

# Svolta dei tassi versus scarsità

Mercato immobiliare svizzero 2023 | Marzo 2023



Sostenibilità  
**Molto da fare fino  
allo zero netto**

Pagina 7

Sviluppo territoriale  
**Iceberg in vista!**

Pagina 18

Investimenti immobiliari  
**Il mattone brilla meno**

Pagina 43

## Sigla editoriale

---

### **Editore: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Sustainability**

Nannette Hechler-Fayd'herbe  
Head of Global Economics & Research  
+41 44 333 17 06  
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

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

### **Illustrazione di copertina**

Edificio: Petit-Lancy, Chemin de Surville – CityPop  
Proprietario dell'immobile: CS Real Estate Fund LivingPlus, un fondo immobiliare di Credit Suisse Asset Management.

### **Chiusura redazionale**

1 febbraio 2023

### **Collana**

Swiss Issues Immobilien

### **Ordinazioni**

Copie elettroniche tramite [www.credit-suisse.com/studioimmobiliare](http://www.credit-suisse.com/studioimmobiliare).

### **Visitateci su Internet**

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

### **Copyright**

La presente pubblicazione può essere citata con l'indicazione della fonte.  
Copyright © 2023 Credit Suisse Group AG e/o aziende a esso collegate.  
Tutti i diritti riservati.

### **Indicazione della fonte**

Salvo ove diversamente indicato, la fonte dei dati è Credit Suisse.

### **Autori**

Manuel Bolz, +41 44 332 32 20, [manuel.bolz@credit-suisse.com](mailto:manuel.bolz@credit-suisse.com)  
Fredy Hasenmaile, +41 44 333 89 17, [fredy.hasenmaile@credit-suisse.com](mailto:fredy.hasenmaile@credit-suisse.com)  
Thomas Rieder, +41 44 332 09 72, [thomas.rieder@credit-suisse.com](mailto:thomas.rieder@credit-suisse.com)  
Dr. Fabian Waltert, +41 44 333 25 57, [fabian.waltert@credit-suisse.com](mailto:fabian.waltert@credit-suisse.com)

### **Collaborazione**

Fabian Diergardt

## Sommario

---

<b>Management Summary</b>	<b>4</b>
<b>Sostenibilità: Molto da fare fino allo zero netto</b>	<b>7</b>
<b>Proprietà abitativa</b>	<b>11</b>
Domanda: Domanda in forte calo	11
Offerta: Edilizia debole anche nel 2023	14
Risultato di mercato: La scarsità sostiene i prezzi	15
Prospettive 2023: Fine del boom	17
<b>Sviluppo territoriale: Iceberg in vista!</b>	<b>18</b>
<b>Appartamenti in affitto</b>	<b>23</b>
Domanda: Cercasi alloggi in affitto	23
Offerta: Nuove costruzioni non bastano	25
Risultato di mercato: I locatari hanno ceduto il potere	26
Prospettive 2023: Locatori di nuovo al timone	28
<b>Mercato dell'alloggio: Migrazione annuale</b>	<b>29</b>
<b>Superfici a uso ufficio</b>	<b>33</b>
Domanda: Scatto intermedio	33
Offerta: Home office: un freno all'assorbimento	34
Offerta: Modesta attività di costruzione	35
Risultato di mercato: Rinforzato nella prossima crisi	36
Riconversioni: Lavoro da casa, abitare in ufficio	37
Prospettive 2023: Raffreddamento dopo la ripresa temporanea del 2022	38
<b>Sostenibilità: Lotta alla confusione dei rating</b>	<b>39</b>
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>43</b>
Investimenti diretti: Il mattone brilla meno	43
Investimenti indiretti: Ricalibrazione in corso	46
Prospettive 2023: Il mercato si avvia verso un atterraggio morbido	48
<b>Dieci domande – dieci risposte</b>	<b>49</b>
<b>Factsheets: Panoramica dei mercati immobiliari regionali</b>	<b>51</b>

# Svolta dei tassi versus scarsità

Sul mercato immobiliare svizzero il vento è cambiato: inquilini e proprietari devono far fronte ad un aumento dei costi e gli immobili stanno perdendo attrattiva anche per gli investitori. L'inversione di tendenza dei tassi d'interesse ha posto fine a una fase di rialzo eccezionalmente lunga sul mercato immobiliare svizzero, spesso definita superciclo. Negli ultimi anni sono emersi ripetutamente nuovi elementi che hanno prolungato il ciclo, come i tassi negativi (2015), la congiuntura inaspettata-mente robusta (2018), o l'impennata della domanda innescata dalla pandemia di coronavirus (2020). Tuttavia, contro il potere del rialzo dei tassi si può fare poco. Ciò significa che, nei prossimi anni, al mercato immobiliare mancherà quel vento in poppa che, fino a poco tempo fa, oviava anche a molti errori di progettazione, commercializzazione o gestione degli immobili. A differenza dell'estero, il mercato immobiliare svizzero sta tuttavia attraversando solo un processo di normalizzazione e non sta andando nella direzione inversa. Si potrebbe anche parlare di un atterraggio morbido, a patto che ciò includa anche correzioni dei prezzi, cosa che ci aspettiamo nei prossimi anni. Due fattori rendono la Svizzera, ancora una volta, un caso speciale: in primo luogo, l'inflazione è solo una frazione dei livelli esteri, il che, a sua volta, si traduce in rialzi dei tassi meno consistenti. Il secondo fattore è interno. Si tratta di una debolezza dell'attività edilizia quasi irritante, che presto porterà a carenze sul mercato degli appartamenti in affitto simili a quelle del mercato delle abitazioni di proprietà. L'inarrestabile scarsità di offerta di appartamenti farà inevitabilmente aumentare gli affitti, con grande dispiacere degli inquilini. Dal punto di vista dell'investitore, invece, l'incremento degli affitti dovrebbe attenuare potenziali correzioni delle valutazioni per gli immobili residenziali da reddito causate dalla svolta dei tassi. L'unico svantaggio è che, a fronte della crescente penuria, la richiesta di maggiori interventi normativi dovrebbe ricevere un forte impulso.

## Sostenibilità I

Pagina 7

### Molto da fare fino allo zero netto

Il parco immobiliare svizzero deve diventare neutrale a livello climatico entro il 2050. Ciò significa che le emissioni di gas serra devono essere ridotte allo zero netto entro tale data. Poiché il patrimonio edilizio è la terza causa di tali emissioni nel paese, con una quota del 24%, non è possibile evitare una massiccia riduzione del consumo energetico e la rinuncia ai combustibili fossili. Per le nuove costruzioni, abbiamo già percorso molta strada: oggi quasi nessuna casa è costruita con sistemi di riscaldamento alimentati da combustibili fossili. La situazione è diversa per gli edifici esistenti. A causa della lunga durata di vita di molti componenti edilizi e degli elevati costi di ammortamento associati a una sostituzione anticipata, raramente le ristrutturazioni ad alta efficienza energetica vengono eseguite prima del necessario. Anche i programmi di sovvenzione statali possono risolvere il problema solo in parte. Circa il 60% del parco immobiliare è quindi ancora riscaldato da combustibili fossili. L'Ufficio federale dell'energia ha condotto un'analisi degli scenari per determinare se, e come è possibile raggiungere l'obiettivo dello zero netto. Abbiamo sottoposto i percorsi di riduzione delle emissioni di gas serra su cui si basano questi scenari a un controllo della realtà e li abbiamo integrati coi nostri scenari. Concludiamo che l'obiettivo dello zero netto, pur essendo ambizioso, dovrebbe essere raggiungibile, alla luce del mutato contesto sociale e politico. Tuttavia, il ritmo delle sostituzioni degli impianti di riscaldamento dovrebbe accelerare ulteriormente. Ad esempio, le vendite annuali di pompe di calore dovrebbero aumentare del 69% entro il 2027 rispetto al 2021.

## Proprietà abitativa

Pagina 11

### La scarsità sostiene i prezzi

La svolta dei tassi ha portato a un calo significativo della domanda di proprietà abitativa. A seguito dei recenti forti aumenti dei prezzi, sono inoltre ancora meno le economie domestiche che possono permettersi le proprie quattro mura. Ciò significa che una minore domanda si contrappone ad un'offerta limitata da anni e a una marcata carenza di immobili disponibili. Poiché la costruzione di nuova proprietà abitativa continua a diminuire, il mercato non precipita immediatamente in un eccesso di offerta. A seguito di un interesse significativamente inferiore per gli investimenti buy-to-let, dovrebbero essere disponibili per i potenziali acquirenti più immobili rispetto all'anno precedente, ma grazie alla debolezza record dell'attività edilizia la diminuzione della domanda si manifesterà solo gradualmente in periodi di commercializzazione più elevati. La crescita dei prezzi dovrebbe quindi indebolirsi fortemente nel 2023, senza però scivolare in territorio negativo fino all'anno successivo. La combinazione di tassi d'interesse in aumento e prezzi elevati degli immobili comporta semplicemente oneri di spesa troppo alti, che ridurranno la domanda in misura tale da

richiedere, prima o poi, correzioni dei prezzi. Esse dovrebbero tuttavia essere gestibili, in quanto la persistente scarsità dell'offerta riduce notevolmente il potenziale margine di correzione dei prezzi.

## **Sviluppo territoriale**

Pagina 18

### **Iceberg in vista!**

Sul mercato svizzero degli appartamenti in affitto si è verificata un'inversione di tendenza in tempi record. Invece di un eccesso di offerta, si parla già di un'imminente penuria di appartamenti. Il motivo principale dell'inversione di tendenza è l'attività edilizia, che è in calo dal 2016/2017. Come mai si costruiscono troppo pochi appartamenti? Rispondere a questa domanda non è facile, tuttavia, riteniamo che la revisione della pianificazione territoriale ne sia la causa principale. La revisione della legge sulla pianificazione del territorio rende giustamente più difficili gli azionamenti, visto che gli elettori si sono ripetutamente espressi contro un'ulteriore dispersione degli insediamenti in Svizzera. Ma la densificazione, che dovrebbe garantire un'offerta sufficiente di spazio abitativo al posto degli azionamenti, viene troppo spesso ostacolata. Eccessive possibilità di opposizione, conflitti irrisolti a livello di obiettivi tra densificazione, da un lato, e protezione del patrimonio culturale e prevenzione dell'inquinamento fonico, dall'altro, nonché lunghi processi di autorizzazione ostacolano l'attività edilizia ovunque. Le misure di accompagnamento che potrebbero sostenere efficacemente la densificazione mancano o vengono implementate troppo lentamente. Per evitare una vera e propria penuria di alloggi, sarebbe necessaria un'azione rapida. Ma occorrerebbe adattare le leggi e probabilmente ci vorrebbero anni, anche nel migliore dei casi, prima che una distensione sia percepibile. L'imminente penuria di appartamenti dovrebbe anche fornire un forte impulso alle richieste di una regolamentazione ancora più massiccia del mercato degli appartamenti sulla falsariga di Ginevra e Basilea, anche se è ben noto che gli inasprimenti non fanno che accentuare il problema.

## **Appartamenti in affitto**

Pagina 23

### **I locatari hanno ceduto il potere**

La domanda di appartamenti in affitto ha continuato a crescere lo scorso anno, spinta dal più alto livello di immigrazione degli ultimi otto anni. In considerazione della marcata carenza di manodopera qualificata, anche nei prossimi anni si assisterà a un elevato tasso d'immigrazione e la domanda di appartamenti in affitto rimarrà elevata nel 2023 nonostante il rallentamento della congiuntura. In contrasto con la vivace domanda di appartamenti, l'attività edilizia continua tuttavia a diminuire. Non si intravede ancora un'inversione di tendenza e, nella maggior parte delle regioni, si costruiscono troppo pochi appartamenti. Il rapido calo delle quote di offerta e la celere riduzione dei tempi delle inserzioni segnalano chiaramente che il mercato degli appartamenti in affitto si è avviato verso la direzione di un mercato dei locatari. Alla luce della svolta dei tassi e del forte incremento dei costi di costruzione, una rapida distensione della situazione sembra ancora meno probabile. Di conseguenza, gli appartamenti in affitto sfitti dovrebbero continuare a diminuire a un ritmo simile nel 2023, mentre gli affitti aumenteranno in maniera sostenuta.

## **Cosa influenza i nostri traslochi**

Pagina 29

### **Migrazione annuale**

In Svizzera traslocano ogni anno oltre 800 000 persone, ovvero più di una su dieci in rapporto alla popolazione. Tra i 25 e i 30 anni, ben una persona su quattro ha cambiato domicilio nel 2021. Non sorprende che i giovani adulti tra i 18 e i 34 anni siano particolarmente propensi a traslocare. Sono solo il 21% della popolazione, ma rappresentano il 43% di tutti gli spostamenti. L'analisi del comportamento di trasferimento mostra anche che diventiamo più sedentari con l'aumentare dell'età. Tuttavia, non è solo l'età a determinare la frequenza e la destinazione dei nostri spostamenti. Gli stranieri, ad esempio, traslocano più spesso e le donne, in media, lasciano casa molto prima degli uomini. Di norma, le persone non si spostano lontano. Dal 2018, la distanza media di spostamento è sempre stata tra i 12 e i 13 chilometri. Solo il 28% della popolazione si sposta a più di 10 chilometri di distanza. Per gli sviluppatori immobiliari, ciò significa che il 72% della domanda per un progetto abitativo proviene in media da un raggio di 10 chilometri o meno.

## **Superfici a uso ufficio**

Pagina 33

### **Scatto intermedio**

Com'è noto, chi è dato per morto vive più a lungo. Nel corso della pandemia di COVID-19, alcuni esponenti hanno quasi negato al mercato degli uffici la sua ragion d'essere. Tuttavia, fino a poco tempo fa, la domanda di superfici a uso ufficio era molto elevata, il che può essere attribuito alla forte crescita dell'occupazione. Questo scatto intermedio è giunto proprio al momento giusto per il mercato svizzero degli uffici: grazie al calo delle superfici sfitte e all'aumento degli affitti, può affrontare con una certa solidità l'attuale fase di contrazione. Se proprio c'è qualcosa che offusca il quadro, è la quota media di offerta, che è piuttosto alta per la Svizzera. Sebbene questo dato sia sceso dal 5,8% al 5,6% rispetto all'anno precedente, ci si aspettava un calo maggiore in considerazione della robusta crescita dell'occupazione. La tendenza verso l'home office sta di conseguenza riducendo l'assorbimento, cosicché l'offerta di superfici si ridimensiona complessivamente in modo meno marcato rispetto alle precedenti fasi di ripresa. Anche gli investitori sembrano aver anticipato questa situazione e stanno investendo meno nell'espansione delle superfici, che rimane

circa l'11% al di sotto della media di lungo periodo. Quindi anche le conversioni rimangono un tema. Tuttavia, sono molto più difficili da realizzare di quanto si pensi.

## **Sostenibilità II**

Pagina 39

### **Lotta alla confusione dei rating**

Poiché gli standard per gli investimenti sostenibili stanno emergendo solo gradualmente, esiste ancora molta confusione. La moltitudine di iniziative e rating sembra essere inversamente proporzionale ai progressi effettivi nella sostenibilità. Alcuni rating includono decine di indicatori, rendendo impossibile agli utenti interpretare correttamente i risultati, e tanto meno trarne vantaggio senza una conoscenza approfondita della metodologia dei rating. Come lamenta la rivista *The Economist*, i rating ESG hanno comunque una concezione troppo ampia. Sarebbe più importante concentrarsi su alcuni indicatori ambientali chiave, come il consumo energetico assoluto e le emissioni di gas serra degli immobili. Se i proprietari di immobili possono dimostrare che stanno contribuendo in modo significativo a limitare il riscaldamento climatico, automaticamente verranno presi meno di mira. La Real Estate Investment Data Association (REIDA), un'associazione svizzera no profit per la raccolta di dati immobiliari, vuole promuovere questo approccio. Ha sviluppato uno standard per determinare le cifre chiave più importanti nel settore immobiliare – rilevanti dal punto di vista ambientale – per le quali anche le associazioni di settore AMAS e KGAST chiedono maggiore trasparenza. Affinché ciò avvenga, le cifre chiave calcolate devono essere comprensibili e comparabili, il che, a sua volta, richiede una base di dati uniforme e un metodo di calcolo identico. Il primo confronto tra le cifre chiave dei portafogli immobiliari di diversi fornitori secondo lo standard REIDA dà risultati interessanti e offre una base per imparare quali misure consentono di raggiungere il traguardo dello zero netto senza compromettere i rendimenti.

## **Investimenti immobiliari – investimenti diretti**

Pagina 43

### **Il mattone brilla meno**

Dalla svolta dei tassi avviata nel 2022, gli investimenti immobiliari non sono più privi di alternative. Il differenziale di rendimento rispetto alle obbligazioni della Confederazione a 10 anni è sceso bruscamente ed è attualmente inferiore alla media di lungo periodo. Tuttavia, a seconda delle aspettative inflazionistiche dell'investitore e delle possibilità di ripercussione, il calo reale del differenziale di rendimento non è così marcato. Infatti, gli immobili offrono una protezione parziale o addirittura ampia contro l'inflazione, a seconda del segmento. È comunque innegabile una perdita di attrattiva degli investimenti immobiliari. Si prevede inoltre che l'aumento dei tassi di sconto diventerà sempre più la nuova realtà nel corso del 2023, mettendo così sotto pressione le valutazioni degli immobili da reddito. Tali valutazioni possono resistere meglio a questa pressione se allo stesso tempo aumenta il reddito netto da locazione. Le prospettive sono particolarmente buone per gli immobili residenziali da reddito, poiché le tendenze alla scarsità sul mercato degli appartamenti in affitto si riflettono già in un significativo aumento dei canoni di locazione offerti. Questo andamento di mercato trova espressione anche nei portafogli degli investitori istituzionali, in cui le perdite di reddito da locazione, per lo più legate alle superfici sfitte, si sono dimezzate in soli tre anni. Grazie al rialzo del tasso di riferimento ipotecario previsto per quest'anno, una parte dell'aumento dei costi di finanziamento e dell'inflazione potrà essere trasferita agli inquilini. In questo senso, la stabilità economica della Svizzera e l'andamento positivo dei mercati degli utenti proteggono gli investimenti immobiliari da un atterraggio duro.

## **Investimenti immobiliari – investimenti indiretti**

Pagina 46

### **Ricalibrazione in corso**

I fondi immobiliari quotati in borsa e le azioni immobiliari hanno reagito violentemente alla svolta dei tassi nel 2022 e hanno chiuso l'anno con una performance complessiva del -15,2% e del -9,0%. Per gli investitori immobiliari rappresenta una magra consolazione il fatto che la performance in ambito internazionale sia stata decisamente peggiore. Anche le transazioni sul mercato dei capitali hanno subito un forte calo. Il volume dei lanci e degli aumenti di capitale dei fondi immobiliari nel 2022 è stato inferiore del 50% rispetto all'anno precedente. Il nuovo indebitamento attraverso l'emissione di obbligazioni ha subito una flessione ancora più marcata. Dopo la correzione, il mercato sta iniziando a ricalibrarsi e si schiudono nuove opportunità d'investimento grazie a valutazioni più realistiche. Si riscontrano soprattutto negli immobili commerciali, che generano un elevato rendimento medio da distribuzione del 4,1% e che offrono un certo grado di protezione dall'inflazione.

## **10 su 10**

Pagina 49

### **Dieci domande – dieci risposte**

Per concludere, forniamo una risposta breve e concisa a quelle che consideriamo le dieci domande più interessanti in riferimento al mercato immobiliare svizzero.

