo di CHF 170'000.

### Domanda stabile con compromessi

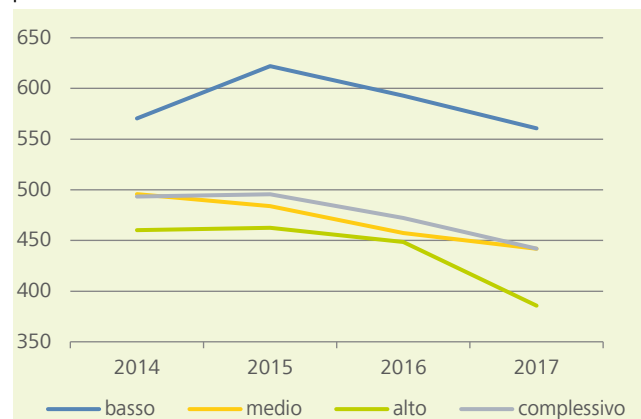
Indipendentemente da ciò, non si registra alcun crollo della domanda di CUF. Il numero dei nuovi finanziamenti di case unifamiliari negli ultimi trimestri è sceso solo lievemente.

I dati delle transazioni mostrano un movimento verso fondi di dimensioni minori per quanto riguarda le nuove case unifamiliari

e un aumento degli acquisti in ubicazioni meno care. In tal modo le famiglie possono ancora realizzare il loro sogno di una casa tutta loro. In ragione dell'elevata quota di terreno, il prezzo di acquisto diminuisce sensibilmente in particolare per le case unifamiliari indipendenti su piccoli fondi oppure per le case a schiera. Mentre i fondi delle nuove case unifamiliari vendute in regioni relativamente convenienti hanno circa le stesse dimensioni rispetto al 2014, la superficie media dei fondi delle case unifamiliari acquistate in posizioni più costose si riduce sensibilmente (v. grafico). Oltre ai compromessi degli acquirenti privati in termini di posizione e dimensioni, si rileva che si acquistano case unifamiliari più vecchie per poi costruire sul fondo case plurifamiliari.

### Richiesta di fondi di dimensioni minori

Superficie media dei fondi delle CUF acquistate per livello dei prezzi comunale, nuova costruzione, in m<sup>2</sup>



Mentre la domanda per oggetti ancora accessibili rimane solida, il picco della disponibilità al pagamento per case unifamiliari molto costose è stato superato già due anni fa. Nel segmento di punta, i prezzi ottenuti nel frattempo sono di quasi il 10% inferiori rispetto all'inizio del 2014. Recentemente tuttavia non si osserva più una continuazione della correzione dei prezzi. Anche la massima disponibilità al pagamento per case unifamiliari molto costose desumibile dagli abbonamenti di ricerca online ritorna a coincidere meglio con il livello dei prezzi d'offerta.

### L'ampliamento dell'offerta continua a registrare un leggero calo

I prezzi d'offerta in parte eccessivi negli ultimi anni hanno fatto sì che non tutte le CUF in vendita abbiano subito trovato un acquirente. I dati attuali degli sfritti per il 2016 segnalano circa 6'500 case unifamiliari sfitte, un aumento del 50% dal 2010. E la durata di permanenza nelle inserzioni delle CUF offerte online negli ultimi trimestri registra un sensibile incremento. Nonostante l'elevato aumento di questa percentuale, il livello degli

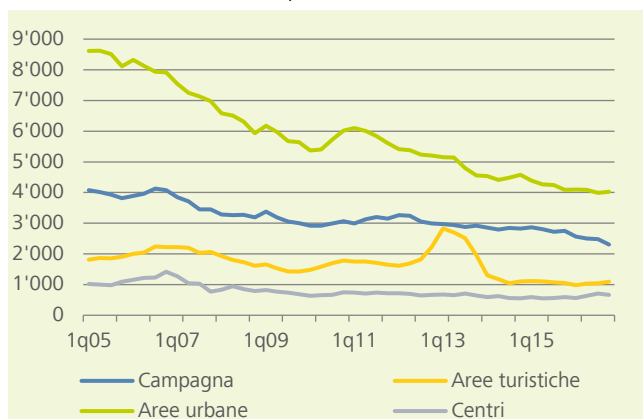
# Segmenti di mercato

sfitto per le CUF rimane tuttavia ancora basso. Inoltre, nel 2016 il dato non è sostanzialmente aumentato nel confronto annuale.

In questo contesto l'adeguamento dell'offerta svolge un ruolo importante. Se dieci anni fa si concedevano ancora ben 15'000 permessi di costruzione per CUF, nel 2016 il loro numero si è attestato al di sotto di 10'000 – con un trend ancora leggermente in calo. In particolare nell'area rurale, l'offerta pianificata di nuove CUF attualmente è in calo (v. grafico).

## Riduzione dell'offerta di nuove CUF

Permessi di costruzione CUF, totali a 12 mesi



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

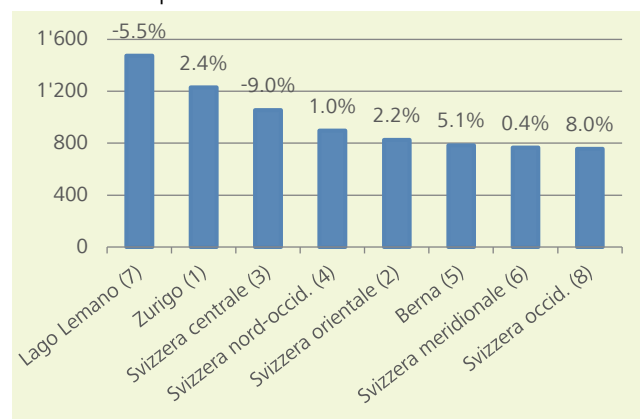
## Ripresa nelle regioni convenienti continua

Nel complesso, nonostante l'aumento del livello dei prezzi per il mercato svizzero delle case unifamiliari, non emergono grossi

squilibri. Anche l'andamento nella regione con prezzi elevati sul Lago Lemano non fa prevedere una sensibile correzione dei prezzi. Qui i prezzi delle transazioni per CUF hanno raggiunto il picco già nel 2014. La correzione dei prezzi è rimasta tuttavia limitata e i dati relativi alle transazioni degli ultimi trimestri indicano una stabilizzazione del livello dei prezzi. La Svizzera centrale presenta una situazione analoga. Al contrario, in regioni con un livello dei prezzi basso i prezzi delle case unifamiliari continuano a recuperare nonostante un certo indebolimento della dinamica registrato all'inizio dell'anno. Ciò è vero in particolare per la Svizzera occidentale e la regione di Berna (v. grafico).

## Andamento regionale dei prezzi delle CUF

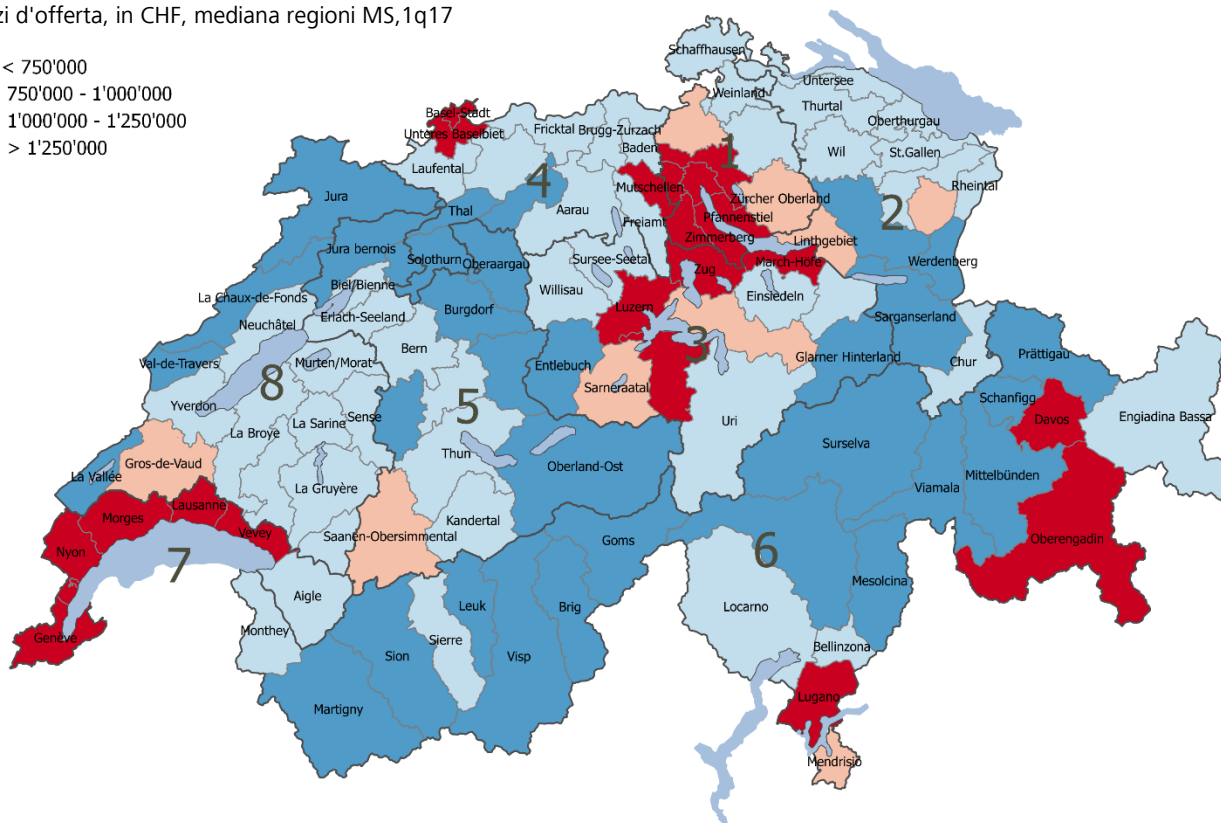
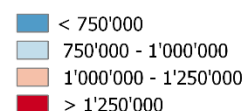
Prezzo medio delle transazioni 2q16-1q17, in 1'000 CHF e variazione risp. 2014