# Molto da fare fino allo zero netto

**Il parco immobiliare svizzero dovrebbe diventare neutrale dal punto di vista climatico entro il 2050. Questa analisi giunge alla conclusione che la direzione è giusta e l'obiettivo è raggiungibile. Tuttavia, saranno ancora necessari molti sforzi per conseguirlo, come dimostra la nostra analisi.**

## La Svizzera vuole diventare neutrale dal punto di vista climatico entro il 2050

La popolazione svizzera è molto preoccupata per la situazione ecologica. Secondo l'ultimo Barometro delle apprensioni di Credit Suisse, per la prima volta l'ambiente è la principale preoccupazione dell'elettorato svizzero. Il tema rimane di attualità anche sulla scena politica, nonostante il rifiuto della legge sul CO<sub>2</sub>, in quanto la Svizzera si è impegnata a ridurre le emissioni di gas a effetto serra (GES) a zero entro il 2050. Per raggiungere questo obiettivo, come primo passo le emissioni di GES devono essere ridotte del 50% rispetto ai livelli del 1990 entro il 2030.

## Gli immobili incidono per quasi un quarto sul totale delle emissioni

Ciò ha effetti di vasta portata anche sullo sviluppo del patrimonio edilizio in Svizzera, che è la terza fonte di emissioni di GES con una quota del 23,9%, dopo i trasporti, con il 31,6%, e l'industria, con il 24,8% (Fig. 1). Gli immobili sono quindi al centro dell'attenzione e i loro proprietari sono sotto pressione per intervenire. Più di due terzi delle emissioni degli edifici sono causate dagli alloggi, ovvero principalmente dal riscaldamento con combustibili fossili e dall'acqua calda. La riduzione delle emissioni degli edifici è quindi essenziale nel percorso verso una Svizzera neutrale dal punto di vista climatico. Quest'obiettivo può essere raggiunto solo con una massiccia riduzione dei consumi energetici e con l'abbandono dei combustibili fossili. Inoltre, nell'ottica di un'economia circolare è importante utilizzare la minor quantità possibile di energia (grigia) a livello di produzione e smaltimento degli edifici.

## Scenari per il parco di abitazioni fino al 2050

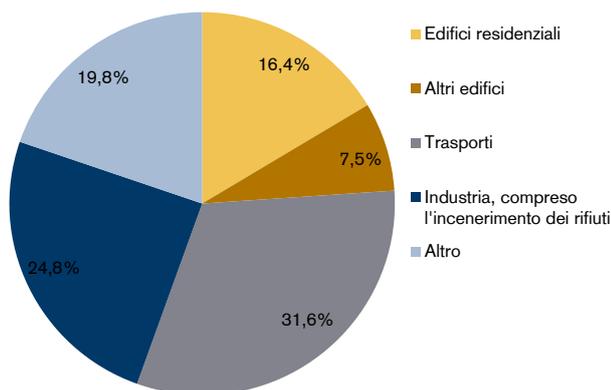
Di seguito esaminiamo come il patrimonio di edifici residenziali in Svizzera potrebbe svilupparsi verso la neutralità climatica. Per la nostra analisi ci basiamo sugli scenari dell'Ufficio federale dell'energia, elaborati nell'ambito delle Prospettive energetiche 2050+. Inoltre, abbiamo calcolato i nostri propri scenari e cerchiamo di identificare possibili ostacoli verso la neutralità climatica. Questo check della realtà serve anche a noi come banca per capire i motori dello sviluppo e valutare meglio sia i rischi climatici a cui sono esposti i nostri portafogli creditizi, sia gli effetti dei nostri portafogli sul clima stesso.

## I nuovi edifici quasi non necessitano di energia fossile

A livello di nuove costruzioni, molto è già stato fatto: da oltre un decennio, la maggior parte delle case unifamiliari e plurifamiliari di nuova costruzione utilizza sistemi di riscaldamento senza combustibili fossili. Negli ultimi anni, questa tendenza si è intensificata a causa della crescente pressione normativa. Nel 2022, il 97% delle case unifamiliari autorizzate e il 96% degli appartamenti in case plurifamiliari sono stati progettati con riscaldamenti senza combustibili fossili (Fig. 2). Oggi le case unifamiliari si affidano quasi esclusivamente alle pompe di calore (90,4%). Nelle case plurifamiliari

**Fig. 1: Gli immobili sono al terzo posto per emissioni di gas serra**

Emissioni di gas serra in Svizzera, suddivise per settori

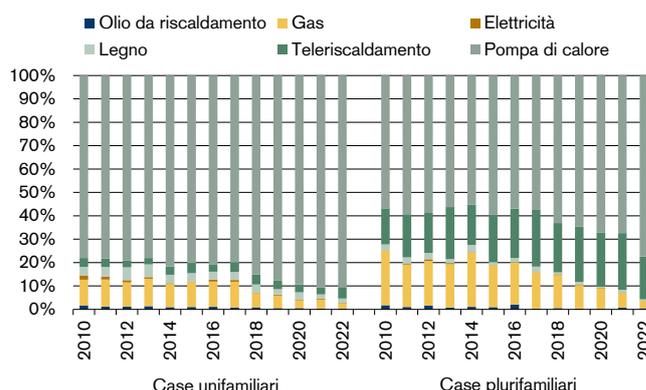


Fonte: Ufficio federale dell'ambiente

Ultimo rilevamento: 2020

**Fig. 2: Quasi nessun nuovo edificio con riscaldamento fossile**

Autorizzazioni edilizie per abitazioni (numero unità residenziali) per tipo di riscaldamento, in %



Fonte: Baublatt, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 10/2022

di nuova progettazione, oltre alle pompe di calore (77%) svolgono un ruolo importante anche i sistemi di teleriscaldamento (18%). In virtù della crescente consapevolezza ambientale e del forte aumento dei prezzi dei combustibili fossili, è prevedibile che gli impianti di riscaldamento a gas e petrolio saranno presto completamente eliminati nei nuovi edifici – con singole eccezioni dovute a motivi tecnici o normativi.

### Lunga durata di vita: ostacolo principale alla ristrutturazione degli edifici esistenti

Tuttavia, la situazione è diversa per gli edifici esistenti. In questo caso, il lungo periodo di ammortamento di molti elementi è il principale ostacolo a un portafoglio immobiliare sostenibile. La durata di vita degli edifici in Svizzera è spesso di 100 anni e oltre. La durata di vita di un impianto di riscaldamento è di «soli» 15–25 anni<sup>1</sup>, ma le facciate, le finestre e i tetti, anch'essi di importanza decisiva per le ristrutturazioni ad alta efficienza energetica, hanno una durata di vita di 30–50 anni. A causa degli elevati costi di ammortamento di una sostituzione precoce, le ristrutturazioni vengono quindi raramente eseguite prima del necessario. Anche i programmi di sovvenzioni statali possono risolvere il problema solo in misura limitata. Un altro importante ostacolo alla ristrutturazione è il difficile processo decisionale dei proprietari per piani. Poiché in molti casi manca il consenso necessario per una ristrutturazione complessiva, si parla addirittura di un arretrato di ristrutturazioni nel segmento della proprietà per piani.

### Grandi lacune nelle conoscenze del patrimonio immobiliare

Anche le conoscenze sullo stato energetico degli edifici residenziali in Svizzera presentano notevoli lacune. Al momento non sono disponibili dati sulla tempistica e sull'entità delle ristrutturazioni precedenti. Perlomeno sono presenti informazioni sul riscaldamento (Fig. 4). Tuttavia, i dati disponibili nel registro degli edifici e delle abitazioni (REA) devono essere trattati con grande cautela. Il 49% di tutte le informazioni sul riscaldamento proviene ancora dal censimento del 2000 (Fig. 3). Con una durata di vita media di 15–25 anni, molti di questi sistemi di riscaldamento dovrebbero essere già stati sostituiti. Resta da capire se sia stato utilizzato un sistema di riscaldamento a combustibile fossile o, ad esempio, una pompa di calore. Sebbene i comuni siano tenuti ad aggiornare i propri dati, in molti Cantoni c'è ancora molto lavoro da fare. Di conseguenza, la quota di riscaldamento con combustibili fossili è probabilmente sovrastimata.

### Il 60% degli edifici utilizza ancora combustibili fossili per il riscaldamento

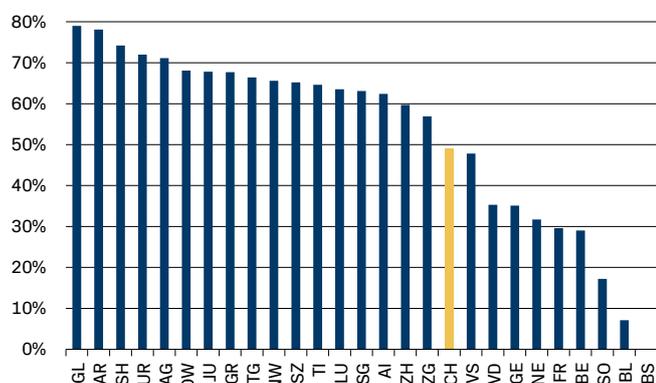
Ciò sembra confermato dal raffronto con un'indagine sugli impianti di riscaldamento negli edifici residenziali dell'Ufficio federale di statistica del 2017 (Fig. 4). Questo campione mostra un numero inferiore di impianti di riscaldamento a olio rispetto al REA 2022. Secondo l'indagine del 2017, gli impianti a olio erano installati nel 39% di tutti gli edifici residenziali e quelli a gas nel 21%. Inoltre, un 7% dei sistemi di riscaldamento è a energia elettrica. Nel 2017, la quota delle pompe di calore era del 18%, mentre la legna rappresentava il 10% e il teleriscaldamento il 4%.

### Grandi differenze cantionali nell'intervento energetico

I politici sono consapevoli delle sfide che derivano dall'alta percentuale di vecchi edifici non ottimizzati per l'efficienza energetica e hanno reagito. Nel «Modello di prescrizioni energetiche dei Cantoni» (MoPEC) del 2014, le norme energetiche nell'edilizia sono state inasprite. Ma l'attuazione nel quadro delle leggi cantionali sull'energia è un processo lento. A fine settembre 2022, l'entrata in vigore del MoPEC 2014 era stata decisa o realizzata solo in 21 Cantoni. Ogni Cantone determina

Fig. 3: Grandi lacune nel registro per tipologia di riscaldamento

Quota dei dati sul riscaldamento nel registro degli edifici e delle abitazioni (REA) ancora sulla base del censimento del 2000

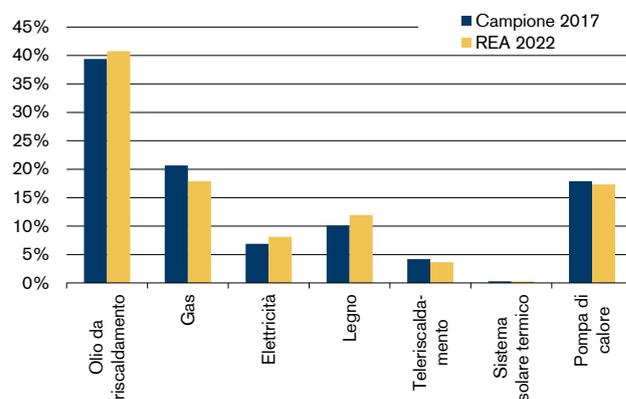


Fonte: Ufficio federale di statistica

Ultimo rilevamento: 09/2022

Fig. 4: Il 60% degli edifici residenziali utilizza ancora combustibili fossili

Parco edifici per tipologia di riscaldamento, campione



Fonte: Ufficio federale di statistica

Ultimo rilevamento: 06/2022

<sup>1</sup> Le tabelle sulla durata di vita possono variare a seconda della fonte. Ci basiamo sulle informazioni di hausinfo.ch.

inoltre autonomamente il grado di severità delle proprie leggi sull'energia. Nel cantone di Zurigo, ad esempio, a partire dal settembre 2022 non è più possibile sostituire un vecchio impianto di riscaldamento a olio con uno nuovo, anche negli edifici datati. Al contrario, la bozza della legge sull'energia, parzialmente rivista, nel Cantone di Argovia, sottoposta a consultazione a metà del 2022, consente la sostituzione del riscaldamento a olio, e, nei nuovi edifici, la produzione di energia elettrica propria tramite energia solare rimane facoltativa.

### Tasso di sostituzione limitato anche dalle restrizioni di capacità nelle costruzioni

A causa dei più severi requisiti di legge e dei prezzi elevati dei combustibili fossili, la sostituzione dei sistemi di riscaldamento convenzionali con soluzioni sostenibili ha recentemente subito una forte accelerazione e dovrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi anni. Tuttavia, poiché la sostituzione degli impianti di riscaldamento è strettamente legata alle condizioni energetiche dei componenti dell'edificio – come facciata, tetto e finestre –, la lunga vita di questi componenti rallenta il ritmo di sostituzione degli impianti di riscaldamento. Una pompa di calore può essere installata anche in una casa isolata male, tale pompa dev'essere però più efficiente. Se l'isolamento viene migliorato successivamente, la pompa di calore sarà sovradimensionata. Secondo le Prospettive energetiche 2050+, la frequenza delle ristrutturazioni delle facciate dovrebbe aumentare del 40% tra il 2015 e il 2035 per le case plurifamiliari al fine di raggiungere gli obiettivi previsti. Inoltre, esistono limiti di capacità nel settore edilizio: nel 2022, il periodo di attesa per le pompe di calore era superiore a un anno. E, a parte il sistema sanitario e il commercio al dettaglio, non c'è altro settore che abbia attualmente più posti vacanti di quello delle costruzioni. Anche questo potrebbe frenare il passaggio a sistemi di riscaldamento sostenibili.

### Il futuro: pompa di calore e teleriscaldamento

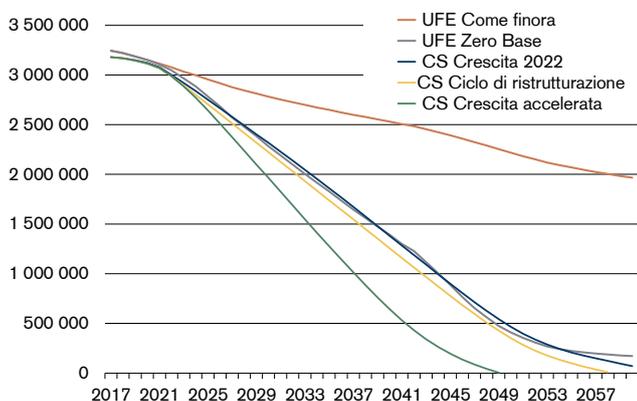
In futuro, le pompe di calore dovrebbero venir considerate sempre più spesso al momento della decisione per un sistema di riscaldamento. Secondo gli scenari dell'Ufficio federale dell'energia (UFE), in futuro le pompe di calore saranno utilizzate in oltre il 90% delle nuove case unifamiliari. Nelle case plurifamiliari, invece, oltre alle pompe di calore (70%), il teleriscaldamento (30%) svolgerà un ruolo importante. Ma l'attenzione dovrebbe spostarsi dal teleriscaldamento derivante dall'incenerimento dei rifiuti all'uso termico delle acque lacustri, in quanto quest'ultime offrono un enorme potenziale e un miglior bilancio in relazione al CO<sub>2</sub> a lungo termine. Tuttavia, sfruttare questo potenziale richiede tempo. Di recente sono stati avviati diversi progetti. A Zugo è stato implementato un progetto che prevede di alimentare l'intera città e i distretti limitrofi di Baar col teleriscaldamento generato dal lago di Zugo entro il 2039. Il Canton Turgovia si è posto l'obiettivo di coprire in futuro il 10% del suo attuale fabbisogno di calore fossile col calore proveniente dal Lago di Costanza e dal Reno. Tuttavia, è solo la punta dell'iceberg: secondo le stime dell'Eawag, l'istituto di ricerca sulle acque del Politecnico di Zurigo, il potenziale termico del Lago di Costanza e del Lago di Ginevra, in particolare, è di gran lunga superiore alla domanda massima regionale.<sup>2</sup> Anche l'energia geotermica ha ancora del potenziale, nonostante i fallimenti a Basilea e San Gallo. Solo di recente il Cantone di Ginevra ha comunicato piani ambiziosi in questo senso.

### Scenario UFE «Zero Base»

A causa dell'elevata quota di combustibili fossili e delle restrizioni succitate, il percorso verso un parco svizzero di abitazioni completamente sostenibile rimarrà impegnativo. In particolare, l'obiettivo a medio termine per il 2030 è tutt'altro che facile.

**Fig. 5: Numero di alloggi con riscaldamento fossile**

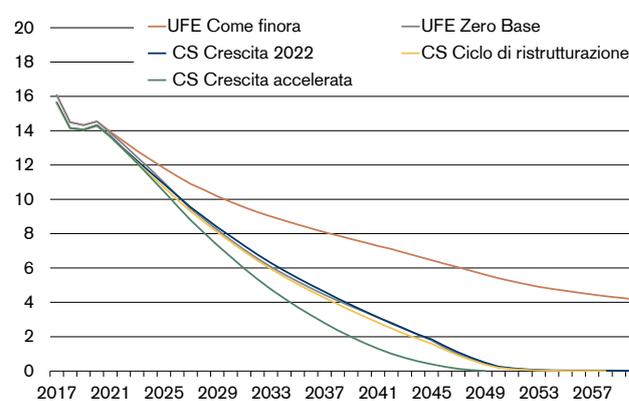
Calo a seconda degli scenari



Fonte: Credit Suisse, Ufficio federale dell'energia Ultimo rilevamento: 2017

**Fig. 6: Andamento dell'intensità delle emissioni di CO<sub>2e</sub>**

Calo a seconda degli scenari, CO<sub>2</sub> equivalenti (CO<sub>2e</sub>) in kg/m<sup>2</sup> di superficie di riferimento energetica (solo emissioni dirette, risp. scope 1)



Fonte: Credit Suisse, Ufficio federale dell'energia Ultimo rilevamento: 2017

<sup>2</sup> Gaudard A., Schmid M., Wüest A. (2018). Thermische Nutzung von Seen und Flüssen – Potenzial der Schweizer Oberflächengewässer. («Sfruttamento termico di laghi e fiumi – potenziale delle acque superficiali svizzere»), Aqua & Gas 2/2018.

Nel suo scenario principale «Zero Base», l'UFE prevede una riduzione del 25% del riscaldamento fossile tra il 2022 e il 2030 (Fig. 5). Entro il 2050, solo il 6% di tutti gli appartamenti sarà riscaldato a gas e l'1% a olio. Si tratta principalmente di edifici in cui non sono possibili soluzioni con pompe di calore o teleriscaldamento. Tuttavia, l'obiettivo di un parco di abitazioni senza emissioni di gas serra verrà quasi raggiunto entro il 2050, se i sistemi di riscaldamento a gas saranno a quel momento alimentati a biometano. Pertanto, le emissioni in equivalenti CO<sub>2</sub> degli alloggi nel 2050 saranno di 0,22 kg per m<sup>2</sup> di superficie energetica utilizzabile (Fig. 6). Entro il 2060, dovrebbero essere sostituiti anche gli ultimi impianti di riscaldamento a olio, in modo da azzerare le emissioni (0,03 kg/m<sup>2</sup>).

### **La durata di vita residua rallenta la flessione**

Avvalendoci dei nostri scenari, un'analisi dei possibili percorsi di riduzione mostra che il raggiungimento dell'obiettivo dello zero netto è impegnativo, in quanto sarebbe necessario accelerare il ritmo dei cambiamenti dei sistemi di riscaldamento. Entro il 2027, le vendite annuali di pompe di calore dovrebbero aumentare del 69% rispetto al 2021. Se rimaniamo al livello del 2022 (scenario CS «Crescita 2022»), secondo le nostre stime non ci saranno più sistemi di riscaldamento a combustibile fossile negli edifici residenziali solo a partire dal 2063 (Fig. 5). Tuttavia, se la crescita può essere ulteriormente accelerata, non si può escludere che, a parte alcune eccezioni, già entro il 2050 non saranno in uso sistemi di riscaldamento a combustibili fossili (scenario CS «Crescita accelerata»). Se si considerano le limitazioni alla sostituzione degli impianti di riscaldamento derivanti dalla durata di vita residua fino alla ristrutturazione energetica di facciata, finestre e tetto, questo percorso di riduzione verrebbe spostato indietro di otto anni (scenario CS «Ciclo di ristrutturazione»). Considerando ipotesi analoghe per quanto riguarda il miglioramento dell'efficienza energetica e l'uso del biometano, il parco di abitazioni nel nostro scenario principale «ciclo di ristrutturazione» emetterebbe ancora una media di 0,19 kg CO<sub>2</sub>e/m<sup>2</sup> nel 2050 (Fig. 6).

### **L'incertezza riguardo allo stato attuale genera grandi differenze**

Nonostante le restrizioni per le ristrutturazioni, il nostro scenario principale mostra un calo più rapido degli alloggi con riscaldamenti a combustibile fossile rispetto allo scenario «Zero Base» dell'UFE. Ma ciò è dovuto principalmente alle differenze in termini di situazione iniziale. Si tratta peraltro di uno dei maggiori problemi che si presentano nel tracciare un percorso di riduzione che sia il più realistico possibile. Senza dati precisi sul numero di edifici residenziali attualmente riscaldati a combustibili fossili, brancoleremo ancora nel buio per diversi anni e non sapremo se siamo effettivamente sulla strada giusta per raggiungere in tempo gli obiettivi previsti. È quindi ancora più importante creare trasparenza il prima possibile.

### **Obiettivi per il 2030 a rischio a causa della carenza di lavoratori qualificati e dei lunghi tempi di consegna**

Secondo il nostro check della realtà, l'obiettivo del 2050 è ambizioso, ma realisticamente raggiungibile alla luce del mutato contesto sociale e politico. Di contro, il conseguimento dell'obiettivo intermedio per il 2030 dovrebbe essere un po' più difficile. I principali ostacoli sono i limiti di capacità dell'industria edilizia, dovuti alla carenza di lavoratori qualificati e ai lunghi tempi di consegna dei componenti edilizi. Sebbene gli ultimi dati mostrino una crescita impressionante, ciò non dovrebbe essere sufficiente per raggiungere gli obiettivi per il 2030.

### **«Proseguire come finora» non è più un'opzione**

I recenti sforzi per la sostenibilità, l'accelerazione per il passaggio a sistemi di riscaldamento sostenibili e le continue pressioni politiche dovrebbero contribuire a garantire che siamo sulla strada giusta per un parco di edifici residenziali senza emissioni di gas serra. Uno scenario del tipo «proseguire come finora», limitato a portare avanti le misure di politica energetica e climatica messe in atto negli ultimi anni è dunque altamente improbabile (Fig. 5).

### **Conclusione: fattibile, ma ambizioso**

In sintesi, concludiamo che l'obiettivo di un parco di abitazioni svizzero neutrale dal punto di vista climatico entro il 2050 è ambizioso. Tuttavia, poiché la sostenibilità sta assumendo sempre più importanza tra le economie domestiche e l'uso di pompe di calore e pannelli solari è aumentato in modo significativo negli ultimi anni, l'obiettivo sembra essere, in linea di principio, raggiungibile. Ma, per realizzarlo, sono indispensabili ulteriori sforzi. In particolare, occorre approfondire la questione di come accelerare la ristrutturazione a livello energetico di facciate, tetti o finestre. Considerato il modesto successo degli sforzi volontari di risparmio o di compensazione (come la compensazione del CO<sub>2</sub> per i viaggi aerei), probabilmente non sarà possibile raggiungere gli obiettivi senza una maggiore pressione regolamentare. Tuttavia, per evitare il più possibile effetti indesiderati, i combustibili fossili dovrebbero essere resi più costosi in modo diretto attraverso una tassa sul CO<sub>2</sub>.

# Domanda in forte calo

**L'inversione di tendenza dei tassi ha determinato un calo significativo della domanda di proprietà abitativa. A seguito dei forti aumenti dei prezzi osservati di recente, sono ancora meno le economie domestiche che possono permettersi una casa di proprietà.**

**Il rialzo dei tassi ha dato il via a un'inversione di tendenza**

Il mercato della proprietà abitativa sta evidenziando un'inversione di tendenza, innescata dal forte aumento dei tassi ipotecari nel 2022. Dopo che i proprietari hanno beneficiato, per un decennio, di tassi ipotecari estremamente bassi, questi sono più che raddoppiati lo scorso anno. Il tasso d'interesse di un'ipoteca fissa a 5 anni, ad esempio, è passato dall'1,0% a fine 2021 al 2,7% a fine 2022. Questo nuovo livello dei tassi dev'essere tuttavia messo in prospettiva, in quanto non può ancora essere ritenuto elevato rispetto agli standard storici, se si considera che la media a lungo termine dell'ipoteca fissa a 5 anni è del 4,0%.

**Forte aumento dei costi degli interessi ipotecari**

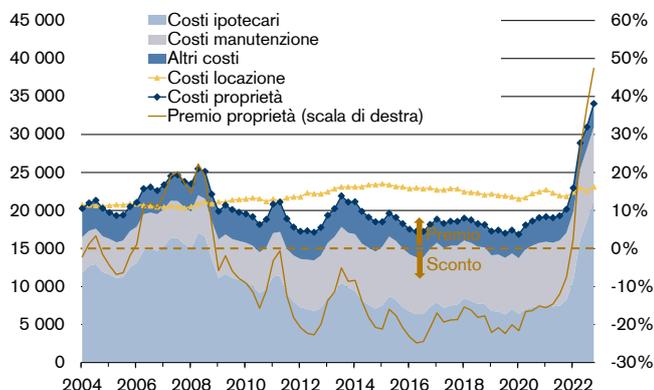
Il rialzo dei tassi si riflette in un significativo rialzo delle spese per le nuove ipoteche e le rispettive estensioni. Stipulando un'ipoteca fissa a 5 anni, i costi per l'acquisto di un appartamento di proprietà medio di 4,5 locali sono saliti da CHF 8250 alla fine del 2021 a CHF 21 380 nel 2022 (Fig. 7). Lo stesso quadro si può osservare per le ipoteche sul mercato monetario: dalla fine dei tassi negativi nell'estate del 2022, i costi degli interessi per l'immobile di cui sopra sono aumentati da CHF 7390 a CHF 17 110. Tuttavia, l'incremento dei costi degli interessi non è l'unico fattore che ha determinato l'aumento dei costi di finanziamento, anche il rialzo dei prezzi della proprietà abitativa ha contribuito a tale andamento.

**Acquistare è diventato molto più costoso che affittare**

Facendo un calcolo completo dei costi, la spesa finanziaria per l'appartamento di proprietà di cui sopra è ora, nel caso di un'ipoteca fissa a 5 anni, di CHF 34 060 all'anno. Oltre alla manutenzione (1% del valore dell'immobile), vanno considerati aspetti fiscali (valore locativo e deduzione degli interessi sul debito), costi di opportunità sotto forma di alternative d'investimento per il capitale proprio, rischi come quello di concentrazione o l'illiquidità a breve termine dell'immobile, ma anche le opportunità di profitto grazie a un apprezzamento a lungo termine del terreno. Il risultato è che l'esborso finanziario annuo per la proprietà abitativa è oggi superiore del 47% a quello per un analogo appartamento in affitto (Fig. 7). Quindi, dopo che, per 13 anni, l'acquisto è stato più conveniente della locazione, ora non solo si deve pagare di nuovo un premio di proprietà, ma esso è anche molto alto. Prima del periodo di bassi tassi, il premio medio tra il 1993 e il 2008 era solo del 29%.

**Fig. 7: Il premio di proprietà sale ai massimi storici**

Esborso finanziario: confronto tra proprietà abitativa e appartamento in affitto, tenendo conto di tutti i fattori di costo rilevanti

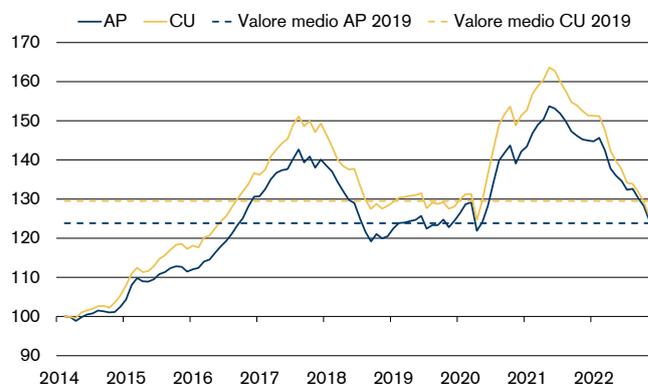


Fonte: Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 4T/2022

**Fig. 8: La domanda di proprietà abitativa è fortemente calata**

Indici della domanda di proprietà abitativa (AP = appartamento di proprietà, CU = casa unifamiliare); indice: febbraio 2014 = 100



Fonte: Realmatch360

Ultimo rilevamento: 12/2022

## La domanda si è indebolita tornando alla media di lungo termine

A causa del forte aumento dei costi degli interessi, la domanda di proprietà abitativa è diminuita notevolmente nel corso del 2022. Nel giro di un anno, gli indici della domanda di Realmatch-360, che valutano gli abbonamenti di ricerca di proprietà abitativa, sono diminuiti del 14% per gli appartamenti di proprietà (AP) e del 17% per le case unifamiliari (CU) (Fig. 8). Tuttavia, nonostante il forte calo, gli indici della domanda di entrambi i segmenti non sono lontani dai valori medi a lungo termine o dal livello pre-pandemia. Non si tratta quindi di un crollo della domanda. Lo straordinario boom del 2020 e del 2021 è però giunto al termine.

## Regioni costose con un calo più marcato della domanda

Per quanto riguarda le dimensioni delle abitazioni, il quadro è ambivalente: mentre l'interesse per gli appartamenti di proprietà è diminuito di più in assoluto per le tipologie di grandi dimensioni, le case unifamiliari di grandi dimensioni sono quelle che hanno resistito meglio. L'accresciuto desiderio di un maggiore spazio abitativo dallo scoppio della pandemia non è quindi ancora venuto meno. Tuttavia, i recenti consistenti aumenti dei prezzi stanno limitando le dimensioni degli appartamenti accessibili per un numero sempre maggiore di economie domestiche. Ciò si evince anche dal fatto che gli indici della domanda hanno registrato il calo più marcato nelle costose regioni intorno al Lago di Zurigo, in altre regioni del Canton Zurigo e nelle regioni attorno al Lago di Ginevra.

## Regge meglio la domanda di abitazioni di vacanza

Nelle regioni di montagna, invece, l'interesse per la proprietà abitativa è diminuito in modo meno marcato e, in molte località, rimane superiore alla media di lungo periodo. Ciò è da attribuirsi al continuo e solido interesse per le abitazioni di vacanza, soprattutto perché molte economie domestiche benestanti sono ancora alla ricerca di un'abitazione di questo tipo, in particolare nelle destinazioni più ambite. Le economie domestiche più agiate sono meno sensibili ai tassi d'interesse rispetto a quelle medie, che possono appena permettersi la proprietà abitativa. A ciò si aggiunge la consapevolezza che, in futuro, non potranno essere edificate nuove residenze secondarie senza restrizioni d'uso, il che mantiene elevata la propensione all'acquisto.

## I proprietari esistenti dovranno affrontare spese più alte solo nel 2023

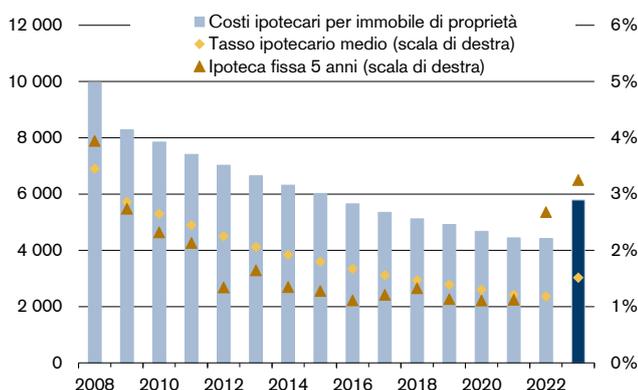
Nel frattempo, i proprietari esistenti non hanno in media ancora risentito dell'aumento dei costi delle abitazioni nel 2022 (Fig. 9). Poiché alcune ipoteche in scadenza hanno potuto ancora essere rinnovate a tassi più favorevoli, i costi abitativi sono addirittura diminuiti leggermente. Nell'anno in corso, tuttavia, saranno in scadenza altri rinnovi con un tasso più elevato. Prevediamo che i costi annuali per gli interessi ipotecari dei proprietari esistenti aumentino mediamente da CHF 4421 a CHF 5785. I costi crescerebbero quindi a un livello simile a quello del 2016, ma rimarrebbero comunque significativamente al di sotto del livello del 2008.

## Sostenibilità calcolatoria: un ostacolo insormontabile

La domanda è inoltre influenzata dal crescente problema della sostenibilità. In particolare, il forte aumento dei prezzi registrato dopo lo scoppio della pandemia di COVID-19 sta riducendo il numero di economie domestiche che possono ancora permettersi una proprietà abitativa. Oggi, ipotizzando un tasso di finanziamento dell'80% e un tasso calcolatorio del 5%, un'economia domestica con un reddito medio di CHF 119 000 dovrebbe spendere il 40% del proprio reddito per un appartamento nuovo di medie dimensioni e addirittura il 59% per una casa unifamiliare nuova di medie dimensioni. Entrambe le cifre sono ben al di sopra del limite abituale, che è pari a un terzo del reddito lordo. La sostenibilità calcolatoria che le banche devono applicare ai finanziamenti è quindi un ostacolo insormontabile per un numero sempre maggiore di economie domestiche.

**Fig. 9: Nel 2023 aumentano anche i costi per i proprietari esistenti**

Costi degli interessi ipotecari per immobile di proprietà in CHF; tasso ipotecario medio al 30 settembre del rispettivo anno; 2023: previsione

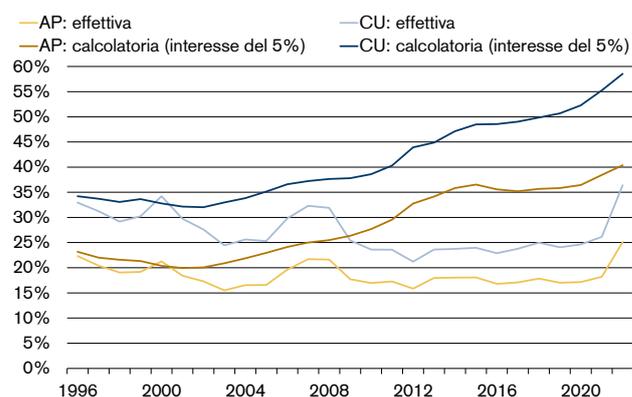


Fonte: Credit Suisse, UFAB, BNS

Ultimo rilevamento: 2022

**Fig. 10: La sostenibilità calcolatoria è un ostacolo sempre maggiore**

Sostenibilità per un'economia domestica media in % sul reddito (ipotesi: nuova costruzione, 1% di manutenzione, tasso di anticipo dell'80%, ammortamento a 2/3 entro 15 anni)



Fonte: Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 2022

## Sostenibilità: un problema in un numero sempre maggiore di regioni

Alla fine del 2022, solo il 22% di tutti gli immobili pubblicizzati in Svizzera era accessibile a livello calcolatorio per un'economia domestica di reddito medio. Il problema della sostenibilità è particolarmente acuto nel Canton Zurigo, attorno al Lago di Ginevra, nella regione di Basilea e nella Svizzera centrale (Fig. 11). Ma sta interessando sempre di più anche i Cantoni di Turgovia e Argovia, da cui i centri di Zurigo e Basilea sono facilmente e rapidamente accessibili.

## Le prospettive per il 2023 rimangono offuscate

Prevediamo un ulteriore calo della domanda per il 2023. Poiché i tassi ipotecari dovrebbero aumentare solo leggermente, la flessione sarà però limitata. Di contro, il perdurare della buona situazione sul mercato del lavoro avrà un effetto stabilizzante sulla domanda. Tuttavia, in caso di una recessione prolungata, la situazione sul mercato del lavoro peggiorerebbe notevolmente, tanto da indurre un calo più marcato della domanda. Il verificarsi di un tale scenario è a nostro avviso però poco probabile.

## Il rialzo dei tassi rende poco attrattivo l'acquisto di immobili buy-to-let

Negli ultimi anni, quasi un quinto di tutti gli appartamenti di proprietà e case unifamiliari di nuova costruzione non sono stati occupati dagli stessi acquirenti, ma affittati. I bassi tassi del periodo 2009–2021 sono stati un importante fattore trainante per questo fenomeno, ma i consistenti rialzi dei tassi nel 2022 hanno cambiato radicalmente la situazione: i maggiori costi di finanziamento comportano rendimenti più bassi, in quanto i prezzi della proprietà abitativa sono aumentati molto più degli affitti.

## Esempio di calcolo a Dietikon (ZH)

Pertanto, calcolando i costi complessivi, in gran parte dei casi gli investimenti buy-to-let non sono più convenienti. La figura 12 lo dimostra con un esempio di calcolo per Dietikon (ZH). Consideriamo un appartamento di medie dimensioni composto da 4,5 locali, di nuova costruzione e con una superficie abitabile di 110 metri quadrati. Al netto di tutti i costi, un tale investimento implicava un utile di CHF 9100 all'anno nel 2019, il che corrisponde a un rendimento del capitale proprio del 2,7% al netto delle imposte.<sup>3</sup> Se l'investimento fosse stato effettuato nel 2022, invece, il proprietario avrebbe dovuto pagarci sopra CHF 2820.

## Previsto un forte calo dei crediti stipulati per il buy-to-let

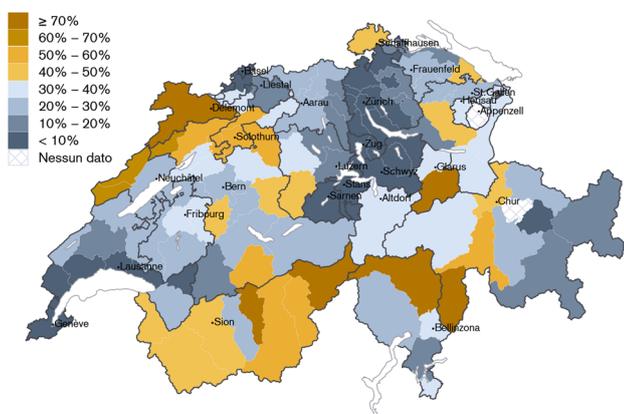
La quota del buy-to-let è rimasta relativamente stabile negli ultimi anni, attestandosi a poco meno del 20% delle nuove ipoteche. Prevediamo che questa quota si ridurrà notevolmente in seguito alla svolta dei tassi e alla scomparsa dei tassi negativi. Negli ultimi due trimestri del 2022 abbiamo già osservato una domanda significativamente inferiore per tali crediti ipotecari.

## Molti proprietari esistenti sono in una posizione migliore

Per molti proprietari esistenti di immobili buy-to-let, l'investimento dovrebbe essere ancora conveniente. Parecchi proprietari sono riusciti a stipulare ipoteche fisse a tassi molto bassi e, in molti casi, hanno acquistato la proprietà anche a un prezzo significativamente inferiore. Ma il rialzo dei tassi ridurrà il rendimento anche in questi casi, poiché i canoni di locazione esistenti vengono aumentati solo con un certo ritardo a causa della lentezza di adattamento del tasso di riferimento.