Fonte: SRED, Raiffeisen Investment Office

## Prezzi CUF

Prezzi d'offerta, in CHF, mediana regioni MS, 1q17



Fonte: Meta-Sys, Raiffeisen Investment Office

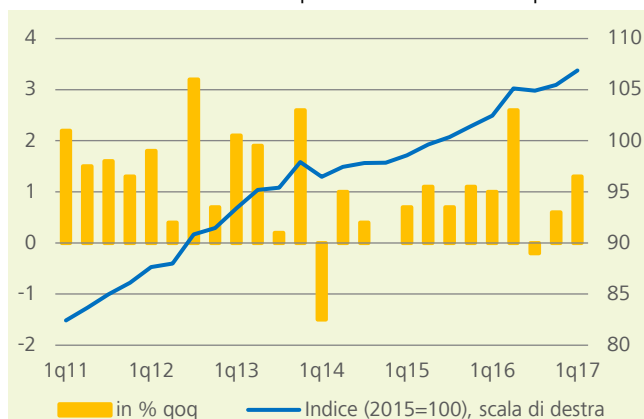
## Proprietà per piani

**I prezzi della PPP continuano a crescere a ritmo costante, tuttavia si accentuano le differenze tra le diverse aree geografiche. Mentre la domanda nelle posizioni centrali rimane solida, la commercializzazione nelle aree rurali è divenuta notevolmente più difficile - con un ampliamento dell'offerta ancora elevato.**

I prezzi della proprietà per piani (PPP) a inizio anno hanno continuato a salire, di un +1.3% rispetto al trimestre precedente. Nel corso degli ultimi due anni il trend dei prezzi, a parte brevi oscillazioni a metà 2016, ha fatto registrare un costante incremento di circa l'1% a trimestre.

### Tendenza al rialzo stabile

Indice edonico Raiffeisen dei prezzi delle transazioni per PPP



Fonte: SRED, Raiffeisen Investment Office

### Velocità diverse

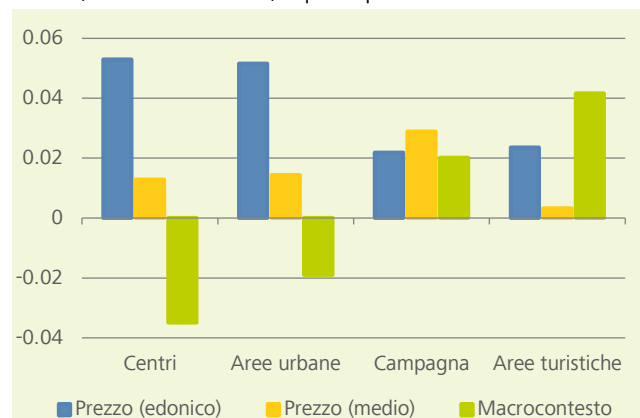
Gli aumenti dei prezzi attualmente sono spinti soprattutto dai centri e dalle aree urbane. Qui per le PPP in media si pagava effettivamente solo l'1% in più, tuttavia lo scorso anno i prezzi rettificati per la qualità sono cresciuti del 5%. La differenza tra l'andamento dei prezzi medio e rettificato per la qualità (edonico) è da ricondursi in particolare alla perdurante diminuzione del macrocontesto degli oggetti negoziati. Ciò significa che le PPP si acquistano in comuni meno «interessanti» rispetto a un anno fa. Di conseguenza il prezzo medio cresce in modo meno marcato rispetto a quello corretto in base alla posizione più debole.

La dinamica dei prezzi nelle aree rurali registra un quadro differente. Qui gli acquirenti non hanno fatto grandi concessioni quanto alle caratteristiche degli oggetti o alla posizione. I prezzi medi pagati e rettificati per la qualità sono aumentati pressoché di pari passo. Nel complesso gli aumenti dei prezzi nelle aree rurali sono stati tuttavia decisamente più moderati. Anche nei comuni turistici i prezzi rettificati per la qualità sono aumentati in modo meno marcato, con circa +2% nel confronto annuale.

In questi comuni, caratterizzati da una quota elevata di seconde case, è vero che ultimamente si sono fatti maggiori acquisti in aree «interessanti», ma in posizioni meno centrali delle rispettive località. Questo effetto negativo del microcontesto fa da padrone, e anche nei comuni turistici i prezzi medi registrano un trend rialzista meno marcato rispetto ai prezzi rettificati per la qualità (v. grafico).

### Solida dinamica dei prezzi nei centri e nei comuni urbani

Prezzi: Tassi di crescita in %, macrocontesto: differenza standardizzata, mobile 4 trimestri, 1q16-1q17



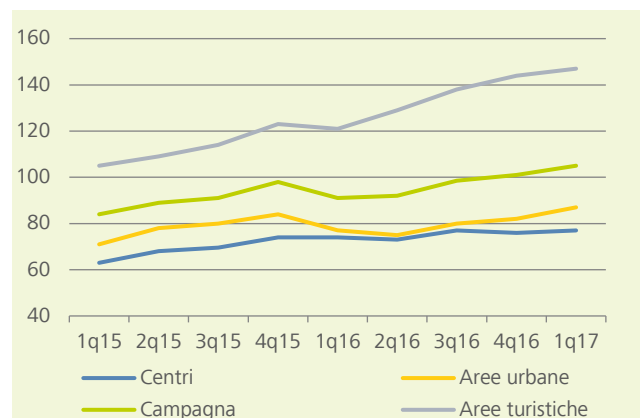
Fonte: SRED, Raiffeisen Investment Office

### Commercializzazione nelle aree rurali sempre più difficile

La forte dinamica dei centri e dei comuni urbani si basa su una domanda costante e solida di PPP. È soprattutto qui che si registrano gli effetti di fuga delle famiglie per le quali le CUF non sono più accessibili o gli affitti troppo elevati. Ciononostante il contesto della commercializzazione è peggiorato leggermente. La permanenza delle inserzioni è lievemente aumentata. Al contrario, nelle aree rurali e turistiche, la durata di commercializzazione è notevolmente aumentata da livelli già elevati.

### Aumento della durata di commercializzazione

Durata delle inserzioni offerte online di PPP, mediana in giorni, mobile 4 trimestri



Fonte: Meta-Sys, Raiffeisen Investment Office

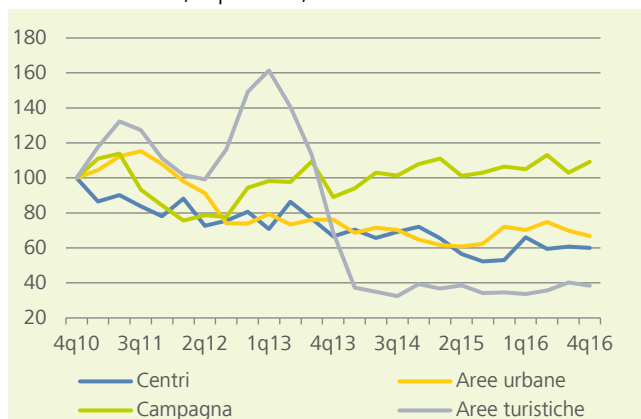


# Segmenti di mercato

E nei comuni rurali non dovrebbe diventare più facile vendere PPP. Qui, infatti, i permessi di costruzione per nuovi appartamenti in proprietà, al contrario di quanto visto per il segmento CUF, rimangono invariati a livelli elevati (v. grafico). Nei comuni turistici la produzione di abitazioni dopo la conclusione del boom edilizio a causa dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie si è stabilizzata a un livello basso. In compenso, nelle aree urbane la produzione di PPP pianificata ha recentemente subito un lieve rallentamento. La divergenza dell'andamento dei prezzi a livello geografico dovrebbe proseguire.

## Continua l'elevata attività edilizia nelle aree rurali

Numero permessi di costruzione per appartamenti in PPP, nuove costruzioni, 4q10=100, mobile 4 trimestri



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

## Forte effetto di recupero nella regione di Berna

Nella regione di Berna si registra attualmente la più pronunciata dinamica dei prezzi, con un tasso di crescita annua del 7.7% – con valori quindi simili al segmento CUF. Anche nella Svizzera orientale e nord-occidentale i prezzi continuano a recuperare. In queste tre grandi regioni, fatta eccezione per l'area di Basilea e le destinazioni turistiche dell'Oberland bernese, i livelli sono relativamente più bassi (v. cartina). Questo vale anche per la Svizzera occidentale, dove la dinamica, al contrario, si è appiattita, come da tempo ormai capita nella costosa regione del Lago Lemano.