**Fig. 11: Sostenibilità problematica in sempre più regioni**

Quota di immobili pubblicizzati finanziariamente sostenibili (CU e AP) con quattro o più locali per economie domestiche con un reddito di CHF 119 000 (reddito medio)

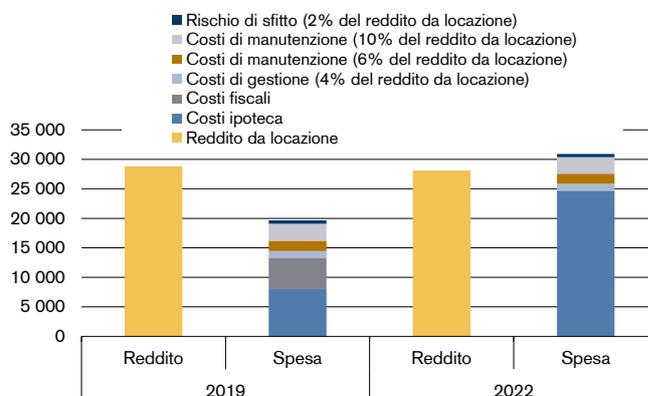


Fonte: Credit Suisse, UST, Meta-Sys, Geostat

Ultimo rilevamento: 4T/2022

**Fig 12: Buy-to-let non più conveniente in molti luoghi**

Caso di studio semplificato per il comune di Dietikon (ZH), in CHF all'anno



Fonte: Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 3T/2022

<sup>3</sup> Ulteriori ipotesi: finanziamento esterno: 66,7%; reddito economia domestica: CHF 250 000; costi di gestione: 4% del reddito da locazione; costi di manutenzione: 6% del reddito da locazione; costi di riparazione: 10% del reddito da locazione; rischio di sfitto: 2% del reddito da locazione.

# Edilizia debole anche nel 2023

**La costruzione di abitazioni di proprietà si mantiene in calo. Ciò non cambierà nemmeno nell'anno in corso. Tuttavia, a seguito del minor interesse per gli investimenti nel buy-to-let, dovrebbero essere disponibili più immobili rispetto all'anno precedente per chi vuole acquistare.**

## Le nuove costruzioni sono calate anche nel 2022

Prosegue la tendenza al ribasso per la costruzione di nuova proprietà abitativa. L'anno scorso sono stati edificati solo 11 600 appartamenti di proprietà e 6600 case unifamiliari. Ciò corrisponde a un calo del 3% rispetto all'anno precedente. Dal picco del 2011, la flessione è del 41%. Rispetto al patrimonio immobiliare esistente, l'ampliamento è stato dell'1,0% per gli appartamenti di proprietà e dello 0,6% per le case unifamiliari.

## Il calo dell'attività edilizia prosegue anche nel 2023

Nonostante la forte penuria di proprietà abitativa, non si intravede ancora un'inversione di tendenza, poiché il numero di autorizzazioni edilizie è diminuito ancora nel 2022: sono state rilasciate autorizzazioni per 10 560 appartamenti di proprietà, il che corrisponde a un calo del 5,6% rispetto all'anno precedente (Fig. 13). Di contro, il numero di case unifamiliari approvate è aumentato leggermente, come nell'anno precedente, dello 0,7%, raggiungendo le 6340 unità. Le domande di costruzione pervenute di recente indicano che il calo dell'attività edilizia continuerà anche nel 2024.

## Eppure, più opportunità di acquisto per potenziali acquirenti

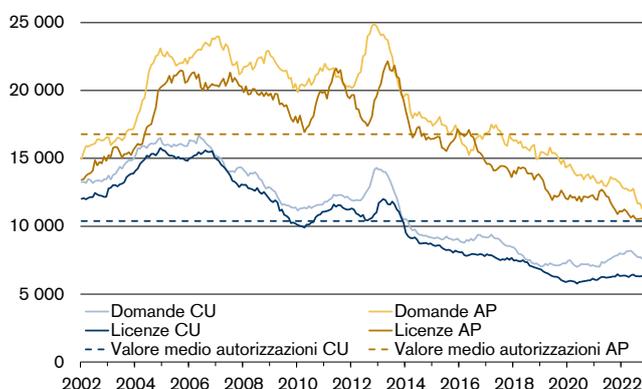
A causa della minore attrattiva degli immobili buy-to-let, nel 2023 dovrebbe comunque essere offerto un maggior numero di abitazioni da acquistare. Ipotizzando che il numero di finanziamenti buy-to-let, che negli ultimi anni aveva raggiunto una quota di poco inferiore al 20%, si dimezzi nel corso del 2023, il numero di abitazioni di nuova costruzione disponibili per una proprietà abitativa occupata dai proprietari sarebbe fino a 1500 unità superiore rispetto all'anno precedente. Tuttavia, considerato il calo dell'attività edilizia negli ultimi anni, si tratterebbe solo di una goccia nel mare.

## Un quadro regionale eterogeneo

Solo in 29 delle 110 regioni l'ampliamento della proprietà abitativa supererà l'1% nel 2023. Queste regioni sono distribuite su tutto il territorio nazionale, per cui non esiste un fulcro principale dell'attività edilizia (Fig. 14). Nella maggior parte delle regioni montane, l'ampliamento previsto è molto basso, a causa dell'impossibilità di costruire nuove residenze secondarie senza restrizioni d'uso. Nel complesso, il rapporto tra centro e periferia rimane più o meno lo stesso: il 55% degli appartamenti di proprietà pianificati e il 77% delle case unifamiliari previste vengono costruiti in comuni al di fuori dei centri di grandi e medie dimensioni e dei loro agglomerati.

**Fig. 13: Autorizzazioni edilizie ai minimi storici**

Domande di costruzione e autorizzazioni edilizie in numero di unità abitative, somma mobile su 12 mesi

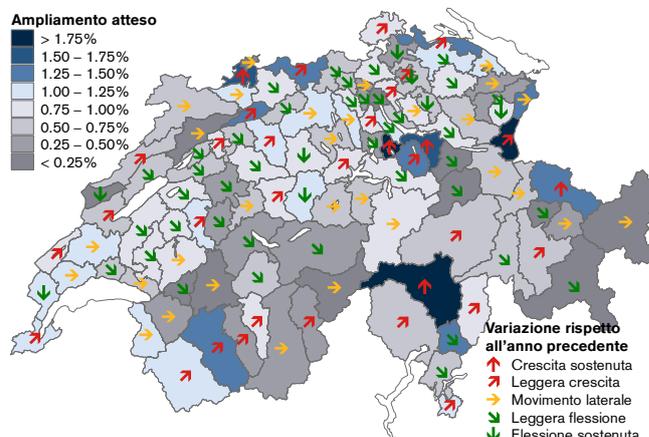


Fonte: Baublatt, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 10/2022

**Fig. 14: Poche nuove costruzioni nelle regioni di montagna**

Ampliamento previsto della proprietà abitativa nel 2023, in % del patrimonio esistente



Fonte: Baublatt, Credit Suisse, Geostat

Ultimo rilevamento: 10/2022

# La scarsità sostiene i prezzi

**Grazie al livello ai minimi storici dell'attività edilizia, il calo della domanda inizia solo ora a riflettersi in un aumento degli sforzi di commercializzazione. La crescita dei prezzi dovrebbe indebolirsi fortemente nel 2023, ma non scivolare in territorio negativo.**

**Calo delle nuove costruzioni: una protezione contro l'eccedenza di offerta**

Nell'attuale contesto di mercato, il calo dell'attività di costruzione di nuove abitazioni negli ultimi anni non è un fenomeno sgradito, in quanto la riduzione della domanda avrebbe potuto portare a un'eccedenza di offerta. Poiché le domande di costruzione e le autorizzazioni edilizie continuano a diminuire, prevediamo che la penuria di proprietà abitativa proseguirà anche nell'anno in corso.

**Maggiori sforzi per la commercializzazione**

Il calo della domanda non si riflette ancora nell'offerta (Fig. 15). La quota d'offerta, relativa al parco immobiliare, rimane prossima ai minimi storici e, nel quarto trimestre del 2022, era pari all'1,6% per gli appartamenti di proprietà e all'1,5% per le case unifamiliari. Un raffronto con gli appartamenti in affitto mostra quanto sia scarsa l'offerta: per ogni appartamento di proprietà pubblicizzato, ci sono attualmente 5,9 appartamenti in affitto. A livello regionale, esiste penuria quasi ovunque. Solo in Ticino, nel Basso Vallese, Giura e attorno al Lago di Ginevra le quote di offerta sono superiori al 2%. Di contro, ultimamente gli sforzi per la commercializzazione sono leggermente aumentati. Nel secondo semestre del 2022, la durata media d'inserzione è passata da 70 a 81 giorni per gli appartamenti di proprietà e da 60 a 78 giorni per le case unifamiliari.

**Nel 2023 sono prevedibili superfici sfitte in lieve crescita**

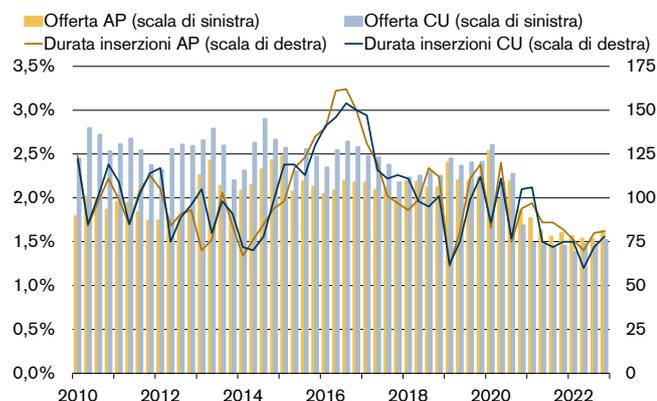
Per i prossimi trimestri prevediamo un leggero aumento del tasso di offerta e della durata delle inserzioni a causa del continuo calo della domanda. Le proprietà che giungono sul mercato dovrebbero continuare a trovare un acquirente, a patto che i prezzi richiesti non siano eccessivi. Tuttavia, per vendere un immobile, sono necessari più sforzi e pazienza rispetto agli ultimi anni. Anche le superfici sfitte dovrebbero aumentare leggermente. Tuttavia, rispetto agli attuali minimi pari allo 0,37% per gli appartamenti di proprietà e allo 0,44% per le case unifamiliari, le quote di sfitto dovrebbero crescere solo leggermente, e non superare lo 0,45%, risp. lo 0,50%.

**La crescita dei prezzi si indebolirà notevolmente nel 2023**

A causa della scarsità dell'offerta, i prezzi della proprietà abitativa occupata dai proprietari sono aumentati fortemente fino a poco tempo fa, ma il picco di crescita dei prezzi è stato superato nell'estate del 2022. Con un rialzo del 5,2% per gli appartamenti di proprietà e del 5,5% per le case unifamiliari, nel quarto trimestre del 2022 la crescita dei prezzi si è comunque mantenuta a un livello elevato. Per i prossimi trimestri prevediamo un significativo rallentamento della crescita dei prezzi a causa del continuo calo della domanda. Ma l'offerta molto limitata sosterrà i prezzi, per cui per il momento non prevediamo un calo dei prezzi. Per l'anno in corso, prevediamo un aumento dei prezzi dello 0,5% per gli appartamenti di proprietà e dell'1,5% per le case unifamiliari.

**Fig. 15: Offerta ancora ai minimi**

Abitazioni esistenti, offerta in % del patrimonio immobiliare esistente, durata delle inserzioni in giorni

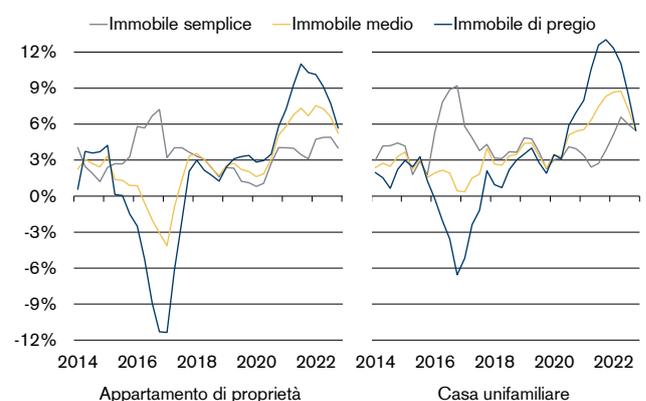


Fonte: Meta-Sys, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 4T/2022

**Fig. 16: Finora lieve flessione della crescita dei prezzi**

Tassi di crescita annui per segmento di prezzo



Fonte: Wüest Partner

Ultimo rilevamento: 4T/2022

## Lo squilibrio del mercato si è fortemente accentuato

Dopo che i prezzi sono aumentati del 17,7% dall'inizio del 2020, la questione della sostenibilità dell'andamento dei prezzi nel segmento della proprietà abitativa è di nuovo in primo piano. Il divario tra l'andamento del reddito e dei prezzi si è notevolmente ampliato nel 2021 e nel 2022 (Fig. 17). Dal 1996, i prezzi sono cresciuti 3,4 volte di più dei redditi. A lungo termine, questo andamento non è sostenibile e richiederà prima o poi una correzione.

## Comunque, nessuna bolla immobiliare

La ragione di questo andamento è il contesto dei bassi tassi d'interesse che è prevalso fino a poco tempo fa, e che ha stimolato la domanda di proprietà abitativa. Tuttavia, non si può parlare di una bolla speculativa dei prezzi degli immobili, poiché riteniamo che manchino le tipiche caratteristiche (Fig. 18). L'attività edilizia è ai minimi storici e non individuiamo una crescita eccessiva del volume delle ipoteche. Al contrario: il rialzo delle ipoteche, pari al 2,9%, è ben al di sotto della media di lungo periodo del 5,0%. Inoltre, la Svizzera ha uno dei regimi di valutazione del credito più severi al mondo per la concessione di ipoteche. La proprietà abitativa non viene quasi mai acquistata a scopo speculativo e, a causa dell'aumento dei tassi d'interesse e della scarsa propensione al consumo, non si può neanche parlare di un'eccessiva liquidità e propensione al rischio.

## Nel medio termine, tuttavia, è probabile che i prezzi diminuiscano

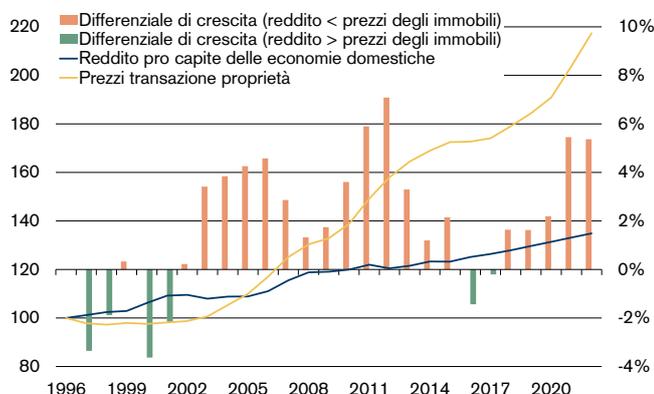
A causa del cupo contesto di mercato e del livello dei prezzi non più sostenibile, nel medio termine è comunque probabile un calo dei prezzi. Se tale correzione si verificherà effettivamente e quanto sarà consistente dipenderà in larga misura dall'andamento dei tassi e dell'economia. La ristrettezza dell'offerta e le rigide regole di finanziamento per la concessione dei crediti ridimensioneranno in ogni caso il potenziale calo. Di conseguenza, potrebbe essere ipotizzabile una flessione a una sola cifra all'anno. A seconda dell'andamento economico, tuttavia, una correzione potrebbe perdurare diversi anni. E anche se ciò si avverasse, la proprietà non diventerebbe conveniente: persino dopo lo scoppio della bolla dei prezzi degli immobili all'inizio degli anni Novanta, i prezzi delle transazioni per gli appartamenti di proprietà non sono mai scesi più del 3,9% in un anno, e, in nove anni, il calo totale è stato del 13,7%. In quel periodo i prezzi delle case unifamiliari sono scesi ancora meno.

## Proprietà ancora richiesta

Nonostante il possibile calo dei prezzi all'orizzonte, l'acquisto di una casa di proprietà dovrebbe rimanere uno dei desideri più importanti di molte economie domestiche. Nella maggior parte dei casi, la proprietà abitativa viene acquistata per poter vivere tra le proprie quattro mura. Una volta trovato l'immobile desiderato, molte economie domestiche decidono di acquistarlo, a patto che le possibilità finanziarie lo consentano. Inoltre, è prevedibile che i prezzi dei terreni tendano ad aumentare nel lungo periodo. Qualche anno fa, avvalendoci dei dati CIFI, abbiamo dimostrato che i prezzi dei terreni sono aumentati in media del 4,0% all'anno tra il 1978 e il 2014, a fronte di un'inflazione annuale del 2,6% nello stesso periodo. Tuttavia, chi acquista oggi dev'essere consapevole che lo sta facendo a prezzi elevati e che, nel medio termine, si potrebbero registrare delle correzioni di valore. È quindi ancora più importante non strapazzare le possibilità finanziarie quando si acquista una proprietà abitativa.

**Fig. 17: Andamento dei prezzi non più sostenibile**

Andamento dei prezzi della proprietà abitativa e dei redditi; indice: 1996 = 100; differenziale di crescita: scala di destra



Fonte: Wüest Partner, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 2022

**Fig. 18: Criteri per una bolla dei prezzi immobiliari**

Stato: 4° trimestre 2022

- ✓ Soddisfatto ~ Troppo poco pronunciato ✗ Non soddisfatto
- Eccessiva liquidità
  - Eccessiva propensione al rischio
  - Fase duratura di aumento dei prezzi degli immobili
  - Disaccoppiamento dei prezzi degli immobili dall'andamento dei redditi
  - Alta percentuale di transazioni immobiliari speculative
  - Crescita elevata/eccessiva dei volumi dei crediti ipotecari a causa della pressione sui margini degli istituti di credito ipotecario
  - Carenze di verifica nella concessione di crediti ipotecari (a causa di incentivi errati)
  - Eccessiva attività di costruzione e sovrabbondanza di offerta

Fonte: Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 12/2022

# Fine del boom

## Tassi ipotecari (media di mercato)



## Domanda

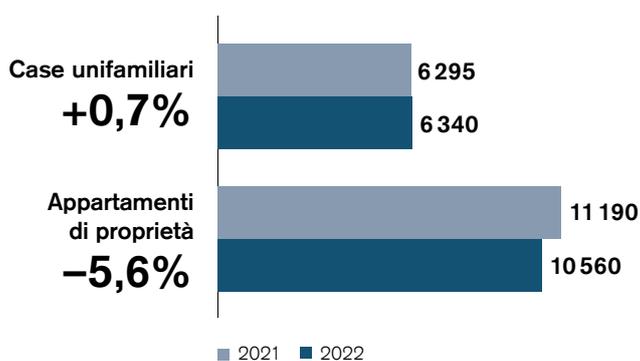


- L'acquisto di proprietà abitativa è di nuovo più caro della locazione
- I continui rialzi dei tassi rendono più cara la proprietà abitativa
- I rigidi requisiti di finanziamento agiscono da freno

**2023: ulteriore calo della domanda**

## Offerta

Autorizzazioni edilizie in unità abitative

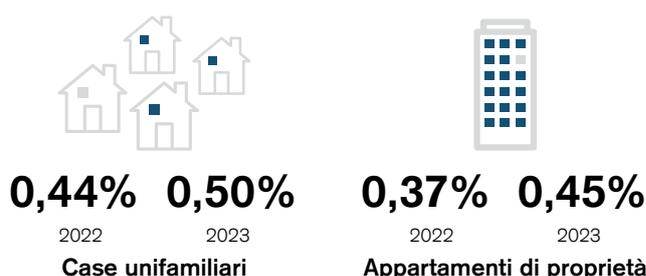


**2023: prosegue il calo dell'attività edilizia**

## Superfici sfitte

- Maggiore offerta per timore di una svolta dei prezzi
- Meno acquirenti «buy-to-let»
- La domanda diminuisce più dell'offerta

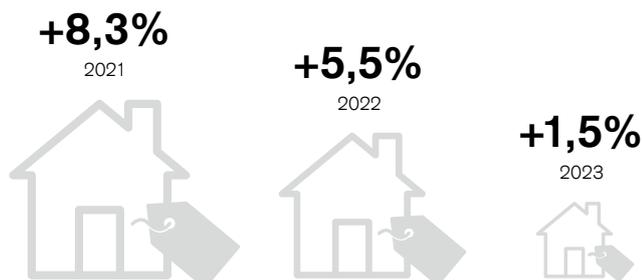
**2023: leggera crescita delle superfici sfitte**



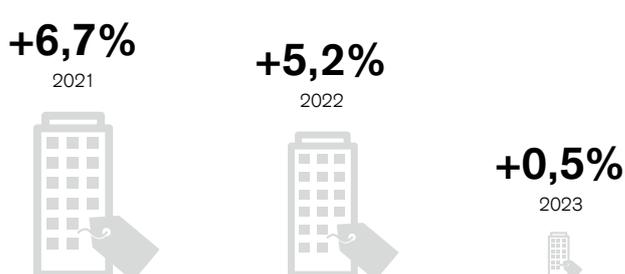
## Crescita dei prezzi

Crescita dei prezzi di transazione in %

Case unifamiliari



Appartamenti di proprietà



**2023: forte indebolimento della crescita dei prezzi, ma tuttora positiva**

# Iceberg in vista!

**A causa del calo dell'attività edilizia, la Svizzera rischia una forte penuria di abitazioni nei prossimi anni. L'auspicato cambio di paradigma nella pianificazione del territorio è completamente incentrato sulla densificazione, ma finora non è riuscito a creare le condizioni necessarie. La necessità di agire è evidente e si impongono misure urgenti.**

## A tempo di record: da eccesso a scarsità dell'offerta

Negli ultimi due anni, il mercato degli appartamenti svizzero ha subito un'inversione di tendenza. Sono finiti i tempi in cui il problema dell'eccesso di offerta era onnipresente sul mercato degli appartamenti in affitto e si evocavano persino immagini di città fantasma. Inoltre, gli operatori di mercato e i media parlano sempre più spesso di penuria di appartamenti o addirittura di situazione d'emergenza.