## Andamento regionale dei prezzi delle PPP

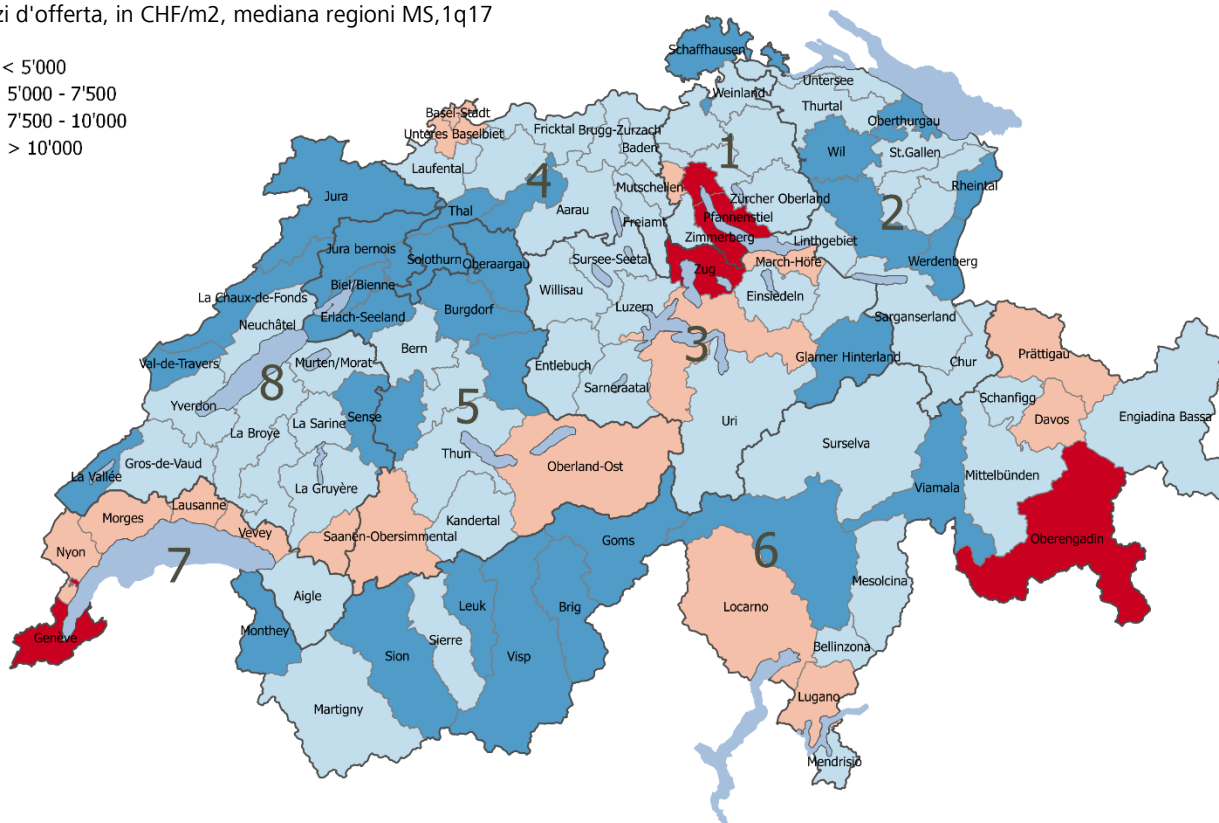
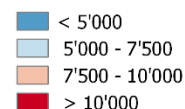
Indice dei prezzi delle transazioni (2015=100), situazione: 1q17  
Attualmente: andamento medio ultimi 4 trimestri, in % yoy

	Indice	Ø 11-16	Attual.
Svizzera	106.9	4.4	4.6
1 Zurigo	107.8	4.6	4.9
2 Svizzera orientale	108.0	5.8	6.2
3 Svizzera centrale	108.0	5.2	3.7
4 Svizzera nord-occidentale	109.2	5.0	5.9
5 Berna	111.2	5.0	7.7
6 Svizzera meridionale	106.4	4.5	5.1
7 Lago Lemano	102.8	3.1	2.4
8 Svizzera occidentale	103.1	5.6	1.9

Fonte: SRED, Raiffeisen Investment Office

## Prezzi PPP

Prezzi d'offerta, in CHF/m2, mediana regioni MS, 1q17



Fonte: Meta-Sys, Raiffeisen Investment Office

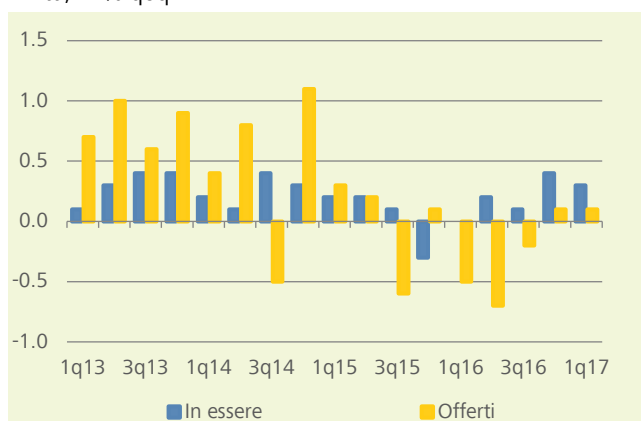
## Appartamenti in locazione

**Gli affitti si sono stabilizzati al volgere dell'anno. L'eccesso di offerta, specialmente nelle ubicazioni periferiche, continua tuttavia a crescere, anche perché l'acquisto di un appartamento rimane relativamente interessante. Inoltre, un'ulteriore riduzione del tasso di riferimento a giugno dovrebbe frenare gli affitti in essere.**

Nel primo trimestre 2017 gli affitti sono leggermente cresciuti: gli affitti in essere dello 0.3% rispetto al trimestre precedente, e gli affitti offerti dello 0.1%. Con il secondo lieve aumento consecutivo, gli affitti offerti si sono per ora nuovamente stabilizzati dopo una correzione registrata a inizio 2016. Il confronto annuale degli affitti offerti indica tuttavia ancora un trend ribassista. E dal picco di metà 2015 sono diminuiti in totale dell'1.7%.

### Stabilizzazione al cambio dell'anno

Affitti, in % qoq



Fonte: UST, WP, Raiffeisen Investment Office

A livello geografico, la correzione degli affitti offerti si osserva in particolare al di fuori dei centri relativamente costosi. Anche se i livelli degli affitti in queste zone sono notevolmente più bassi, tale sviluppo non sorprende. Infatti, nelle aree rurali l'eccesso di offerta e la durata di commercializzazione degli appartamenti in affitto hanno registrato l'aumento maggiore. Qui, fino a inizio 2017, la durata delle inserzioni delle offerte online per gli appartamenti in affitto è salita in media a 44 giorni.

### Prezzi di locazione e durata di commercializzazione 1q17

Affitti offerti (netti, per m<sup>2</sup> e anno in CHF), variazione in % yoy, durata di commercializzazione (giorni), mediane

	Affitti	yoy	Durata
Centri	262	0.2	26
Aree urbane	209	-0.4	40
Campagna	188	-0.6	44

Fonte: Meta-Sys, Raiffeisen Investment Office

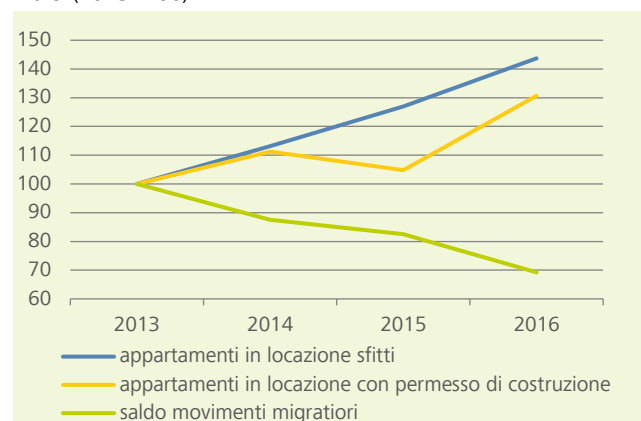
Nel frattempo anche nei centri passa un po' più di tempo prima che un appartamento venga affittato. Con 26 giorni, la durata di commercializzazione rimane tuttavia a un livello basso. Soprattutto nelle ubicazioni cittadine ambite finora si individua solo una lieve distensione della situazione sul mercato delle locazioni.

### L'eccesso di offerta aumenta

Il principale pilastro della domanda supplementare di appartamenti in affitto è l'immigrazione. Chi si trasferisce in Svizzera tipicamente non acquista direttamente la proprietà, ma in un primo momento opta per la locazione. Nel 2013 si è raggiunto un picco con un'immigrazione netta di 87'000 persone. Da allora il saldo movimenti migratori tuttavia è fortemente diminuito, ma nello stesso periodo le nuove costruzioni di appartamenti in affitto sono ulteriormente aumentate. Di conseguenza i locali sfitti sono aumentati continuamente. Nel 2016 gli appartamenti in locazione sfitti erano 46'000, oltre il 40% in più rispetto al 2013. Poiché gli indicatori anticipatori relativi all'attività edilizia anche per quest'anno segnalano un ampliamento dell'offerta ancora maggiore (v. grafico), l'aumento dei locali sfitti e delle durate di commercializzazione dovrebbe proseguire.

### Meno immigrazione, più appartamenti

Indici (2013=100)



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

### L'acquisto di un appartamento rimane più conveniente

La domanda di appartamenti in affitto è penalizzata inoltre dal fatto che di norma affittare costa di più che acquistare. In ragione degli interessi ipotecari che recentemente hanno registrato un'ulteriore lieve diminuzione, il nostro indicatore dei costi abitativi per un appartamento in affitto risp. un appartamento in proprietà comparabili nel primo trimestre 2017 mostra addirittura un nuovo leggero spostamento in direzione della proprietà di abitazione. Come nuovo locatario si pagano in media quasi CHF 2'000. Se invece si acquista lo stesso appartamento, i costi abitativi calcolati ammontano attualmente a poco più di CHF 1'500. Nonostante la notevole differenza la pressione sugli affitti offerti rimane limitata. Ne individuiamo un motivo negli elevati



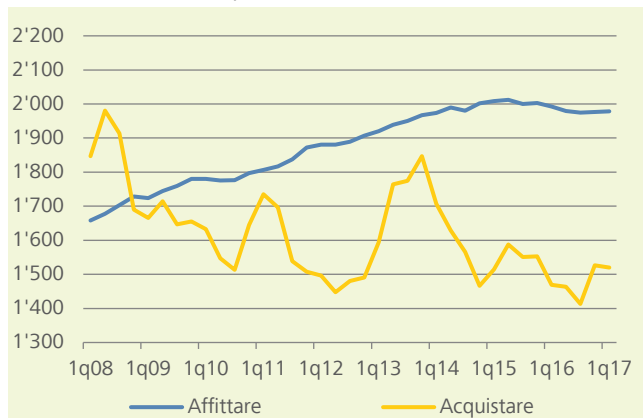
# Segmenti di mercato

requisiti normativi relativi a capitale proprio e reddito per l'acquisto dell'abitazione primaria. Quindi per molte famiglie la locazione è priva di alternative.

La differenza di costo è essenzialmente dovuta ai bassi interessi ipotecari. Sul periodo di un anno prevediamo un moderato trend rialzista negli interessi ipotecari di lungo termine, che però non riuscirà a colmare il divario. Infatti, perché ciò fosse possibile l'attuale livello dovrebbe raddoppiare. Quindi, dopo la stabilizzazione all'inizio dell'anno, prevediamo in generale una ulteriore moderata correzione degli affitti offerti.

## Affittare rimane più costoso che acquistare

Costi abitativi mensili di un'abitazione di 100m<sup>2</sup> in CHF, ipoteca fissa a 10 anni, incl. aspetti fiscali e manutenzione



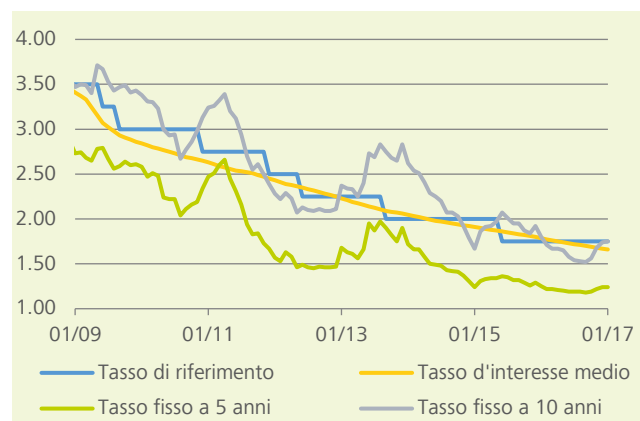
Fonte: CIFI, BNS, SRED, Raiffeisen Investment Office

## Imminente nuova riduzione del tasso di riferimento

Inoltre anche il trend rialzista degli affitti in essere dovrebbe continuare a indebolirsi. A questo proposito risulta decisivo il tasso di riferimento che viene fissato trimestralmente dall'Ufficio federale delle abitazioni (UFAB) sulla base del tasso d'interesse medio per i crediti ipotecari nazionali. Una riduzione del tasso di riferimento in linea di principio giustifica una richiesta dei locatari di una riduzione dell'affitto di quasi il 3%, esattamente ciò che si è visto spesso negli ultimi adeguamenti. Secondo la nostra stima, il continuo calo dei tassi medi il 1° giugno 2017 porterà ancora una volta a una riduzione del tasso di riferimento dall'1.75% all'1.5%.

## I tassi d'interesse medi continuano a scendere

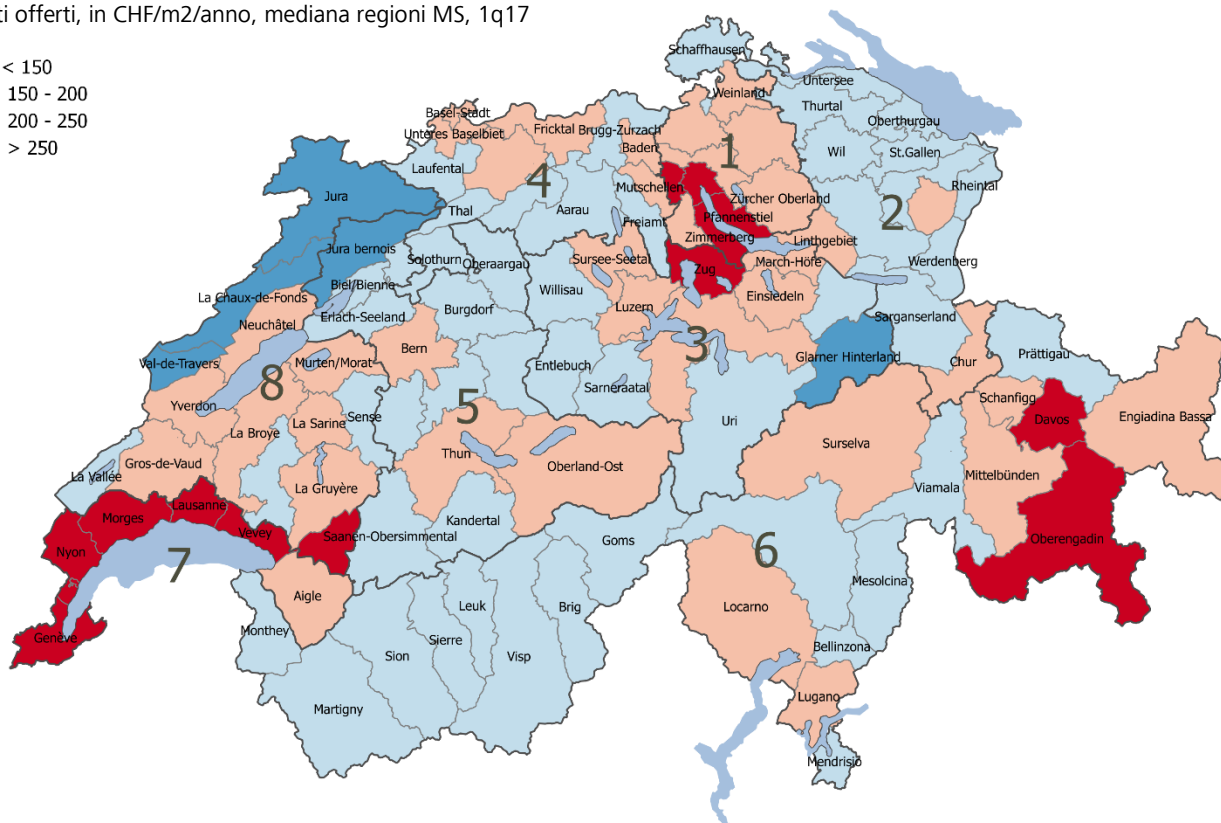
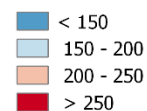
Tassi d'interesse in %



Fonte: UFAB, BNS, Raiffeisen Investment Office

## Affitti

Affitti offerti, in CHF/m2/anno, mediana regioni MS, 1q17



Fonte: Meta-Sys, Raiffeisen Investment Office

## Appartamenti in locazione: troppi, troppo grandi, troppo cari

**Il principale driver della domanda per appartamenti in affitto vacilla. L'immigrazione è diminuita drasticamente e ora gli stranieri che cercano un'abitazione richiedono spazi abitativi più piccoli e più economici. Ciò dovrebbe aumentare ulteriormente il rischio di locali sfitti, soprattutto fuori dai centri, anche perché l'offerta fatica a tenere il passo con il cambiamento.**

La costruzione di abitazioni da locare procede ancora a pieno ritmo. Gli interessi bassi mantengono relativamente interessanti gli investimenti immobiliari, nonostante l'elevato livello dei prezzi e il calo dei rendimenti da locazione. Non da ultimo, gli istituti di previdenza svizzeri continuano a evitare elevati investimenti esteri e richiedono maggiormente immobili nazionali. Ma gli oggetti di reddito sono richiesti anche dagli investitori privati.

Di conseguenza l'offerta di nuovi appartamenti in affitto continua a crescere con vigore, nonostante la netta diminuzione del principale driver della domanda di nuovi spazi abitativi, l'immigrazione. Con un'immigrazione netta di circa 60'000 persone, o convertita pari allo 0.7% della popolazione residente, l'immigrazione nel 2016 è rimasta a un livello elevato. Tuttavia la crescita nel corso degli ultimi anni si è notevolmente ridotta. Lo scorso anno il saldo movimenti migratori effettivo è diminuito di oltre il 30% rispetto a quello nel 2013.

La crescita dell'offerta in combinazione con il calo della domanda negli ultimi due anni ha già portato a una certa distensione sul mercato delle abitazioni in locazione. I locali sfitti sono aumentati e gli affitti offerti sono scesi leggermente nel confronto annuale. Inoltre, il cambiamento della struttura dell'immigrazione ha causato una variazione relativamente rapida nella domanda di singoli segmenti di appartamenti in locazione.

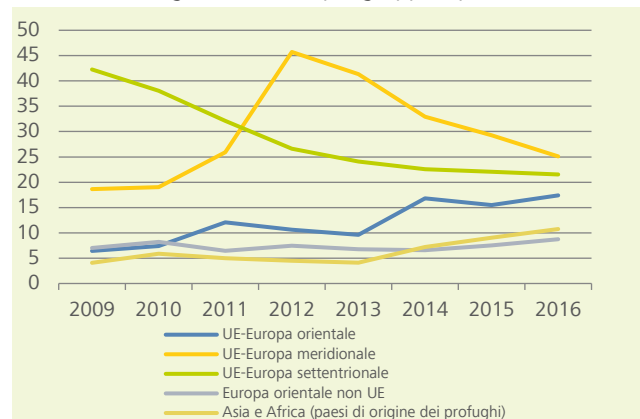
### Mercato cambiamento della struttura dell'immigrazione

Nei primi anni dopo la crisi finanziaria l'aumento dell'immigrazione in Svizzera è stato spinto soprattutto dall'Europa del nord, i cui immigrati nel 2009 rappresentavano oltre il 40% del totale. Nel 2016 tale valore si era dimezzato al 20%. Con il consolidarsi della ripresa economica nei paesi della crisi europea del debito, anche la percentuale di immigrati provenienti dai paesi UE meridionali è fortemente diminuita. In compenso, l'immigrazione dall'Europa orientale rimane nel complesso stabile. E soprattutto i profughi dall'Asia e dall'Africa hanno un peso sempre maggiore sul saldo movimenti migratori (v. grafico).