## Costruzione di alloggi in calo: entità e cause

### Si costruisce troppo poco

La ragione principale dell'inversione di tendenza sul mercato degli alloggi è l'attività di costruzione, che registra una tendenza al ribasso dal 2016/2017 (con un'interruzione nel mezzo) (Fig. 19). Se il numero di appartamenti realizzati nel periodo dal 2015 al 2018 era ancora in media di 54 000 unità, questa cifra si è ridotta a circa 45 000 unità nel 2022. Il volume di nuovi alloggi progettati è diminuito del 5%, ragion per cui la produzione dovrebbe diminuire ulteriormente nel 2023 e 2024 per raggiungere un livello di circa 42 000 unità (Fig. 20).

### La penuria di appartamenti si aggraverà in modo massiccio

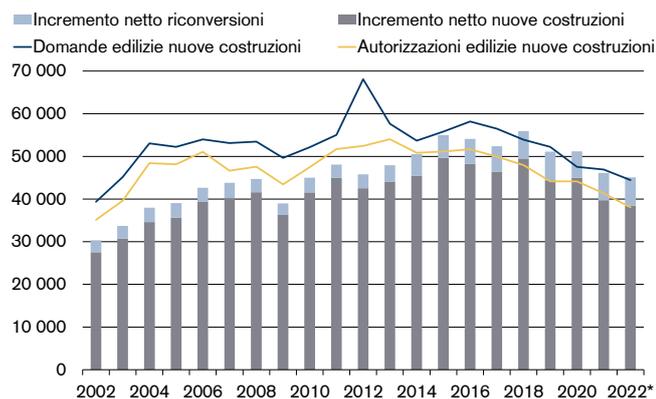
La rapida riduzione degli sfritti sul mercato degli appartamenti in affitto è stata trainata anche dalla domanda, favorita dagli effetti della pandemia e dall'aumento dell'immigrazione dal 2020. Nello scenario «elevato» per le economie domestiche del 2021, l'Ufficio federale di statistica (UST) prevede un aumento annuo del numero di economie domestiche di circa 45 000 unità, con una conseguente carenza di 15 000 appartamenti entro il 2024 (Fig. 20). Tuttavia, sulla base della crescita effettiva delle economie domestiche, questo numero dovrebbe circa raddoppiare, e questo senza ancora considerare i 62 000 rifugiati provenienti dall'Ucraina. Prevediamo che il tasso di sfritto scenderà sotto l'1% già nel 2024, senza prospettive d'inversione di tendenza nel prossimo futuro. La Svizzera si sta quindi avviando verso una penuria di appartamenti come quella di fine anni Ottanta.

### Perché si costruisce così poco?

Alla luce degli sviluppi degli ultimi tre anni, ci si chiede sempre più spesso perché si costruiscano così poche abitazioni e perché l'edilizia residenziale non risponda all'imminente penuria di alloggi. Non c'è una risposta semplice a questo problema. Tuttavia, identifichiamo un elemento principale. Se abbiamo ragione, affrontare la penuria di alloggi sarà tutt'altro che semplice e potrebbe richiedere, nella migliore delle ipotesi, diversi anni.

**Fig. 19: La costruzione di abitazioni continuerà a calare**

Incremento netto annuo (dal 2021: stima Credit Suisse); autorizzazioni e domande edilizie in numero di abitazioni (\* 2022: somma su 12 mesi al 11/2022)

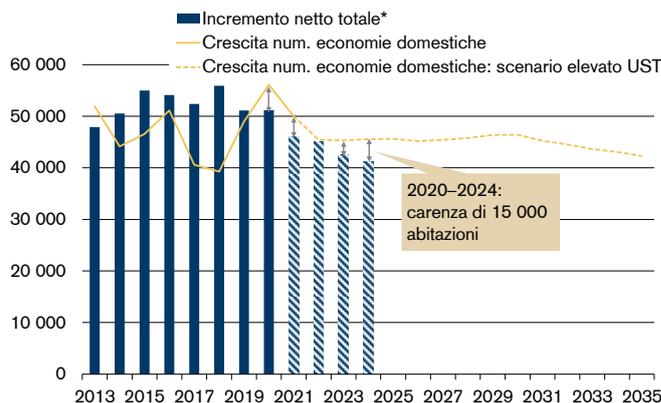


Fonte: UST, Baublatt, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 11/2022

**Fig. 20: L'attività edilizia non tiene il passo con l'aumento delle economie domestiche**

Incremento netto annuale di abitazioni e variazione del numero di economie domestiche (\* dal 2021: previsione Credit Suisse)



Fonte: UFS, Baublatt, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 2021

## **Cosa ha prodotto il calo dell'attività edilizia?**

Uno sguardo all'attività di pianificazione rivela che sia le domande di costruzione che le autorizzazioni edilizie hanno iniziato a diminuire nel 2017. Ciò ha cominciato ad avere un impatto sul numero di appartamenti completati nel 2019. Quali sono state le ragioni di tutto questo? L'aumento delle superfici sfitte – aumentate di volta in volta di 5000–8000 appartamenti in affitto negli anni dal 2014 al 2018 – ha ridotto la propensione agli investimenti? E questo perché al contempo l'immigrazione netta è diminuita da circa 80 000 persone a solo circa 50 000 negli stessi anni? È possibile, ma ci sono anche alcuni elementi che parlano contro questa ipotesi.

## **Le condizioni per i costruttori erano quasi ottimali**

Nel periodo in questione il capitale, ad esempio, era relativamente abbondante. La quantità di denaro raccolta dai fondi immobiliari e dalle società anonime immobiliari tramite emissioni e aumenti di capitale è aumentata di quasi il 70% dal 2016 al 2021. Anche le condizioni di finanziamento erano estremamente favorevoli, in quanto i tassi ipotecari erano scesi ai minimi assoluti e i premi di rendimento degli investimenti immobiliari erano a livelli record tra l'autunno 2015 e l'autunno 2020, per cui gli investitori non potevano prescindere dagli investimenti immobiliari. Nonostante l'aumento delle superfici sfitte, non c'erano alternative d'investimento migliori sullo sfondo di una crescita congiunturale superiore alle media tra 2016 e il 2018 e di prospettive promettenti per la domanda. Pertanto, sul mercato delle transazioni, fino a maggio 2022 sono stati pagati prezzi record per gli immobili residenziali da reddito. È difficile credere che gli investitori immobiliari abbiano deciso attivamente di non investire in edifici residenziali in questa fase.

## **Il COVID-19 è stato un fattore scatenante?**

Non possiamo escludere che la crisi correlata al coronavirus abbia avuto un certo effetto frenante. Tuttavia, poiché subito dopo lo scoppio del COVID-19 è emerso chiaramente che la pandemia aveva fatto aumentare parecchio il valore che si accorda alle abitazioni e la domanda di spazio abitativo attrattivo, anche questa spiegazione non sembra molto plausibile. Soprattutto è sorprendente che, anche dopo i ripetuti e bruschi cali delle superfici sfitte e l'emergere di un dibattito sull'imminente carenza di appartamenti, né le domande né le autorizzazioni edilizie mostrino alcuna reazione.

## **Cambiamento di paradigma nella pianificazione del territorio**

Ci deve essere un'altra ragione per cui l'offerta di abitazioni non risponde ai crescenti segnali di scarsità. Nel periodo in questione, si è verificato un cambiamento fondamentale nella politica di pianificazione territoriale. Questo fattore strutturale è probabilmente il principale responsabile dell'attuale stasi nell'edilizia residenziale. Poiché la pianificazione del territorio è un elemento molto complesso, vogliamo spiegare il suo ruolo in modo un po' più dettagliato qui di seguito.

### **Il ruolo della pianificazione del territorio**

## **La revisione della pianificazione del territorio frena la dispersione degli insediamenti ...**

La lotta alla dispersione degli insediamenti e l'uso parsimonioso delle risorse territoriali hanno goduto della massima priorità nella politica di pianificazione del territorio dall'entrata in vigore della revisione della legge sulla pianificazione del territorio (LPT) nel maggio 2014. Invece di continuare a espandersi ampliando le zone edificabili, l'obiettivo è aumentare lo sviluppo interno, responsabilizzando i Cantoni. L'attuazione della legge federale da parte dei Cantoni e dei comuni avviene in più fasi e richiede molto tempo. La prima fase, l'adeguamento ai requisiti federali dei piani regolatori e delle leggi edilizie cantonali, è stata completata solo nell'ottobre 2022 con l'approvazione del piano regolatore ticinese. In una seconda fase, spetta ora ai comuni adeguare le proprie leggi comunali in materia edilizia e la loro pianificazione ai requisiti di questi piani regolatori. Probabilmente ci vorrà un po' di tempo prima che tutti i comuni completino l'implementazione della LPT.

## **... tramite la limitazione delle zone edificabili**

La revisione della LPT e l'attuazione da parte dei Cantoni e dei comuni hanno un impatto diretto sulla disponibilità di terreni edificabili. Da un lato, dall'entrata in vigore della legge sulla pianificazione del territorio parzialmente rivista il 1° maggio 2014, è stata emanata una moratoria sugli azionamenti fino all'approvazione dei piani regolatori cantonali da parte del Consiglio federale. Durante la moratoria, non era consentito aumentare le superfici totali delle zone edificabili. Dall'altro, i Cantoni che non hanno rispettato il termine di 5 anni per l'attuazione della revisione della LPT (1° maggio 2019) o che hanno presentato piani regolatori insufficienti secondo il Consiglio federale sono stati puniti col blocco degli azionamenti. Ciò ha interessato otto Cantoni (GL, OW, TI, GE, LU, SZ, ZH, ZG). Nel frattempo, questa misura è stata nuovamente revocata, ma le condizioni per nuovi azionamenti di terreni edificabili sono generalmente aumentate. In particolare, gli azionamenti possono avvenire solo se sono conformi ai requisiti del piano regolatore cantonale e se si ipotizza che il terreno «sarà prevedibilmente necessario all'edificazione, urbanizzato ed edificato entro 15 anni, anche in caso di sfruttamento coerente delle riserve interne d'utilizzazione delle zone edificabili esistenti» (art. 15, cpv. 4b LPT). Soprattutto nei Cantoni con zone edificabili troppo ampie ciò non dovrebbe valere, per cui i nuovi azionamenti potrebbe essere contestati con successo.

**Sono ancora disponibili riserve di terreni edificabili, ...**

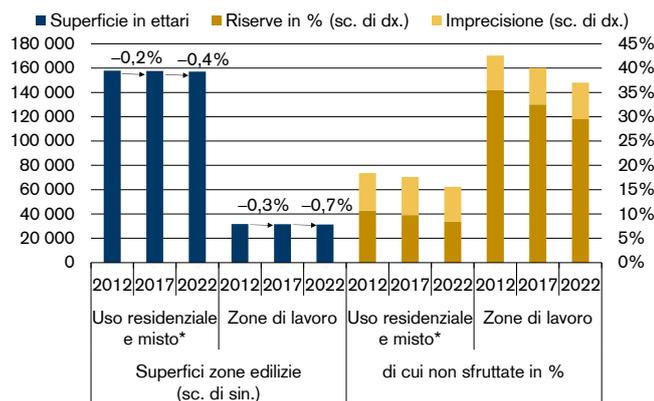
In effetti, le aree edificabili a destinazione residenziale (zone residenziali, miste e centrali) non sono ulteriormente cresciute negli ultimi dieci anni (Fig. 21). Secondo le statistiche sulle zone edificabili dell'Ufficio federale dello sviluppo territoriale (ARE), si è addirittura registrata una leggera diminuzione delle superfici totali dello 0,5%. Quindi, la diminuzione delle zone edificabili non ancora utilizzate (riserve di zone edificabili) ha subito un'accelerazione negli ultimi tempi. Nel 2022, la loro quota per zone residenziali, a uso misto e centrali era ancora dell'8,4%, risp. del 15,6%, se si considerano anche le lacune edilizie nelle aree d'insediamento esistenti. Nel 2017, questo valore era ancora del 17,6%. Secondo l'ARE, le zone edificabili rimanenti offrirebbero spazio per 1,6 milioni di abitanti in più, a fronte di una densità invariata.

**... ma diminuiscono quasi ovunque, ...**

Le differenze regionali nelle riserve di zone edificabili rimangono molto pronunciate, ma si constata una diminuzione quasi ovunque (Fig. 22). I Cantoni della Svizzera romanda continuano a disporre di abbondanti riserve: la percentuale di zone edificabili non sviluppate è ancora superiore al 20% e, in alcuni casi, dovrebbe superare di molto la domanda per i prossimi 15 anni. Il fabbisogno dipende dalla crescita demografica prevista, motivo per cui le riserve, ancora abbondanti sul Lago di Ginevra, ad esempio, non sono considerate sovradimensionate. Ma i piani regolatori di alcuni Cantoni prevedono esplicitamente dei dezonamenti. Questo riguarda in particolare i Cantoni Giura e Vallese. Anche nei Cantoni di Neuchâtel, Grigioni, Sciaffusa, Basilea-Campagna e Lucerna, alcuni comuni stanno procedendo a dezonamenti, in alcuni casi senza compensazione finanziaria. Di conseguenza, in molti luoghi il processo si protrae e non è raro che i proprietari terrieri intraprendano azioni legali.

**Fig. 21: Stagnazione delle superfici edificabili, diminuzione delle riserve**

Andamento delle zone edificabili per tipo di zona e grado di sfruttamento  
\* Zone residenziali, miste e centrali



Fonte: Ufficio federale dello sviluppo territoriale, Credit Suisse  
Ultimo rilevamento: 2022

**... e non tutte le riserve sono adatte a un rapido utilizzo**

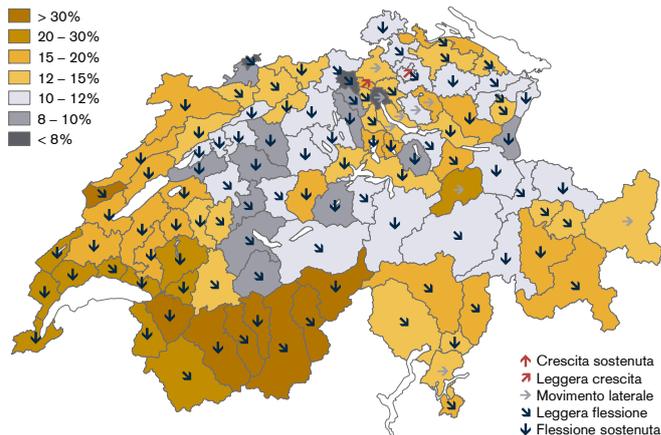
L'azzonamento dei terreni edificabili è diventato nettamente più complicato dall'entrata in vigore della revisione della LPT e per alcuni anni è stato addirittura impossibile in diversi Cantoni. È probabile che ciò abbia avuto un effetto frenante sull'edilizia residenziale e dovrebbe continuare a farlo anche nei prossimi anni. D'altra parte, in Svizzera c'è ancora molto terreno edificabile non utilizzato. La minaccia di dezonamenti potrebbe aver spinto dei proprietari terrieri a iniziare a costruire su terreni edificabili tenuti in riserva. Ma la quantità di terreni edificabili ancora disponibili è una cosa, la loro qualità un'altra. Le riserve più grandi sono spesso situate al di fuori degli agglomerati urbani, dove sono più urgentemente necessarie (Fig. 22). Inoltre, molte zone edificabili non utilizzate sono poco sviluppate. O la qualità della loro ubicazione è piuttosto bassa, oppure è necessario investire molto tempo e denaro per migliorare l'accessibilità. Ad esempio, circa il 40% delle zone edificabili nei comuni rurali e periurbani al di fuori dei grandi agglomerati non ha accesso al trasporto pubblico o lo ha in misura marginale (Fig. 23). Nelle zone edificabili non ancora utilizzate questa quota sale a più della metà.

**I terreni edificabili interessanti vengono tesaurizzati e non edificati**

L'offerta di terreni edificabili disponibili è spesso limitata per via di un altro problema: i terreni edificabili vengono tesaurizzati. In alcuni casi, un terreno edificabile in una posizione interessante non viene sfruttato dal proprietario del terreno perché, ad esempio, mancano i fondi per lo sviluppo o il terreno deve rimanere di proprietà della famiglia. Inoltre, la struttura dell'imposta sugli utili da sostanza immobiliare sembra incoraggiare ulteriormente la tesaurizzazione di terreni edificabili. L'imposta sugli utili da sostanza immobiliare è riscossa in tutta la Svizzera dai Cantoni o dai comuni e il

**Fig. 22: Calo delle riserve di zone edificabili su larga scala**

Area edificabile non utilizzata\* in % delle zone edificabili: zone residenziali, miste e centrali; \* incl. lacune edilizie nell'area d'insediamento, 2022



Fonte: Ufficio federale dello sviluppo territoriale, Credit Suisse, Geostat  
Ultimo rilevamento: 2022

suo importo diminuisce con l'aumentare del periodo di detenzione. Quest'ultimo è un requisito della Confederazione (legge sull'armonizzazione delle imposte) e mira a fronteggiare le attività speculative. In passato, i comuni potevano azionare altri terreni in periferia se non si liberavano i lotti più adatti alla costruzione. Con il nuovo requisito di sviluppo interno, questa opzione non è più disponibile. Tuttavia, il legislatore ha riconosciuto tale dilemma e quindi prevede, nella revisione della LPT, che i Cantoni possano prevedere misure per la mobilitazione dei terreni edificabili nelle loro leggi edilizie. Esse possono andare dal diritto di acquisto da parte del comune (ad es. BS, BL, GE, LU, SG), al dezonamenti (ad es. LU, VD), fino all'imposizione di una tassa d'incentivazione sui terreni edificabili non utilizzati (ad es. AG, BE)<sup>4</sup>. Tuttavia, in molti Cantoni, non è da tanto che questi strumenti sono a disposizione dei comuni. Pertanto, dovrebbero esprimere appieno i loro effetti solo se vengono applicati in modo deciso.