Il cambiamento della struttura dell'immigrazione ha conseguenze importanti sulla domanda di abitazioni in locazione. I dati della rilevazione strutturale dell'Ufficio federale di statistica indicano marcate differenze per i diversi gruppi di immigrati in relazione al livello di istruzione e di reddito.

### Trasformazione dell'immigrazione

Quote dell'immigrazione netta per gruppi di paesi in %

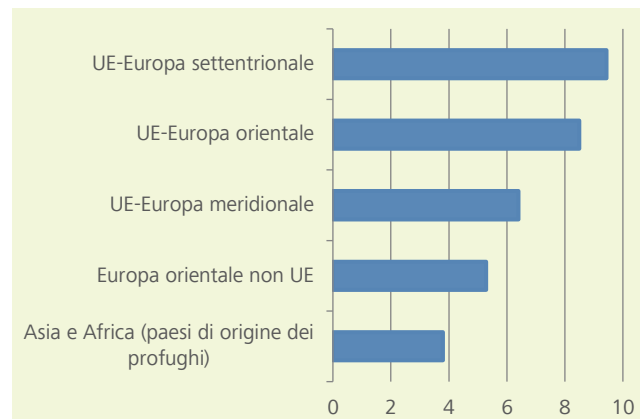


Fonte: UST, Raiffeisen Investment Office

In media presentano l'istruzione migliore gli immigrati provenienti dall'Europa settentrionale, che sono mediamente in possesso di un diploma di scuola universitaria professionale. All'estremità opposta troviamo soprattutto i profughi che presentano un livello formativo notevolmente più basso (v. grafico).

### Differenze di formazione per regione di provenienza

Massimo grado di formazione degli immigrati dal 2005; Indice (1=nessuno 13=dottorato, abilitazione)



Fonte: UST, Raiffeisen Investment Office

### Richiesta di appartamenti meno costosi

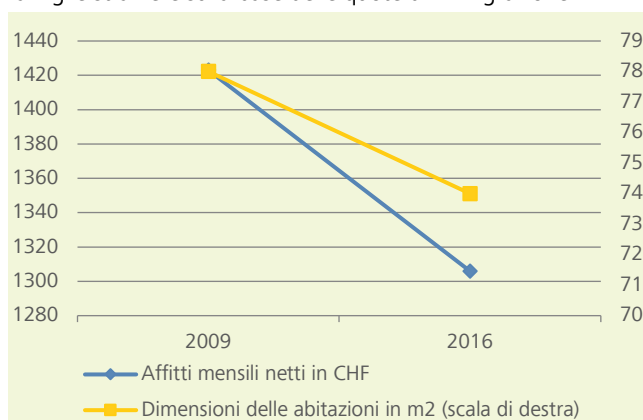
La qualificazione degli immigrati di norma è determinante per le opportunità di occupazione e si rispecchia nella relativa spesa per spazi abitativi. Le famiglie provenienti dall'Europa settentrionale pagano in Svizzera in media quasi CHF 1'600 di affitto netto al mese. Coloro che provengono dall'Europa meridionale e orientale pagano già molto meno. E le famiglie di immigrati provenienti dall'Asia e dall'Africa, con poco più di CHF 1'000, pagano quasi la metà per un appartamento in affitto.

Si evidenziano inoltre anche sostanziali differenze relativamente alle dimensioni delle abitazioni. Mentre per coloro che provengono dall'Europa settentrionale le dimensioni dell'abitazione superano gli 80 m<sup>2</sup>, i profughi provenienti da Asia e Africa si orientano su dimensioni medie inferiori ai 60 m<sup>2</sup>.

Per illustrare le conseguenze del cambiamento della struttura dell'immigrazione sulla domanda di abitazioni, abbiamo calcolato i diversi affitti e le dimensioni delle abitazioni medi per i diversi gruppi di stranieri sulla base dei dati delle situazioni abitative degli stranieri immigrati in Svizzera. Abbiamo poi effettuato una ponderazione per periodo con le relative percentuali di immigrazione. In base a tale ragionamento, i nuovi immigrati nel 2009 in media hanno pagato oltre CHF 1'400 di affitto netto mensile. A causa dello spostamento dell'immigrazione verso famiglie meno solvibili, il livello nel 2016 era sceso a circa CHF 1'300. In relazione alle dimensioni delle abitazioni il valore nello stesso periodo è sceso da 78 m<sup>2</sup> a meno di 74 m<sup>2</sup> (v. grafico). A livello geografico, la richiesta di abitazioni nel frattempo si è spostata in direzione dei centri e delle aree vicine alle città.

## Richiesta di appartamenti più piccoli e più economici

Andamento degli affitti e delle dimensioni medi ipotetici delle famiglie straniere sulla base delle quote di immigrazione



Fonte: UST, Raiffeisen Investment Office

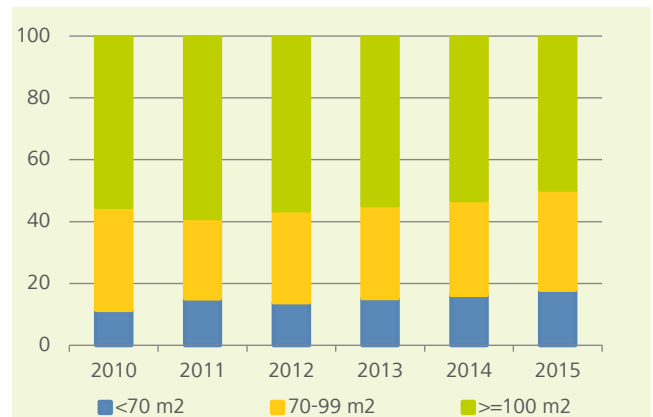
La dinamica dell'immigrazione dall'Europa settentrionale al cambio dell'anno ha registrato una stabilizzazione. Nel 2017 tuttavia l'immigrazione da questa regione dovrebbe ulteriormente diminuire rispetto all'anno precedente. Al contrario il ritardo nel riconoscimento dei profughi mantiene elevata la relativa domanda di abitazioni, indipendentemente dalla riduzione delle domande d'asilo. In linea con il trend demografico generale, l'andamento della domanda di abitazioni in affitto dovrebbe quindi proseguire nella direzione di spazi abitativi più piccoli.

## L'offerta non riesce a tenere il passo

Sul fronte dell'offerta si è iniziato a reagire alla variazione della struttura della domanda. I dati disponibili dalla statistica degli edifici e delle abitazioni per gli ultimi anni mostrano una tendenza ribassista in relazione alle dimensioni dei nuovi appartamenti (v. grafico).

## Si costruiscono appartamenti più piccoli

Percentuali dei nuovi appartamenti in case plurifamiliari per dimensione in %

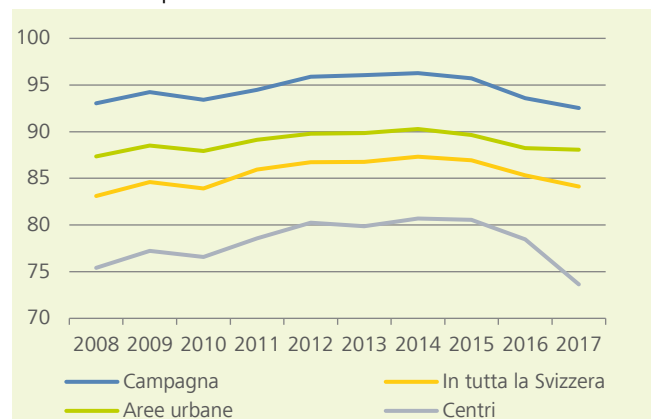


Fonte: UST, Raiffeisen Investment Office

L'adeguamento tuttavia non riesce a tenere il passo con il cambiamento della domanda. A prescindere dalla costruzione di abitazioni in generale troppo elevata lontano dai centri abitati, gli appartamenti in affitto offerti in questi centri rimangono ancora notevolmente al di sopra delle dimensioni «adeguate» dal punto di vista della domanda. Le inserzioni online per appartamenti in affitto presentano una riduzione delle dimensioni solo nei centri. Nella periferia e nelle zone rurali il cambiamento finora risulta molto inferiore (v. grafico).

## Appartamenti piccoli soprattutto nei centri

Dimensione media degli appartamenti in affitto presenti su inserzioni online per area in m²



Fonte: Meta-Sys, Raiffeisen Investment Office

La durata delle inserzioni e le cifre relative agli appartamenti sfitti negli ultimi due anni sono cresciute più marcatamente per i grandi appartamenti in affitto, cosa che non sorprende affatto ed evidenzia il crescente eccesso di offerta in questo segmento. Possiamo individuare lo stesso andamento in relazione agli affitti offerti. Mentre gli affitti per piccoli appartamenti di meno di 75 m<sup>2</sup> si mantengono stabili a livelli elevati, la diminuzione dei prezzi offerti si concentra sugli oggetti più grandi e più costosi. Attualmente non individuiamo segnali che indicano la fine di questa tendenza.

## Condizioni quadro economiche

**La solida economia globale supporta la ripresa della congiuntura svizzera. L'occupazione tuttavia cresce solo moderatamente in ragione di una più debole dinamica nel settore dei servizi. In tale contesto la migrazione lavorativa dall'UE continua a diminuire. Il ritardato riconoscimento dei profughi tuttavia mantiene complessivamente elevato il saldo migratorio.**

La crescita del PIL svizzero nel secondo semestre 2016 è stata deludente. L'economia non presenta segni tangibili di miglioramento. Indipendentemente da ciò, la crescita economica nel 2016 è aumentata complessivamente dallo 0.8% all'1.3%. Il franco forte continua a causare problemi in alcuni settori economici. La fiducia delle imprese tuttavia, sulla scia del miglioramento delle previsioni congiunturali mondiali, è migliorata notevolmente e indica chiaramente un proseguimento della ripresa congiunturale in Svizzera.

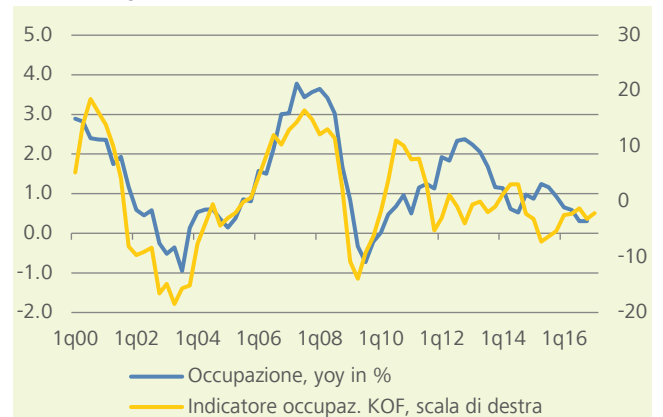
In tale contesto anche le prospettive sul mercato del lavoro si sono rasserenate. La disoccupazione scende costantemente dalla scorsa estate. La crescita dell'occupazione tuttavia rimane moderata. Le aspettative relativamente all'occupazione nell'industria sono tornate a crescere, ma negli ultimi anni la forte crescita dei posti di lavoro nel settore dei servizi si è indebolita.

### L'immigrazione dall'UE continua a diminuire

Le cifre dell'immigrazione continuano a scendere, a fronte di una diminuzione degli immigrati dall'UE. Con il consolidamento della ripresa congiunturale nell'Eurozona, al cambio dell'anno soprattutto l'immigrazione dall'Europa meridionale continua a segnalare una contrazione. Dal picco del 2013, l'immigrazione dall'UE-17 nel complesso si è quasi dimezzata. Per contro, il contributo di altre regioni all'aumento della popolazione residente è relativamente stabile (v. grafico).

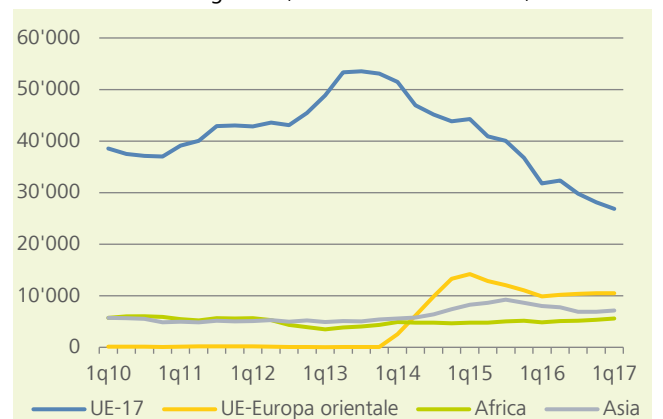
Il numero di nuove domande d'asilo rimane molto più basso dalla chiusura della rotta balcanica. I passaggi ritardati dalla condizione di richiedente asilo a popolazione residente fissa dopo il disbrigo delle procedure di richiesta di asilo si mantengono però a un livello simile a quello registrato negli ultimi anni. Poiché anche i profughi la cui domanda d'asilo è ancora in sospeso, dopo un anno di permanenza vengono conteggiati nel saldo movimenti migratori per la statistica della popolazione residente stabile, questo saldo nel 2016 è complessivamente persino aumentato. Questo fattore lo scorso anno ha determinato oltre un quarto del saldo migratorio. L'immigrazione effettiva nel 2016 è diminuita di circa il 15%, ma rimane comunque a un livello elevato (v. grafico).

### La disoccupazione aumenta solo moderatamente



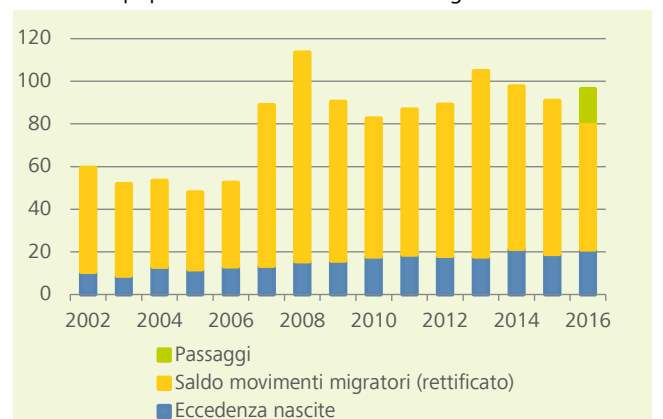
### Meno immigrazione dall'Europa

Saldo movimenti migratori (totale mobile a 12 mesi)



### La crescita demografica rimane elevata

Variazione popolazione residente fissa in migliaia



## Contesto di finanziamento

**Gli interessi a lungo termine si sono consolidati a inizio anno, cosa che ha comportato un rinnovato lieve miglioramento della sostenibilità. Soprattutto un imminente adeguamento della politica monetaria della BCE dovrebbe tuttavia comportare un nuovo leggero aumento degli interessi a lungo termine nel corso dell'anno.**

La banca centrale americana nel frattempo ha sufficiente fiducia nella stabilità della ripresa congiunturale per normalizzare ulteriormente i tassi. Tuttavia non ha fretta di procedere, soprattutto perché la pressione inflazionistica rimane limitata. Le aspettative inflazionistiche sensibilmente aumentate dopo l'elezione di Trump sono di nuovo diminuite. Ciò vale anche per l'Eurozona, dove la BCE finora ha rifiutato con decisione tutte le speculazioni su un aumento dei tassi. Di conseguenza l'aumento degli interessi a lungo termine dallo scorso autunno non è proseguito nel primo trimestre neanche in Svizzera. Il tasso per un'ipoteca fissa a 10 anni è persino leggermente sceso nel primo trimestre.

Il consolidamento della congiuntura nell'Eurozona e la crescente scarsità di obbligazioni nell'ambito del programma di acquisto della BCE dovrebbero almeno far discostare la BCE dal suo orientamento ultra-espansivo nella seconda metà dell'anno. Ciò dovrebbe condurre a un ulteriore moderato incremento degli interessi ipotecari a lungo termine, senza tuttavia, per il momento, causare variazioni nella politica dei tassi negativi nell'Eurozona e in Svizzera. Gli interessi a breve termine rimarranno quindi invariati a livelli molto bassi.

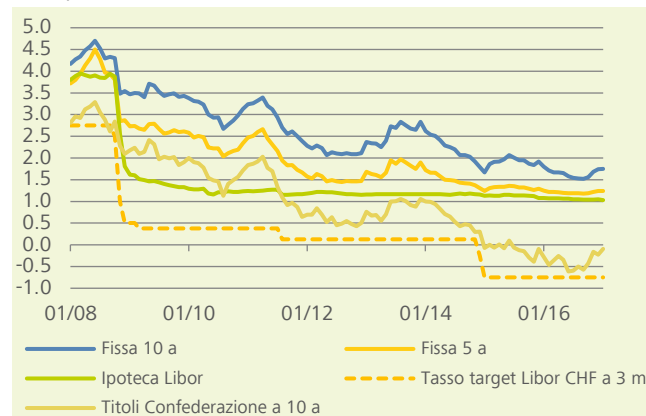
### Ulteriore riduzione dell'addebito degli interessi

Con il consolidamento degli interessi a lungo termine, la sostenibilità di un finanziamento immobiliare a inizio anno ha registrato un lieve miglioramento. L'onere finanziario medio per l'acquisto di un appartamento in proprietà in rapporto al reddito nel primo trimestre ammontava a un basso 17% (sulla base di un tasso fisso a 5 anni, ammortamento lineare e accantonamenti per manutenzione). In compenso, a causa dell'interesse subordinato del 5%, i valori della sostenibilità indicativa per nuovi finanziamenti immobiliari si mantengono al di sopra del limite di sostenibilità di un terzo. Ciò vale in particolare per le case unifamiliari. Insieme ai requisiti in materia di fondi propri, le difficoltà legate al finanziamento sono quindi elevate per molte famiglie.

Indipendentemente da ciò, la crescita del volume ipotecario si è recentemente stabilizzata a un tasso annuo appena inferiore al 3%, non da ultimo in ragione della domanda sempre vivace di oggetti di reddito. Dopo l'aumento provvisorio degli interessi a lungo termine, la domanda per quanto riguarda le nuove stipule di credito si è nuovamente spostata un po' più verso le ipoteche fisse con durata media.