### Densificazione come unica via d'uscita dal trilemma politico

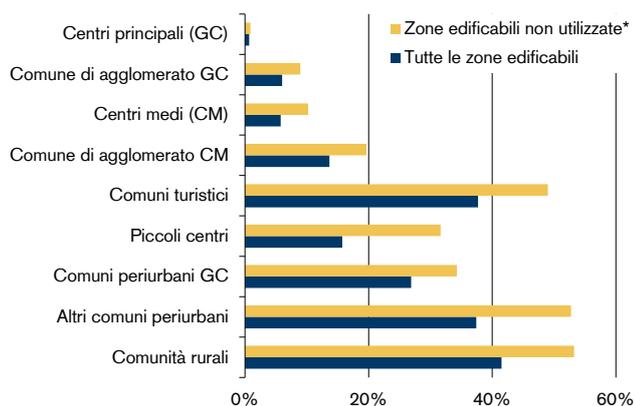
La Svizzera è un paese d'immigrazione e accetta la libera circolazione delle persone. Questa apertura garantisce la prosperità della Svizzera, ma, nel corso degli anni, ha aumentato in modo decisivo la pressione sui terreni quale risorsa di sviluppo. Di recente, il cambiamento di paradigma nella pianificazione del territorio si è posto come obiettivo di frenare la dispersione degli insediamenti e quindi la crescita estensiva senza mettere a rischio una sufficiente offerta di spazio abitativo. C'è solo una via d'uscita da questo «trilemma politico»: la densificazione.

### La densificazione fa progressi, ...

Vari indicatori suggeriscono che, negli ultimi anni, sono stati compiuti dei progressi in proposito. Dopo decenni di crescita dei consumi pro capite di superficie d'insediamento, nell'ultimo decennio è subentrata un'inversione di tendenza (Fig. 24). Il calo è stato più pronunciato nelle grandi regioni urbane come Zurigo (-9,3%) o la regione del Lago di Ginevra (-5,2%). I progressi nella densificazione si evincono anche dall'aumento del numero di appartamenti per edificio (Fig. 25) e dal continuo incremento del numero medio di piani.

**Fig. 23: Zone edificabili non utilizzate spesso poco accessibili**

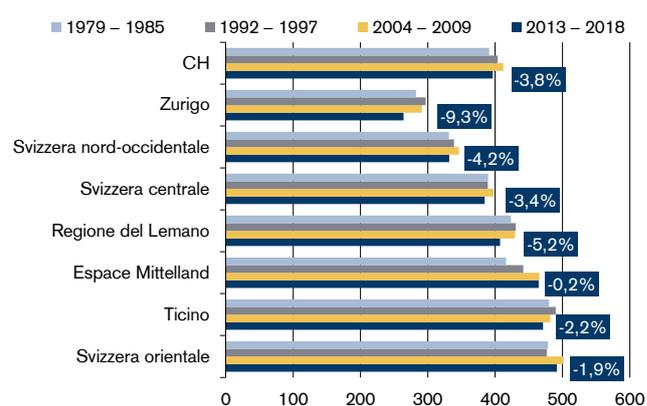
Quota di aree edificabili (tutti i tipi di aree) con accesso al trasporto pubblico solo marginale o nullo nel 2022; \* escluse le lacune edilizie nell'area d'insediamento



Fonte: Ufficio federale dello sviluppo territoriale, Credit Suisse Ultimo rilev.: 2022

**Fig. 24: Svolta per la crescita delle superfici d'insediamento**

Superfici d'insediamento pro capite in m<sup>2</sup>, per anno del rilevamento statistico e grande regione



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Ultimo rilev.: 2018

### ... ma viene frenata in molti luoghi

Tuttavia, la densificazione deve anche fare i conti con notevoli resistenze. Sebbene goda di un ampio sostegno politico, la situazione è spesso molto diversa a seconda dei singoli progetti. Molti attori più o meno direttamente interessati sollevano obiezioni e quindi ostacolano o ritardano i progetti. Inoltre, esistono importanti conflitti d'interesse politici, ad esempio tra la densificazione e gli obiettivi della protezione del patrimonio culturale o della prevenzione dell'inquinamento fonico. L'allungamento dei processi per le autorizzazioni edilizie (Fig. 26) indica anche che i progetti di edilizia abitativa più grandi devono superare ostacoli sempre più elevati. Ciò è particolarmente evidente nei grandi centri, dove già oggi passa in media più di un anno dalla presentazione della domanda di costruzione al rilascio del permesso legalmente valido. Diversi Cantoni e città segnalano un aumento delle contestazioni e dei ricorsi. Ad esempio, il numero di ricorsi che la corte d'appello per l'edilizia di Zurigo ha dovuto esaminare ha superato i 950 in ciascuno degli anni 2020 e 2021 ed è quindi aumentato di circa un quarto rispetto agli anni dal 2012 al 2019.<sup>5</sup> Solo in virtù di una nuova interpretazione giudiziaria della legislazione sull'inquinamento fonico, la costruzione di circa 1000 appartamenti nel Cantone di Zurigo è attualmente bloccata da ricorsi.

<sup>4</sup> EspaceSuisse (2022): Baulandmobilisierung – Vergleich der kantonalen Regelungen (Stand 12.01.2022)

<sup>5</sup> Tribunale amministrativo del Cantone di Zurigo: resoconto 2021

## Accelerazione della densificazione verso l'interno: campi d'azione

**Conclusione: la svolta della pianificazione territoriale è stata impostata in modo errato**

Il cambiamento paradigmatico nella pianificazione del territorio era atteso da tempo, poiché la maggioranza degli elettori si era ripetutamente espressa contro la prosecuzione della dispersione degli insediamenti. Ma l'attuazione della svolta nella pianificazione del territorio è stata, nel migliore dei casi, mal concepita e, nel peggiore, negligente. Rendendo gli azionamenti notevolmente più difficili, l'intera pressione per gli insediamenti è finita improvvisamente sulla densificazione. Era prevedibile che ciò non avrebbe prodotto i risultati desiderati alla velocità e nella misura necessarie. Il legislatore non ha promosso la densificazione con misure di accompagnamento. Sarebbe dovuto essere chiaro fin dall'inizio che i Cantoni e i comuni avrebbero avuto bisogno di anni per creare strumenti efficaci per accelerare la densificazione. L'incombente penuria di alloggi ha quindi origini interne, anche se è ulteriormente aggravata dall'inattesa crisi ucraina.

**Sarebbe necessaria un'azione rapida**

Si comincia solo in parte a riconoscere il problema, soprattutto perché gli affitti, ad esempio, hanno iniziato solo l'anno scorso un ciclo di crescita che probabilmente durerà diversi anni. Sarebbe importante invece avviare rapidamente misure correttive per evitare gli sviluppi peggiori. Poiché a questo scopo devono essere adattate delle leggi, verosimilmente ci vorranno anni, anche nel migliore dei casi, prima che una distensione diventi evidente. L'imminente penuria di alloggi dovrebbe inoltre fornire un notevole impulso alle richieste di una più rigida regolamentazione del mercato degli appartamenti sul modello di Ginevra e Basilea.

**Possibili aree d'intervento**

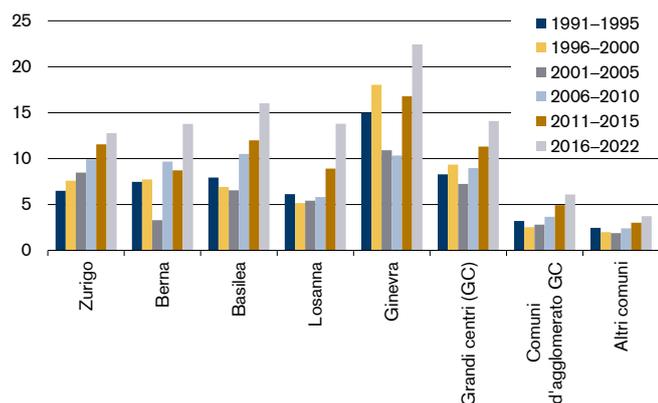
Per accelerare la densificazione e contrastare l'imminente penuria di alloggi, abbiamo individuato alcune aree d'intervento, in cui misure mirate potrebbero avere effetto in tempi brevi:

- **Lotta alla tesaurizzazione di terreni edificabili:** i Cantoni hanno la possibilità di adottare misure efficaci contro la tesaurizzazione di terreni edificabili, ad esempio sotto forma di tasse d'incentivazione o diritti d'acquisto. Inoltre, dovrebbero essere eliminati gli incentivi che incoraggiano la tesaurizzazione di terreni edificabili, come ad esempio gli sconti elevati sull'imposta sugli utili da sostanza immobiliare in base alla durata di possesso della proprietà.
- **Focalizzare maggiormente sulla densificazione le leggi edilizie nei centri:** gli indici di sfruttamento e le altezze massime degli edifici dovrebbero essere aumentate e dovrebbero essere introdotti bonus di sfruttamento per gli edifici sostitutivi nuovi, come previsto dalla legge sul CO<sub>2</sub> bocciata alle urne.
- **Disinnescare i conflitti di obiettivi politici:** si dovrebbe dare più peso alla densificazione rispetto alla protezione del patrimonio culturale e alla prevenzione dell'inquinamento fonico. La prassi della cosiddetta «finestra di aerazione» dovrebbe essere inserita nella legge federale sulla protezione dell'ambiente, come proposto dal Consiglio federale (messaggio al Parlamento del 16 dicembre 2022).
- **Promozione delle conversioni:** promozione della conversione di immobili per uffici o alberghieri tramite riorganizzazione delle zone in aree urbane adatte per usi residenziali.
- **Accelerazione del processo per le autorizzazioni edilizie:** è necessario promuovere la presentazione e l'elaborazione digitale delle domande di costruzione e, se necessario, aumentare il personale degli uffici nel comparto edilizio.

Si tratta nell'insieme di rendere di nuovo attraente l'edilizia residenziale. Perché il passato ci insegna che l'azione pubblica da sola non può risolvere i problemi sul mercato immobiliare.

**Fig. 25: Numero crescente di appartamenti per edificio**

Numero di appartamenti per edificio a uso residenziale, per anno di costruzione

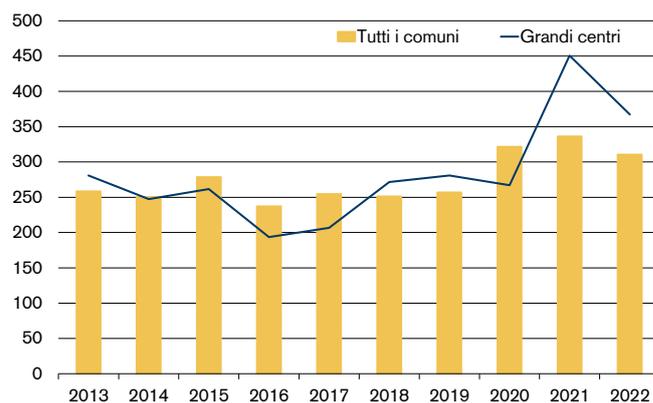


Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Ultimo rilev.: 04/2022

**Fig. 26: I progetti abitativi più grandi sono di lungo respiro**

Tempo tra la domanda di costruzione e l'autorizzazione edilizia in numero di giorni: progetti da 50 appartamenti, nuove costruzioni, riconversioni e ristrutturazioni



Fonte: Baublatt, Credit Suisse

Ultimo rilev.: 11/2022

# Cercasi alloggi in affitto

**La domanda di appartamenti in affitto è aumentata lo scorso anno, sospinta dal più alto livello di immigrazione degli ultimi otto anni. Nonostante il rallentamento della congiuntura, anche nel 2023 la domanda di appartamenti in affitto dovrebbe essere elevata.**

## Forte incremento dell'immigrazione

Diversi fattori hanno recentemente alimentato la domanda di appartamenti in affitto: la congiuntura svizzera è stata robusta per la maggior parte dello scorso anno, nonostante i chiari segnali di rallentamento. Allo stesso tempo, il rialzo dei tassi ipotecari ha reso gli affitti finanziariamente più interessanti dell'acquisto (cfr. pag. 11). Ma, soprattutto, l'immigrazione dall'estero è aumentata notevolmente negli ultimi tempi. Poiché, rispetto a prima dell'epidemia, un numero minore di cittadini stranieri ha lasciato la Svizzera, stimiamo che, nel 2022, con circa 78 000 unità (+29% rispetto all'anno precedente), si sia registrato il saldo migratorio più alto dal 2014 (Fig. 27).

## Elevata dipendenza dalla manodopera straniera

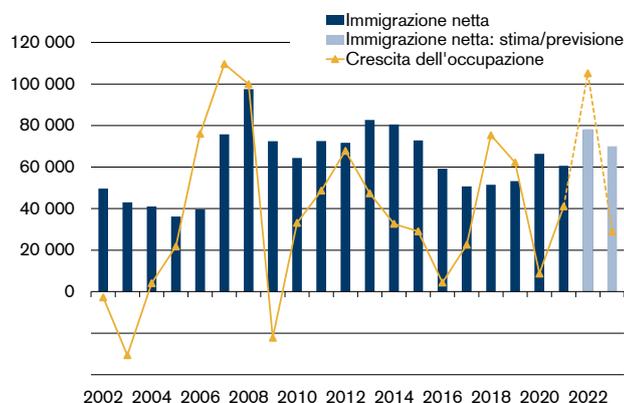
La forte ripresa congiunturale seguita allo shock pandemico ha ancora oggi un impatto sul mercato del lavoro svizzero. Nel 2022, per la prima volta in 15 anni, dovrebbero essere stati creati più di 100 000 nuovi posti di lavoro a tempo pieno (Fig. 27). L'elevata domanda di manodopera ha potuto essere soddisfatta solo grazie agli immigrati provenienti dall'estero. Di conseguenza, circa il 90% dell'aumento dell'immigrazione dello scorso anno può essere attribuito all'immigrazione per motivi di lavoro. I settori pianificazione/consulenza/informatica, industria alberghiera e sanità sono stati particolarmente attivi nelle assunzioni. Questi tre settori, che risentono fortemente della carenza di lavoratori qualificati, rappresentano insieme più della metà dell'incremento di migranti per motivi di lavoro registrato lo scorso anno.

## «Nuova ondata di immigrati tedeschi»

Lo scorso anno si è stabilito in Svizzera un numero importante di cittadini tedeschi. Con 12 000 persone, il saldo ha raggiunto il livello registrato l'ultima volta più di dieci anni fa (Fig. 28). Ciò dovrebbe dipendere dal fatto che l'economia tedesca si sta riprendendo solo lentamente dal crollo dovuto alla pandemia e che ora sta risentendo molto anche per la crisi energetica e l'alta inflazione. Inoltre, anche i cittadini provenienti da Romania, Polonia e Croazia hanno evidenziato un forte aumento dei saldi migratori. La piena libertà di circolazione delle persone era entrata in vigore per la Croazia dal 1° gennaio 2022, ma il Consiglio federale ha temporaneamente reintrodotta il contingentamento, attivando la clausola di salvaguardia a partire dal 1° gennaio 2023.

**Fig. 27: Immigrazione netta più alta dal 2014**

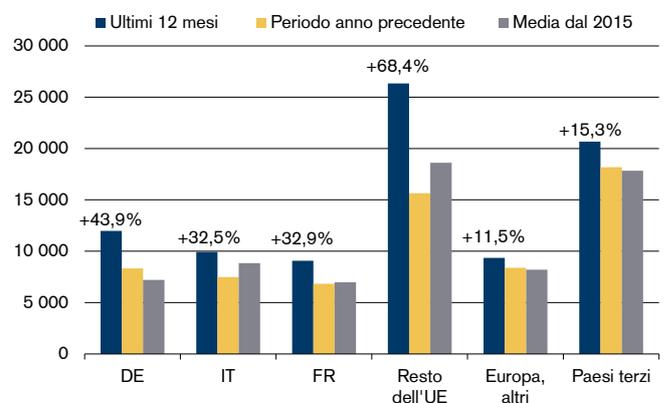
Saldo migratorio popolazione residente permanente (senza correzioni dei registri, compresi i cittadini svizzeri); crescita dell'occupazione in equivalenti a tempo pieno



Fonte: Segreteria di Stato della migrazione, Ufficio federale di statistica, Credit Suisse  
Ultimo rilevamento: 11/2022

**Fig. 28: Crescita dell'immigrazione ben ripartita geograficamente**

Immigrazione netta popolazione residente permanente straniera per nazionalità (senza correzioni dei registri)



Fonte: Segreteria di Stato della migrazione, Credit Suisse  
Ultimo rilevamento: 11/2022

## L'immigrazione fa crescere la domanda di appartamenti nei centri

Recentemente la domanda aggiuntiva di appartamenti generata dai nuovi arrivati è stata particolarmente elevata nei centri e nelle località turistiche. Nei grandi centri, l'emigrazione netta a favore di altre regioni svizzere era aumentata significativamente dall'inizio della pandemia di COVID-19 (passando da 8000 persone nel 2019 a 17 400 nel 2021). Nel 2021, l'immigrazione dall'estero non è più stata sufficiente a compensare questo deflusso dai centri, il che ha portato a un crollo della crescita demografica. Tuttavia, il forte incremento dell'immigrazione dello scorso anno (migrazione netta grandi centri: +21 500) dovrebbe aver determinato un'inversione di tendenza. Ciò si riflette anche nei dati sugli appartamenti sfitti: ancora in aumento nei centri nel 2021, in controtendenza rispetto all'evoluzione svizzera, l'anno scorso, sono tornati a diminuire.

## 2023: leggera flessione dell'immigrazione, ...

Per il 2023 prevediamo che l'immigrazione netta si indebolisca leggermente a circa 70 000 persone (Fig. 27), visto che la crescita dell'occupazione dovrebbe reagire con un certo ritardo al rallentamento congiunturale passando dal 2,6% allo 0,7%. Tuttavia, per la Svizzera (previsione del PIL 2023: +1,0%) ci aspettiamo un rallentamento meno pronunciato che nell'Eurozona (+0,5%). Questo vantaggio di crescita della Svizzera dovrebbe impedire un calo più marcato dell'immigrazione e mantenere basso il numero di partenze. La carenza di lavoratori qualificati, marcata in molti settori, e l'aumento del numero di uscite dal mercato del lavoro legate all'età garantiranno verosimilmente che la domanda di lavoratori stranieri da parte dell'economia locale rimanga elevata.