### Ulteriore lieve riduzione degli interessi ipotecari

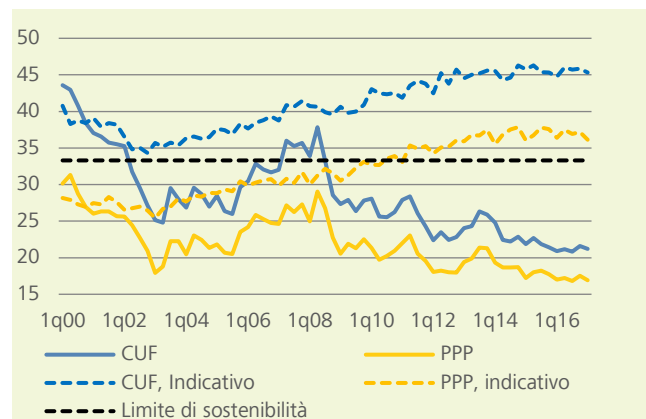
Tassi per nuovi affari, valore medio, in %



Fonte: BNS, Raiffeisen Investment Office

### La sostenibilità è leggermente migliorata

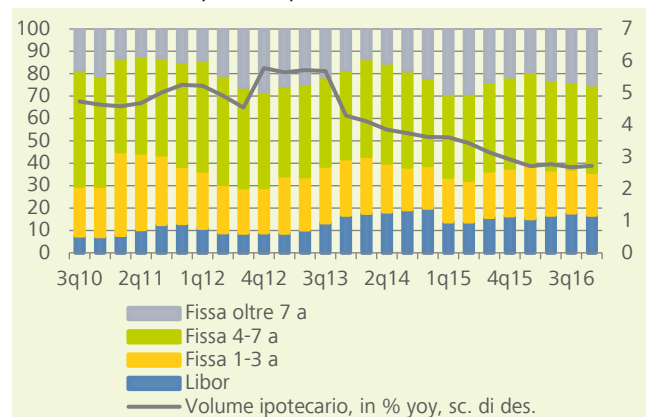
Onere finanziario in % del reddito lordo



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

### Le ipoteche fisse a medio termine sono più richieste

Percentuali nuove ipoteche per durata, in %



Fonte: BNS, Raiffeisen Investment Office

## Investimenti immobiliari

**La crescita dei prezzi mantiene ancora alta la performance complessiva degli investimenti immobiliari. Tuttavia, non si ferma il lieve trend ribassista dei rendimenti da locazione e distribuzione più stabili.**

La performance di un investimento immobiliare diretto in un appartamento in proprietà a inizio anno si è stabilizzato a un livello alto in ragione dell'ulteriore incremento dei prezzi della PPP. L'attesa stabilizzazione della crescita dei prezzi nei trimestri a venire dovrebbe tuttavia far nuovamente diminuire il rendimento da variazioni di valore. Inoltre, per singoli investimenti, quest'ultimo dipende essenzialmente dalla situazione del mercato locale. Il più stabile rendimento netto da cash flow (rendimento locativo) ha ceduto un po' di terreno a causa della contemporanea stabilizzazione degli affitti offerti. Con quasi il 3% il rendimento locativo continua a offrire un supplemento elevato rispetto alle obbligazioni. Il calcolo del rendimento per l'investimento diretto non include però ancora alcuno sconto per la manutenzione e il crescente rischio di locali sfitti per abitazioni in locazione.

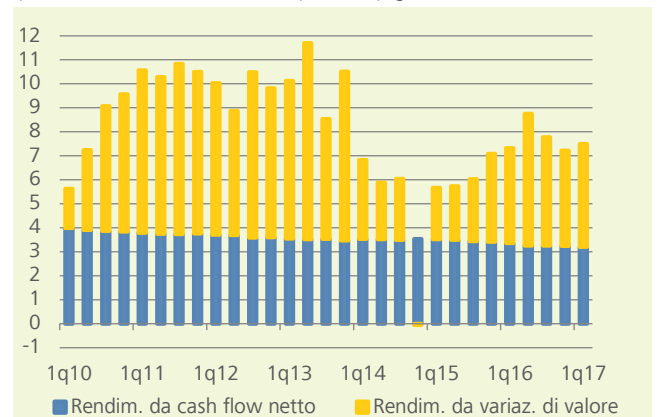
### Investimenti immobiliari indiretti sempre richiesti

Il miglioramento su base ampia delle prospettive per la congiuntura globale e l'euforia per l'elezione di Trump hanno fatto crescere a inizio anno le quotazioni azionarie anche in Svizzera. La performance degli investimenti immobiliari indiretti nel 1° T 2017 è rimasta inferiore agli utili di corso azionario – anche se di poco. La ripresa della normalizzazione dei tassi della Fed, negli ultimi mesi non ha avuto conseguenze negative sulle quotazioni sensibili ai tassi di investimenti immobiliari indiretti svizzeri. Infatti la Fed ha attualmente intenzione di aumentare i tassi a un ritmo costante, ma moderato. Inoltre le aspettative sui tassi per l'Eurozona e la Svizzera ultimamente sono rimaste molto basse. Dopo una performance annuale già molto solida lo scorso anno, le quotazioni per gli investimenti immobiliari indiretti in questo contesto sono cresciute di un altro 5% circa nel 1°T 2017. Per l'intero anno prevediamo tuttavia una dinamica notevolmente più debole rispetto al 2016. In particolare, se la BCE avvia la discussione in merito a una riduzione degli acquisti di obbligazioni, ci aspettiamo maggiori ostacoli sul fronte dei tassi.

Il rendimento distribuito medio dei fondi immobiliari ha subito un altro lieve calo nel primo trimestre, in media al 2.4% per i fondi dominati da immobili a uso abitativo e al 2.9% per i fondi concentrati su immobili commerciali. I rendimenti dei dividendi continuano quindi a crescere. Il supplemento rispetto ai rendimenti dei titoli della Confederazione rimane elevato e 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 maggiormente contro l'aumento dei locali sfitti e quindi offre distribuzioni in calo.

### Rendimento locativo ancora leggermente in calo

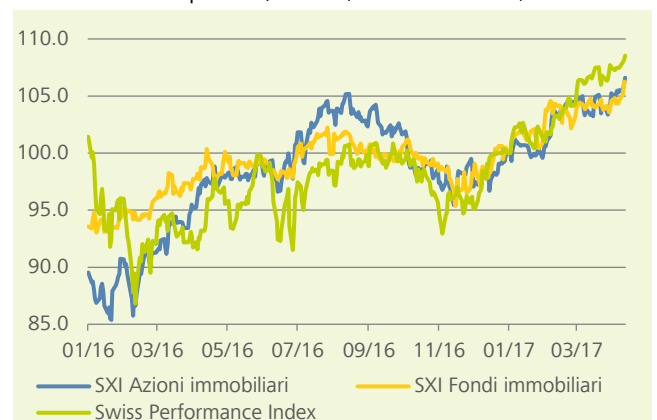
Performance investimenti diretti (singolo immob. PPP), in % yoy  
Ipotesi: affitto netto escluso perdita pigioni e manutenzione



Fonte: CIFI, SRED, Raiffeisen Investment Office

### Investimenti immobiliari indiretti con buona performance a inizio anno

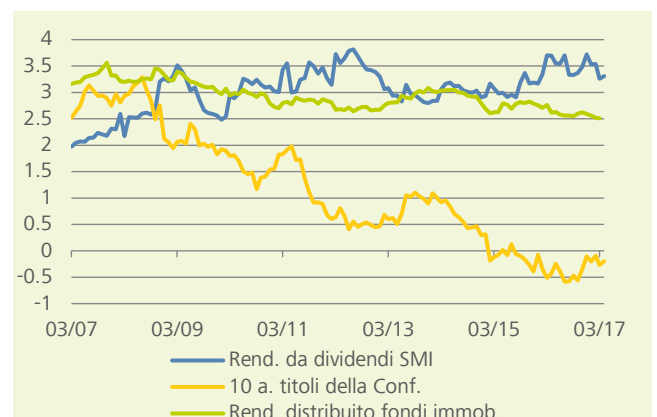
Performance complessiva, indice (01.01.2017=100)



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

### Rendimento distribuito rimane relativamente interessante

Rendimento in %



Fonte: Datastream, Raiffeisen Investment Office



## Settore edilizio

**Gli indicatori segnalano un'attività edilizia ancora vivace per quest'anno, soprattutto nel segmento abitazioni in locazione. Con il calo dell'immigrazione, l'offerta supera sempre di più la domanda.**

La marcata ripresa nel settore edilizio è proseguita alla fine dell'anno. L'attività edilizia, supportata dal clima mite all'inizio dell'inverno, è riuscita ad aumentare ulteriormente nel quarto trimestre. Il minimo transitorio toccato dopo la conclusione del periodo di boom delle abitazioni secondarie è ormai alle spalle. L'attività edilizia è tornata al livello precedente l'accettazione del referendum. E gli indicatori anticipatori segnalano una persistente tendenza rialzista. Sia i progetti edilizi sia gli ordinativi in ingresso nel settore della costruzione di immobili residenziali sono tornati recentemente a crescere (v. grafico).

Il calo dei permessi di costruzione evidenziato dai dati disponibili alla fine del 2016 non dovrebbe significare alcuna correzione sostenibile relativamente all'attività edilizia nel settore residenziale. Anche le richieste di concessioni edilizie anticipatorie vanno nella stessa direzione. Queste ultime, dopo un calo transitorio, si sono nuovamente stabilizzate a un livello elevato (v. grafico).

L'ampliamento dell'offerta di spazi abitativi si concentra ampiamente ancora nel segmento degli appartamenti in locazione. Lo stato di emergenza per gli investimenti legato ai tassi, continua a spingere i progetti di investimento nel segmento delle abitazioni in locazione. Con oltre 20'000 permessi di costruzione per appartamenti in locazione, nel 2016 è stato raggiunto un nuovo record. In compenso, la tendenza dell'ampliamento dell'offerta pianificato per le case unifamiliari continua a mostrare una tendenza in lieve calo (v. grafico).

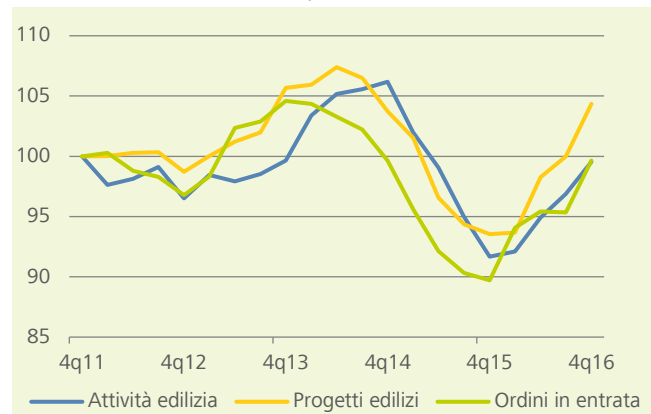
A livello regionale, come accaduto già negli ultimi anni, l'offerta di abitazioni si amplia soprattutto su aree urbane ancora relativamente ben raggiungibili nelle agglomerazioni, mentre nei centri e nelle zone rurali i permessi di costruzione registrano una tendenza laterale.