## ... ma crescita record della popolazione

Un ulteriore fattore a sostegno dell'elevata domanda di appartamenti in affitto è il crescente numero di richieste di asilo in generale e l'elevata quantità di profughi, in particolare dall'Ucraina (Fig. 29). Dallo scoppio della guerra nel febbraio 2022, la Svizzera ha accolto un totale netto di 62 000 rifugiati di guerra dall'Ucraina. Anche se si prevede che un giorno questi rifugiati torneranno nel loro paese d'origine, possono rimanere in Svizzera con lo status di protezione S che è stato loro concesso almeno fino al 4 marzo 2024. Tuttavia, una soluzione alla brutale guerra è attualmente molto lontana. Lo status S consente ai rifugiati di lavorare. A fronte dell'incremento della durata del soggiorno, il numero di coloro che affittano appartamenti o che hanno a disposizione appartamenti affittati dai comuni è quindi destinato ad aumentare costantemente. Inoltre, i rifugiati vengono inclusi nei dati ufficiali della popolazione a partire da un periodo di residenza di un anno. Di conseguenza, l'Ufficio federale di statistica (UST) prevede una crescita della popolazione fino a 140 000 persone per il 2023, la più alta dall'inizio degli anni Sessanta. Di conseguenza, la popolazione svizzera potrebbe superare la soglia dei nove milioni già nel 2024.

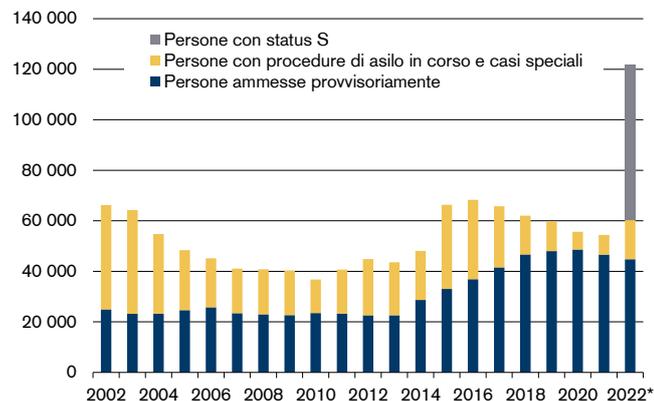
## La pandemia lascia tracce durature nella struttura della domanda

In base al numero di abbonamenti di ricerca, la domanda di appartamenti in affitto nel 2022 è aumentata del 4,1% rispetto al 2021. Gli appartamenti più piccoli sono di nuovo più richiesti, dopo che, nei due anni precedenti, la pandemia aveva fatto crescere l'interesse per gli appartamenti più grandi. La scarsa fiducia dei consumatori e l'aumento degli affitti e dei costi accessori dovrebbero manifestarsi in maggiori compromessi sulle dimensioni o sull'arredamento degli appartamenti nei prossimi trimestri. Sebbene la maggiore domanda sia percepibile in gran parte della Svizzera, sono ancora soprattutto le regioni rurali, periurbane e turistiche a beneficiare di un aumento della domanda superiore alla media (Fig. 30). Come ci aspettavamo, la diffusione dell'home office sembra garantire una distribuzione più uniforme della domanda di appartamenti in tutto il paese, anche dopo il superamento della pandemia di COVID-19.

**Fig. 29: Raddoppio del numero di persone in procedura d'asilo**

Andamento del numero di persone in procedura d'asilo

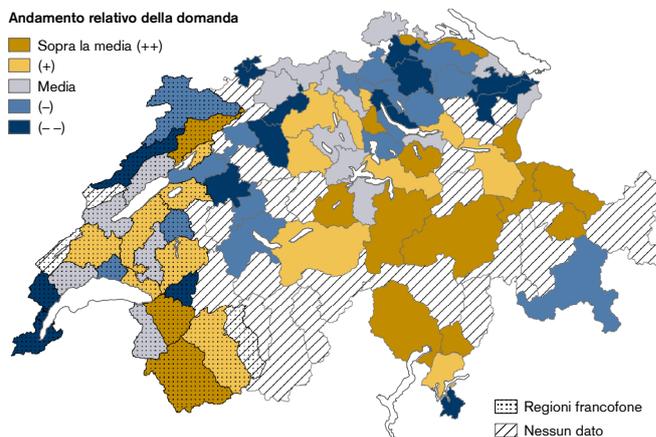
\* Somma su 12 mesi a fine novembre 2022



Fonte: Segreteria di Stato della migrazione, Credit Suisse  
Ultimo rilevamento: 11/2022

**Fig. 30: Dinamica più sostenuta della domanda al di fuori dei centri**

Andamento del numero di abbonamenti di ricerca nel 2022 rispetto alla media quinquennale (nota: i valori nelle regioni francofone sono standardizzati separatamente e quindi non sono raffrontabili con quelli delle altre regioni linguistiche).



Fonte: Realmatch360, Credit Suisse, Geostat  
Ultimo rilevamento: 12/2022

# Nuove costruzioni non bastano

**Nonostante la domanda di appartamenti, l'attività edilizia rimane in calo. Non si intravede un'inversione di tendenza e, nella maggior parte delle regioni, non si è ancora toccato il fondo.**

**Prosegue il calo dell'edilizia, senza speranza di un'imminente inversione di tendenza**

In un anno, il numero di appartamenti in affitto approvati è diminuito di oltre 2800 unità. Mai negli ultimi dieci anni erano stati approvati meno appartamenti in affitto (Fig. 31). Anche le domande di costruzione presentate di recente infrangono le speranze di un'imminente inversione di tendenza, poiché anch'esse continuano a diminuire (-900 unità residenziali rispetto all'anno precedente). Nel frattempo, ci sono alcuni punti positivi da segnalare nei cantieri: con la revoca delle misure correlate al coronavirus e l'attenuazione dei dilaganti problemi di approvvigionamento di vari materiali da costruzione vengono meno due fattori che probabilmente avevano temporaneamente aggravato il calo dell'attività edilizia.

**Attività edilizia troppo debole nella maggior parte delle regioni**

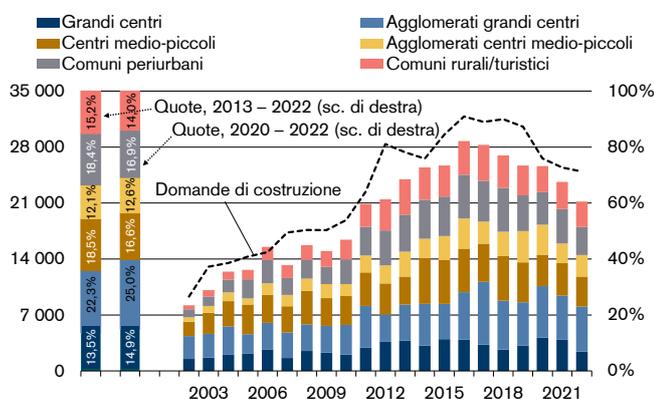
Negli ultimi tre anni, l'attività edilizia si è spostata verso i grandi centri e agglomerati. Tuttavia, nel 2022, i grandi centri hanno registrato il calo maggiore di appartamenti in affitto approvati, con una diminuzione del 38% rispetto all'anno precedente (Fig. 31). In confronto all'assorbimento degli anni passati, la costruzione di appartamenti in affitto dovrebbe essere troppo bassa nei prossimi uno o due anni in 65 delle 110 regioni (Fig. 32). Fra queste si annoverano ampie parti dell'Altopiano e anche molte regioni piuttosto rurali, che in passato tendevano a distinguersi per l'eccessiva attività edilizia. Si continuano a costruire troppi appartamenti nel Ticino meridionale. Anche in alcune regioni vicine ai centri, come il Furttal o le regioni di Zimmerberg e Nyon, l'espansione prevista è superiore all'assorbimento passato. Ma queste regioni hanno un elevato potenziale di assorbimento che non è stato pienamente sfruttato in passato.

**Costruire costa molto di più**

Il cambiamento di paradigma nella pianificazione territoriale e gli elevati ostacoli che si frappongono alla densificazione dovrebbero aver contribuito in modo significativo all'attuale debolezza dell'edilizia (cfr. pag. 18 e segg.). Alla luce degli sviluppi dell'ultimo anno – inflazione elevata e rialzo dei tassi d'interesse –, una rapida distensione della situazione sembra essere diventata ancora meno probabile. I costi di finanziamento sono aumentati notevolmente per i costruttori, così come i costi di costruzione. Nell'ottobre 2022, per la costruzione di una nuova casa plurifamiliare essi superavano dell'8,7% il livello dell'anno precedente. Prevediamo una certa distensione nel corso del 2023, ma non un rapido ritorno ai livelli di prezzo pre-pandemia.

**Fig. 31: Autorizzazioni edilizie a un minimo decennale**

Appartamenti in affitto approvati (nuove costruzioni), per tipo di comune (2022: somma su 12 mesi a fine novembre 2022)

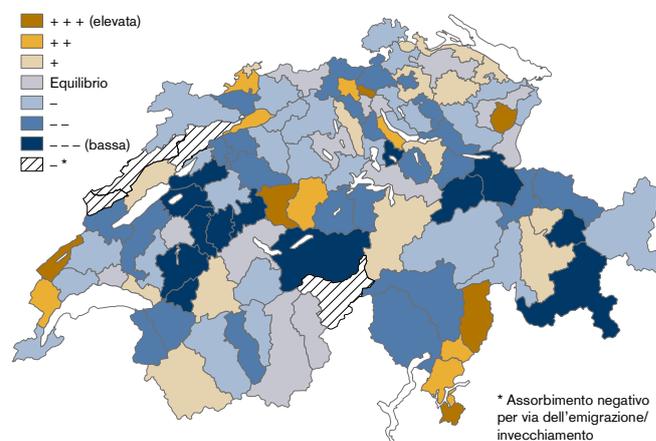


Fonte: Baublatt, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 11/2022

**Fig. 32: Costruzione di appartamenti in affitto troppo debole nella maggior parte delle regioni**

Espansione prevista del parco di appartamenti in affitto nel 2023, rispetto all'assorbimento passato (2016-2020)



Fonte: Baublatt, Ufficio federale di statistica, Credit Suisse, Geostat  
Ultimo rilevamento: 10/2022

# I locatari hanno ceduto il potere

**La ripresa sul mercato degli appartamenti in affitto, iniziata già prima della pandemia di coronavirus, ha acquisito ulteriore slancio. Nella maggior parte delle regioni, gli appartamenti stanno diventando sempre più rari e gli affitti dovrebbero crescere parecchio nel 2023.**

**Inversione di tendenza con tempistiche record, ...**

Sul mercato degli appartamenti in affitto, solitamente caratterizzato da una certa inerzia, negli ultimi due anni si è verificata un'inversione di tendenza a velocità record. Grazie alla maggiore domanda di appartamenti in affitto e al calo dell'attività edilizia, il tasso di sfritto è sceso da un valore record del 2,75% al 2,13% in due anni (Fig. 33). Ciò corrisponde a una diminuzione degli appartamenti sfritti di 17 300 unità, ovvero più del parco totale di appartamenti della città di Zugo. Di conseguenza, si parla di nuovo più di penuria e meno di superfici sfritte. Altri indicatori di mercato confermano questa impressione: la quota di offerta, che nel 2020 era occasionalmente superiore al 6,0%, è recentemente scesa al 3,7%. E se tra la metà del 2019 e il 2020 erano necessari 48 giorni per trovare un inquilino per un appartamento pubblicizzato sul mercato, negli ultimi quattro trimestri ci sono voluti solo 32 giorni.

**... specialmente nella Svizzera tedesca**

L'inversione di tendenza è ampia e riguarda fondamentalmente tutte le dimensioni degli appartamenti, le categorie di prezzo e gli edifici sia nuovi che vecchi. Si registra anche in una netta maggioranza di regioni, anche se in misura diversa. Un raffronto regionale delle superfici sfritte del 2022 con le medie di lungo periodo (Fig. 34) rivela un fossato tra la Svizzera romanda e la Svizzera tedesca. Nella maggior parte delle regioni svizzere di lingua tedesca, il tasso di superfici sfritte è sceso verso la fascia della media regionale di lungo periodo. Nella Svizzera centrale e in alcune parti dell'agglomerato urbano di Zurigo, si è in parte già scesi al di sotto di queste medie a lungo termine. Complessivamente in sei regioni della Svizzera centrale, nell'Alto Vallese e nei Cantoni di Glarona e dei Grigioni, il tasso di sfritto degli appartamenti è addirittura ai minimi storici.

**Superficie sfritte nella Svizzera latina ancora al di sopra della media a lungo termine**

La situazione è un po' diversa nella Svizzera latina. In questo caso, il tasso di superfici sfritte è ancora superiore alla media di lungo periodo nella maggior parte delle località, e, in cinque regioni, è stato addirittura raggiunto un massimo storico nel 2022. Oltre all'elevato livello di attività edilizia in Ticino e in alcune parti della Svizzera romanda negli ultimi anni, ciò può essere attribuito anche all'andamento dell'immigrazione. Nell'edizione 2019 di questo studio, avevamo già richiamato l'attenzione sulle differenze tra la Svizzera romanda e la Svizzera tedesca in termini di immigrazione, dovuta principalmente alla migrazione di ritorno dei cittadini portoghesi ancora in corso.

**Fig. 33: Ripresa del mercato degli appartamenti in affitto**

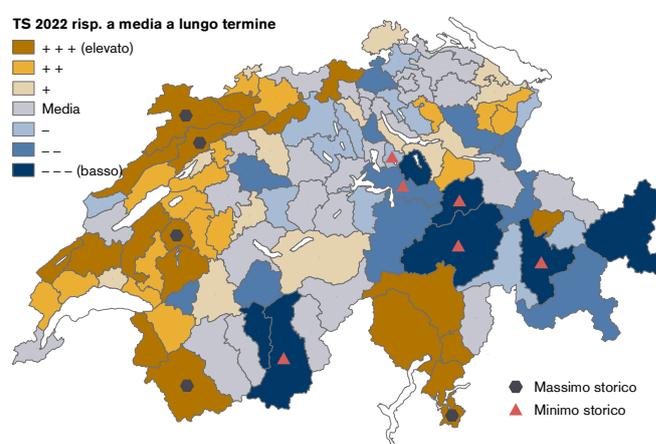
Indicatori mercato appartamenti in affitto: tasso di offerta in % sul parco di appartamenti in affitto, durata inserzione in numero di gg. (mediana), tasso di sfritto



Fonte: Meta-Sys, Ufficio federale di statistica, Credit Suisse  
Ultimo rilevamento: 4T/2022

**Fig. 34: Forte riduzione delle superfici sfritte nella Svizzera tedesca**

Tasso di sfritto (TS) appartamenti in affitto 2022 in rapporto alla media pluriennale (dal 2003)



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse, Geostat  
Ultimo rilevamento: 06/2022

## Ricerca di appartamenti nei centri: è necessario essere rapidi

L'anno scorso, la forte impennata dell'immigrazione ha portato a un calo complessivo delle superfici sfitte anche nei grandi centri – con un anno di ritardo rispetto al resto della Svizzera. Nella città di Zurigo, in particolare, si registra già un'accentuata penuria di appartamenti (tasso di sfritto: 0,07%). Questa tendenza si nota anche per i periodi di commercializzazione nei centri di grandi e medie dimensioni (Fig. 35). Il periodo medio delle inserzioni (mediana) è diminuito in 32 centri, e solo Mendrisio ha registrato un aumento minimo. Non solo a Zurigo (15 giorni) è quindi necessaria una reazione rapida e un po' di fortuna per trovare un appartamento. A Coira, il tempo di commercializzazione è sceso a dieci giorni, e a Zugo addirittura a sei. Un quarto di tutti gli annunci di appartamenti in affitto a Zugo viene tolto dalle pagine delle agenzie immobiliari online dopo appena due giorni o meno. Anche il mercato in alcune regioni turistiche, come Davos (15 giorni) o Visp (22 giorni), è prosciugato.

## Maggiore scarsità, prezzo più alto

La tendenza alla scarsità nel mercato degli appartamenti in affitto si riflette sempre più sui canoni locativi di mercato (Fig. 36). Gli affitti all'offerta, in calo da anni, hanno registrato un tasso di crescita annuale dell'1,6% nel quarto trimestre del 2022, il valore più alto degli ultimi sette anni. Questa tendenza è confermata da altri indici dei canoni di locazione (affitti alla stipula, indice dei canoni di locazione dell'UST). Anche gli indici cantonali degli affitti di Homegate segnalano un rialzo in tutti i 26 Cantoni: maggiore a Zugo, nei Grigioni e nella regione dell'Appenzello, più ridotto a Soletta, Basilea-Campagna e Friburgo.

## 2023: la scarsità si intensifica, ...

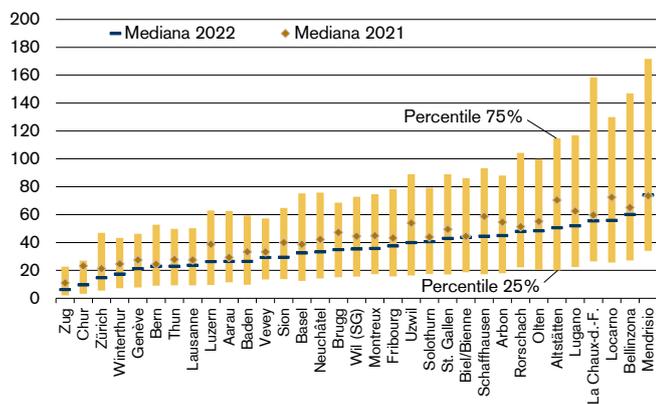
Nonostante il raffreddamento congiunturale, si prevede che il mercato degli appartamenti in affitto continuerà a crescere per il resto del 2023. L'immigrazione dovrebbe diminuire un po', ma non crollare, e i rifugiati dall'Ucraina dovrebbero diventare sempre più parte integrante della domanda. Allo stesso tempo, si prevede un'ulteriore riduzione del numero di nuovi appartamenti di circa 2000 unità abitative. Prevediamo quindi un altro significativo calo del tasso di sfritto, che si attesterà attorno all'1,75%.

## ... e i locatari devono far fronte a significativi aumenti dei costi

La penuria crescente dovrebbe far crescere ulteriormente la pressione al rialzo sugli affitti di mercato. Entro la fine del 2023, ci aspettiamo che gli affitti all'offerta registrino un'accelerazione fino al 3% circa. A causa del primo rialzo del tasso di riferimento ipotecario dall'1,25% all'1,5%, che prevediamo per giugno o settembre, i canoni di locazione esistenti possono essere incrementati del 3%, a condizione che le riduzioni precedenti siano state trasferite all'inquilino. Poiché ciò è avvenuto solo in parte, quest'anno meno della metà dei locatori potrà far rivalere un aumento dei costi degli interessi. Tuttavia, i proprietari possono anche trasferire agli inquilini il 40% dell'inflazione accumulata e dell'aumento generale dei costi. Ciò potrebbe portare a un rialzo complessivo degli affitti degli appartamenti esistenti del 4%. Una buona parte di questo aumento sarà tuttavia effettiva solo nel 2024 a causa dei termini di disdetta da rispettare. Ma non è tutto: soprattutto gli inquilini, i cui appartamenti sono riscaldati con combustibili fossili, devono aspettarsi un forte aumento delle spese accessorie. A questo si aggiungono, a seconda del comune di residenza, forti incrementi dei prezzi della corrente. Tutto ciò metterà a dura prova i bilanci delle economie domestiche e buona parte di loro non avrà probabilmente altra scelta che fare delle concessioni in termini di dimensioni dell'appartamento o qualità della posizione.