### L'offerta cresce più della domanda

Nel complesso, il numero dei permessi di costruzione per quest'anno fa prevedere un'espansione dell'offerta di oltre 50'000 unità abitative. Prosegue quindi la vivace attività edilizia degli anni precedenti. Le cifre ufficiali sulla consistenza immobiliare mostrano dal 2011 un aumento medio di oltre 52'000 unità all'anno. Il fabbisogno supplementare di abitazioni tuttavia, in ragione del calo dell'immigrazione, risulta notevolmente inferiore. Il numero delle famiglie lo scorso anno è aumentato di circa 40'000 unità.

### Marcata ripresa nel settore edilizio

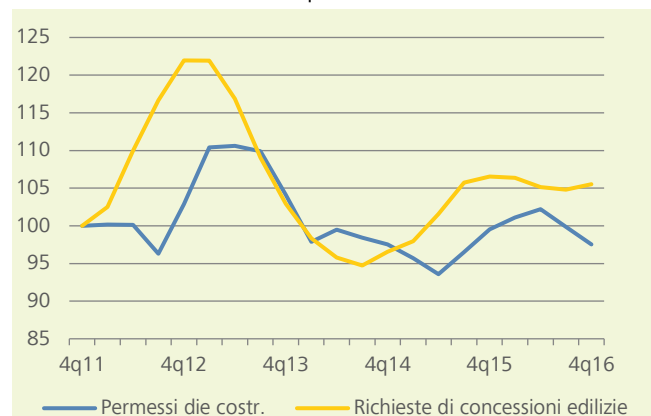
Edilizia residenziale, indice (4q11=100), totale a 12 mesi



Fonte: USC, Raiffeisen Investment Office

### Richieste di concessioni edilizie stabili a un alto livello

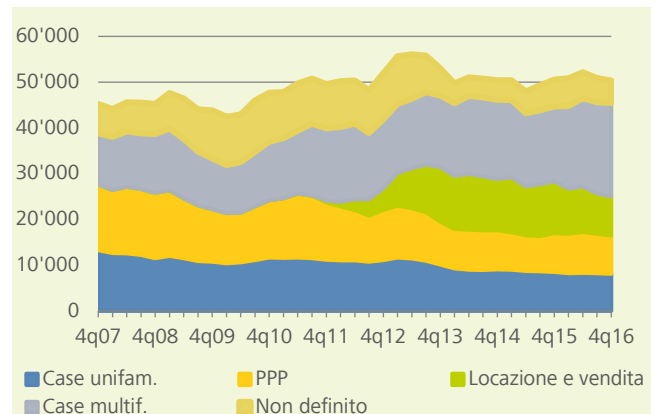
Edilizia residenziale, indice (4q11=100), totale a 12 mesi



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

### La costruzione di abitazioni da locare continua a sostenere l'offerta

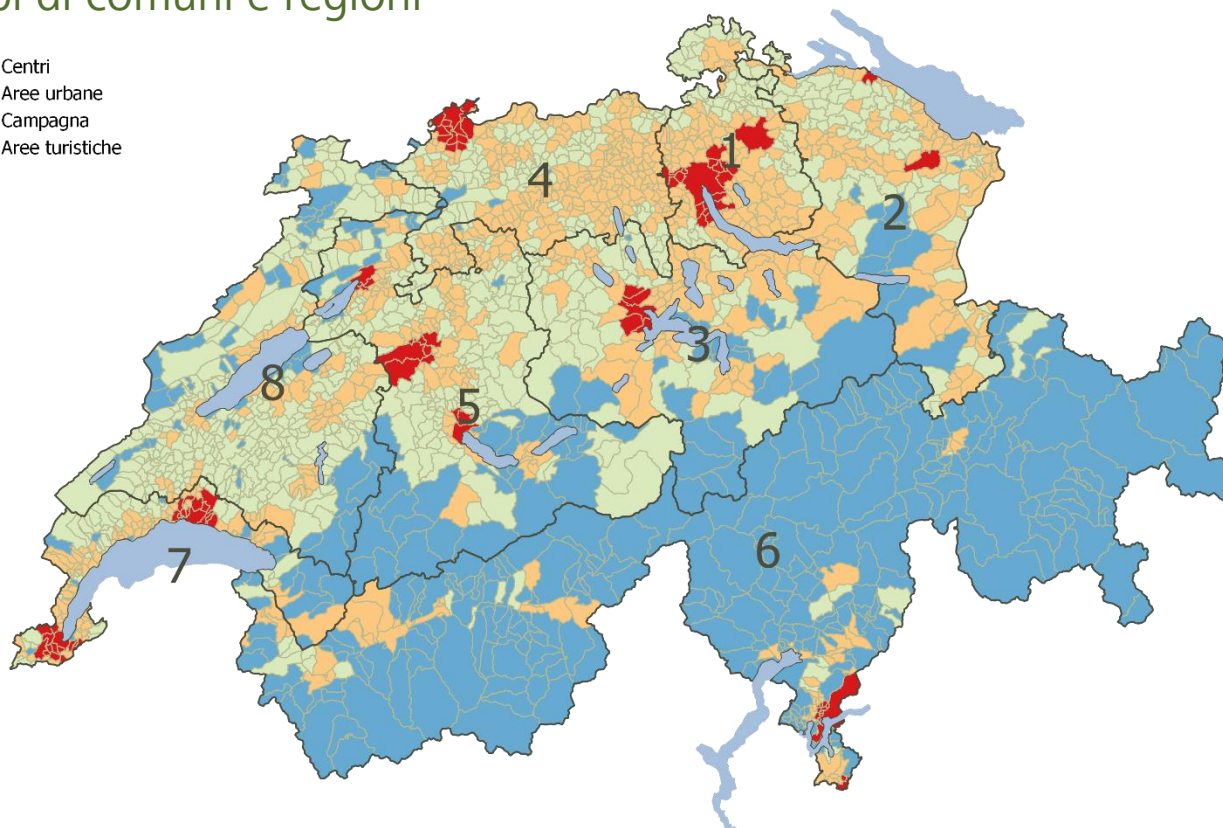
Unità abitative con permesso di costruzione (nuove costruzioni), totali a 12 mesi



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

## Tipi di comuni e regioni

- Centri
- Aree urbane
- Campagna
- Aree turistiche



**Tasso di appartamenti sfitti (2016)**  
in %

	Totale	Centri	Aree urb.	Camp.	Aree tour.
Svizzera	1.3	0.6	1.6	1.5	1.6
1 Zurigo	0.9	0.5	1.3	1.6	-
2 Svizzera orientale	1.8	1.7	1.8	1.6	1.7
3 Svizzera centrale	1.0	1.0	0.9	1.1	1.3
4 Svizzera nord-occid.	1.6	0.4	2.2	1.5	1.2
5 Berna	1.6	0.8	2.5	1.6	1.4
6 Svizzera meridionale	1.6	1.5	1.4	1.5	1.6
7 Lago Lemano	0.6	0.4	0.7	1.4	1.4
8 Svizzera occid.	1.4	-	1.4	1.3	1.5

**Permessi di costruzioni nuove (2016)**  
in % degli appartamenti in essere

	Totale	Centri	Aree urb.	Camp.	Aree tour.
Svizzera	1.2	1.0	1.3	1.5	0.5
1 Zurigo	1.2	0.9	1.5	1.5	-
2 Svizzera orientale	1.3	1.3	1.2	1.7	0.6
3 Svizzera centrale	1.4	2.1	1.1	1.7	0.6
4 Svizzera nord-occid.	1.2	0.6	1.5	1.2	0.4
5 Berna	0.8	0.5	1.2	0.7	0.4
6 Svizzera meridionale	1.0	1.3	1.9	2.3	0.5
7 Lago Lemano	1.2	1.2	1.2	1.9	0.5
8 Svizzera occid.	1.4	-	1.2	1.8	0.9

**Popolazione (2016)**  
Pop. con residenza fissa, totale e in %

	Totale	Centri	Aree urb.	Camp.	Aree tour.
Svizzera	8'417'730	29.5	49.5	14.0	7.0
1 Zurigo	1'568'326	48.5	44.7	6.8	-
2 Svizzera orientale	921'299	10.5	69.8	17.2	2.5
3 Svizzera centrale	827'460	19.4	58.1	17.7	4.8
4 Svizzera nord-occid.	1'401'282	24.3	65.6	9.9	0.2
5 Berna	1'018'257	35.9	38.2	20.1	5.8
6 Svizzera meridionale	813'745	12.9	37.2	5.8	44.1
7 Lago Lemano	1'073'152	60.7	28.4	5.5	5.4
8 Svizzera occid.	794'209	-	53.6	40.5	5.9

**Reddito imponibile (2013)**  
Media, in CHF

	Totale	Centri	Aree urb.	Camp.	Aree tour.
Svizzera	75'000	79'000	77'000	68'000	61'000
1 Zurigo	82'000	82'000	84'000	75'000	-
2 Svizzera orientale	66'000	66'000	67'000	66'000	53'000
3 Svizzera centrale	85'000	71'000	96'000	68'000	66'000
4 Svizzera nord-occid.	74'000	84'000	71'000	68'000	71'000
5 Berna	66'000	69'000	66'000	60'000	65'000
6 Svizzera meridionale	63'000	80'000	65'000	58'000	57'000
7 Lago Lemano	91'000	83'000	107'000	101'000	87'000
8 Svizzera occid.	67'000	-	68'000	68'000	62'000

Fonte: AFC, Docu-Media (Meta-Sys), Geostat, UST, Regioni in base a WP, Raiffeisen Investment Office

**Editore**

Raiffeisen Investment Office & Economista capo  
Raiffeisenplatz  
9000 St. Gallen

**Autori**

Alexander Koch, Responsabile Research immobiliare & macro  
Lukas Seger, Research immobiliare & macro

<mailto:economics@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), caUSAti 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.