**Fig. 35: Trovare un appartamento nei centri è sempre più difficile**

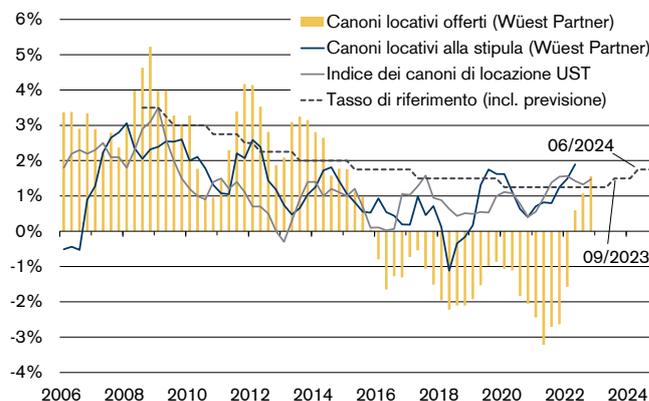
Mercati degli appartamenti in affitto dei centri di grandi e medie dimensioni: durata d'inserzione in giorni



Fonte: Meta-Sys, Credit Suisse  
Ultimo rilevamento: 4T/2022

**Fig. 36: Netto aumento degli affitti**

Tassi di crescita annuali degli indici dei canoni locativi e andamento del tasso di riferimento ipotecario

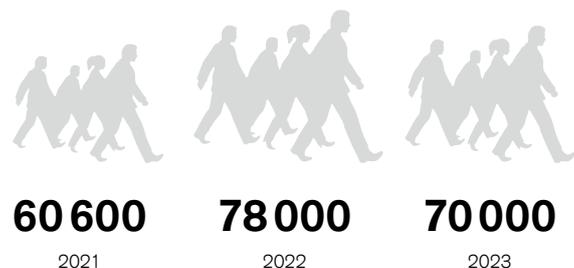


Fonte: Wüest Partner, Ufficio federale delle abitazioni, Credit Suisse  
Ultimo rilevamento: 4T/2022

# Locatori di nuovo al timone

## Domanda

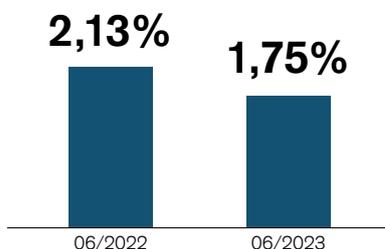
### Immigrazione netta



- Minore crescita: solo lieve freno all'immigrazione
  - Rifugiati: sostegno alla domanda di appartamenti
- 2023: leggero indebolimento della domanda**

## Superfici sfitte

In % del patrimonio di appartamenti in affitto



- Calo di altri 8000–9000 appartamenti
- Tendenza alla penuria si estende ben oltre i centri

**2023: le superfici sfitte scendono ancora, ma meno rapidamente**

## Quota di offerta

In % del patrimonio di appartamenti in affitto



- Per la prima volta dal 2015, la quota di offerta scende sotto il 4%
- Tempi di commercializzazione in calo ovunque

**Il potere di mercato passa ai locatori**

## Offerta

### Domande edilizie



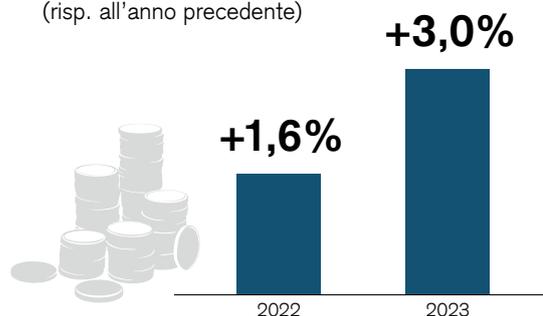
### Autorizzazioni edilizie



- Nuovo calo degli appartamenti in affitto con autorizzazioni edilizie
  - Attività edilizia troppo bassa in circa il 60% delle regioni
- 2023: appartamenti di nuova costruzione ancora in calo**

## Canoni locativi (a fine anno)

Crescita dei canoni locativi all'offerta in % (risp. all'anno precedente)



- La crescita degli affitti accelera ulteriormente
- Rialzo anche degli affitti del parco esistente (inflazione, tasso di riferimento)

**2023: aumento degli affitti su larga scala**

## Performance

Rendimento complessivo degli immobili da reddito residenziali<sup>1</sup>



- Per la prima volta rialzo dei tassi di sconto
- Aumenti di valore solo con gestione attiva del portafoglio
- Cash-flow di nuovo in primo piano

**Svolta dei tassi riduce l'attrattiva degli investimenti immobiliari**

<sup>1</sup>Queste previsioni non sono indicatori affidabili dell'andamento futuro del valore.

# Migrazione annuale

**In Svizzera traslocano ogni anno oltre 800 000 persone, ovvero più di una su dieci. Tra i 25 e i 30 anni, ben una persona su quattro ha cambiato domicilio nel 2021. Tuttavia, l'analisi del comportamento relativo ai traslochi mostra che con il passare dell'età diventiamo più sedentari. Ma non è solo l'età a determinare la frequenza e la destinazione dei nostri spostamenti. Per i locatori è quindi utile scoprire quali altri fattori influenzano il comportamento di trasloco.**

**Qual è stata la frequenza dei vostri traslochi negli ultimi anni?**

Nel 2021, in Svizzera hanno traslocato circa 845 000 persone. Rispetto agli anni precedenti, ciò corrisponde a una leggera diminuzione, dal 10,3 al 10,1% della popolazione totale (Fig. 37). Occorre però notare che si tratta di spostamenti di individui e non di economie domestiche. Non sorprende che i giovani adulti tra i 18 e i 34 anni siano i più propensi a trasferirsi. Sono solo il 21% della popolazione, ma incidono per il 43% su tutti i traslochi. Fino all'età di 27 anni, la probabilità di trasloco aumenta fino a oltre il 26%, dopodiché diminuisce continuamente fino all'età di 64, risp. di 65 anni (Fig. 38). Dopo il pensionamento, la propensione a traslocare aumenta di nuovo leggermente per un breve lasso di tempo.

**I motivi più importanti dei traslochi**

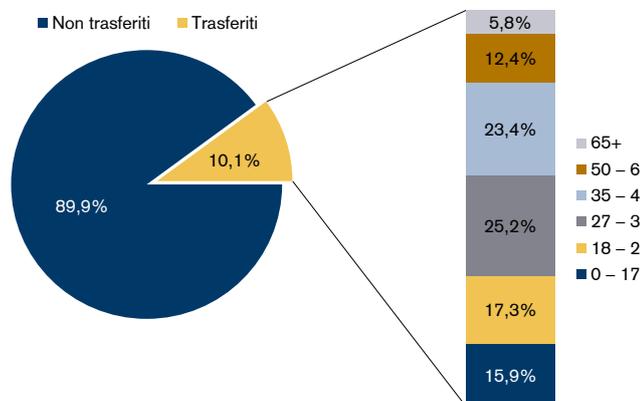
Perché le persone traslocano? Il barometro immobiliare della NZZ, che si basa su sondaggi, ha individuato i tre motivi più importanti per i traslochi nell'edizione 2020: un «cambiamento della situazione di vita», per lo più causato dall'unione o dalla separazione dal partner, l'«insoddisfazione riguardo all'abitazione» e un «appartamento o una casa troppo piccoli». Altri motivi importanti sono «ragioni professionali» e «insoddisfazione riguardo all'ubicazione». Anche l'elevata propensione latente a traslocare dice molto: il 63% degli intervistati è fondamentalmente disposto a traslocare, ovvero sta pianificando di farlo o sta perlomeno pensando di cambiare il proprio domicilio.

**Solo in pochi osano varcare i confini cantonali**

Sebbene l'insoddisfazione riguardo alla località sia stata indicata come il quinto motivo più frequente di un trasloco, la maggior parte delle persone sembra essere almeno soddisfatta del proprio Cantone di residenza. Più dell'80% delle persone rimane nel proprio Cantone dopo il trasloco, e di queste la metà si sposta persino solo all'interno del proprio comune (Fig. 39). Il numero di trasferimenti all'interno di un comune è sottostimato, poiché gli spostamenti nello stesso edificio non vengono registrati nella statistica sui traslochi. Un'analisi degli spostamenti intercomunali mostra che la maggior parte di essi ha luogo all'interno della stessa regione economica. Ciò significa che, anche quando le persone si spostano da un comune all'altro, è più probabile che si trasferiscano in un comune vicino piuttosto che all'altro capo del Cantone.

**Fig. 37: Più dell'80% dei traslochi riguarda persone sotto i 50 anni**

Trasferimenti in Svizzera nel 2021 suddivisi per classi d'età, in %

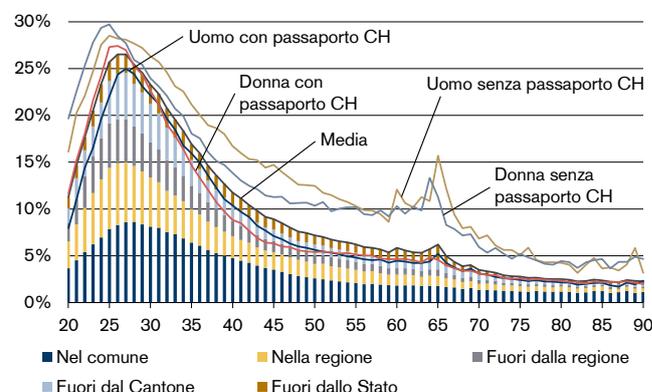


Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 2021

**Fig. 38: La probabilità di traslocare diminuisce dopo i 27 anni d'età**

Probabilità di trasferimento per età, in %; distribuzione spaziale dei trasferimenti



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 2021

## Distanza media dei traslochi: solo 13 km

Un'analisi delle distanze dei trasferimenti conferma il quadro secondo cui in Svizzera i traslochi siano su distanze brevi. Nel complesso, la distanza media dei traslochi dal 2018 si è mantenuta tra 12 e 13 chilometri (km). Emerge in modo particolare che i bambini e i ragazzi (0–17 anni) mostrano la distanza media di spostamento più bassa (Fig. 39). Poiché l'integrazione dei bambini nel loro ambiente sociale e la disponibilità di infrastrutture adeguate sono aspetti importanti nel contesto di un trasloco, le famiglie con bambini presentano la maggiore probabilità di trasferirsi nelle immediate vicinanze (< 50 metri) o nello stesso quartiere (50–500 metri). Con l'avanzare dell'età e l'uscita dalla casa dei genitori, aumenta la distanza dei traslochi. Come per la frequenza dei traslochi, il gruppo tra i 18 e i 34 anni è anche quello disposto a spostarsi in media più lontano e, in termini percentuali, a cambiare più frequentemente comune o Cantone.

## Il 72% della domanda di appartamenti proviene da un raggio di soli 10 km

Dalla figura 40 si evince la quota cumulativa di popolazione in base alla distanza dei traslochi suddivisa per classe d'età. Queste informazioni possono aiutare nella pianificazione dei progetti per stimare meglio il potenziale della domanda e le classi d'età a cui rivolgersi. Ad esempio, il 60% della popolazione si sposta in un raggio di al massimo 5,5 km. E solo il 28% si trasferisce a più di 10 km di distanza. Ciò significa che, in media, il 72% della domanda per lo sviluppo di un progetto giunge da un bacino di utenza di soli 10 km. Sebbene queste cifre chiave dovrebbero variare sensibilmente da regione a regione, sono relativamente facili da calcolare. In ogni caso, è fondamentale che gli sviluppatori e gli addetti alla commercializzazione conoscano queste cifre.

## I cittadini stranieri traslocano più spesso

Ma il comportamento nei traslochi non differisce solo in termini d'età e distanza. La frequenza di trasferimento di persone senza passaporto svizzero è quasi due volte superiore a quella degli svizzeri. Ciò può essere spiegato dal fatto che gli immigrati adattano più rapidamente la loro situazione abitativa, dopo che molti si sono trasferiti inizialmente vicino al luogo di lavoro. Se decidono di rimanere in Svizzera per un periodo più lungo, hanno una maggiore familiarità col mercato immobiliare e ottimizzano la loro situazione abitativa in una fase successiva. Inoltre, la frequenza di emigrazione sopra la media dei cittadini stranieri aumenta la probabilità di trasferirsi. Una terza ragione è che l'età media degli stranieri, pari a 38 anni, è di sette anni inferiore a quella delle svizzere e degli svizzeri.

## Le donne lasciano la casa dei genitori prima degli uomini

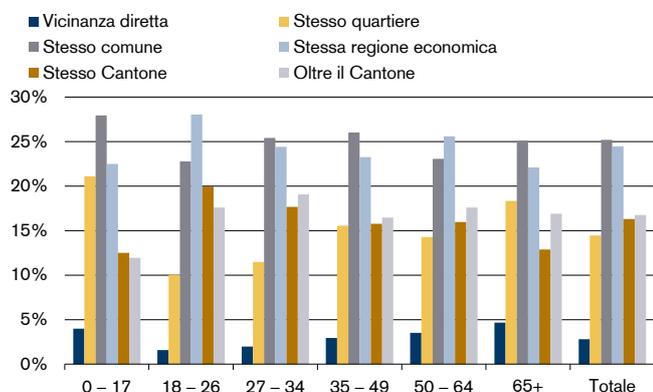
Anche il genere gioca un certo ruolo. Due aspetti sono particolarmente interessanti: da un lato, gli uomini traslocano più lontano delle donne, soprattutto nelle fasce d'età successive ai 50 anni; dall'altro, la probabilità di traslocare aumenta e diminuisce prima per le donne che per gli uomini (Fig. 38). In media, le donne lasciano quindi la casa dei genitori chiaramente prima degli uomini.

## L'età quale miglior indicatore della probabilità di trasloco

Quanto segue si applica quindi sia alla nazionalità che al genere: il fattore più importante che influenza il nostro comportamento e la nostra probabilità di trasloco rimane l'età. Ciò non sorprende, dal momento che il motivo più frequente per cui ci si trasferisce è il cambiamento della propria situazione esistenziale. Con l'età, la situazione di vita cambia, e di conseguenza mutano anche le esigenze abitative. Nei prossimi paragrafi analizzeremo quindi in dettaglio le differenze tra le singole classi d'età.

**Fig. 39: Le famiglie con figli si trasferiscono poco lontano**

Traslochi interni per tipo di trasferimento, in % per classe d'età

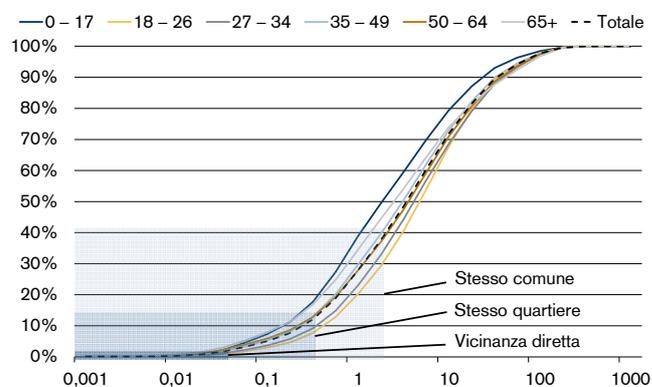


Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 2021

**Fig. 40: Il 60% si trasferisce in un raggio di al massimo 5,5 km**

Quota di popolazione per distanza di trasferimento, in km, per tutte le classi d'età



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 2021

## Giovani: mobili e flessibili

Meno obblighi e beni, più flessibilità e mobilità: da giovani è molto più facile trasferirsi. Che si tratti di un appartamento per studenti o subito dopo aver completato l'apprendistato, l'odissea del trasloco inizia con l'abbandono della casa dei genitori. I dati mostrano, ad esempio, che i giovani tra i 18 e i 26 anni hanno una probabilità più che quadrupla di passare da una casa unifamiliare a una plurifamiliare che non il contrario (Fig. 41). Tra coloro che lasciano il comune di residenza, i grandi centri e i loro agglomerati sono una destinazione tra le più popolari. Le città continuano ad attrarre molti giovani. Esclusa l'immigrazione, i giovani tra i 18 e i 26 anni sono l'unica fascia d'età a mostrare un saldo positivo di traslochi verso i grandi centri. Già per i giovani tra i 27 e i 34 anni tutti i principali centri della Svizzera mostrano per il 2021 una tendenza inversa. Un quadro simile emerge per i centri di medie dimensioni.

## Dopo i 30 anni: creazione di una famiglia e necessità di più spazio

Come già sottolineato nello studio sul mercato immobiliare del 2022, il COVID-19 ha frenato l'urbanizzazione. Anche il paragrafo precedente mostra come durante la pandemia i grandi centri urbani abbiano perso la loro attrattiva tra la maggior parte delle classi d'età. Se analizziamo le cifre assolute per il 2021, soprattutto le persone tra i 35 e i 49 anni si allontanano sempre più dai grandi centri. Poiché, secondo l'Ufficio federale di statistica, nel 2021 l'età media per la nascita di un figlio era di 32,3 anni per le madri e di 35,2 anni per i padri, è ragionevole concludere che la creazione di una famiglia è una delle ragioni principali dei trasferimenti in questa fascia d'età. Quando si forma una famiglia, cambia anche il comportamento di trasferimento: la frequenza dei traslochi diminuisce e si cercano appartamenti e case più grandi. La proprietà abitativa diventa l'obiettivo di molti se le possibilità finanziarie lo consentono. Ciò si riflette anche nel fatto che i 35-49enni costituiscono il gruppo di domanda più importante per le case unifamiliari (Fig. 41).

## Livello dei prezzi: fattore per cui si cambia il comune

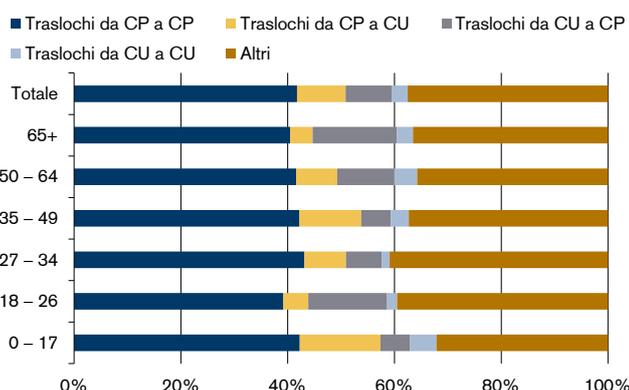
Poiché i prezzi della proprietà abitativa conoscono da tempo una sola direzione, chi vuole essere proprietario di un immobile deve cercare abitazione anche (o soprattutto) al di fuori dei centri. Secondo le statistiche, il 48,8% dei nuovi proprietari di case unifamiliari si trasferisce in un comune con un livello di prezzi inferiore di almeno il 10% e solo il 16,2% in un comune più costoso. La tendenza è un po' meno pronunciata per i trasferimenti in case plurifamiliari: il 22,9% si sposta in comuni meno costosi, mentre il 20,8% prende in considerazione comuni più cari e, per il 56,3%, non si osserva alcuna variazione significativa del livello dei prezzi. Ciò dovrebbe essere dovuto al fatto che molte economie domestiche si trasferiscono da un appartamento in affitto a un altro e, quando si sceglie un luogo di residenza, il livello di affitto non ha la stessa importanza dei prezzi della proprietà.

## A partire dai 50 anni e dopo il pensionamento: meno superficie abitativa

Dopo i 50 anni, la disponibilità a spostarsi diminuisce ulteriormente in modo marcato. Inoltre, la tendenza a trasferirsi in immobili residenziali con più stanze si inverte. In questa fascia d'età, chi trasloca passa più frequentemente da abitazioni più grandi a più piccole. Dopo il pensionamento, la probabilità di trasferirsi aumenta di nuovo, soprattutto tra gli stranieri (Fig. 38), anche se ciò è dovuto principalmente all'emigrazione o alle migrazioni di ritorno. Complessivamente, i traslochi di persone con più di 65 anni rappresentano solo il 6% del totale. Inoltre, una quota maggiore è rappresentata dai persone che lasciano case unifamiliari (Fig. 41). Tra le persone d'età compresa tra i 75 e i 79 anni, si registra la quota più alta, pari a poco meno del 18% – prosegue quindi la tendenza, dettata dall'età, alla riduzione della superficie abitativa.

**Fig. 41: I trasferimenti in case unifamiliari variano fortemente tra le diverse classi d'età**

Traslochi per tipo di edificio, in % per classe d'età

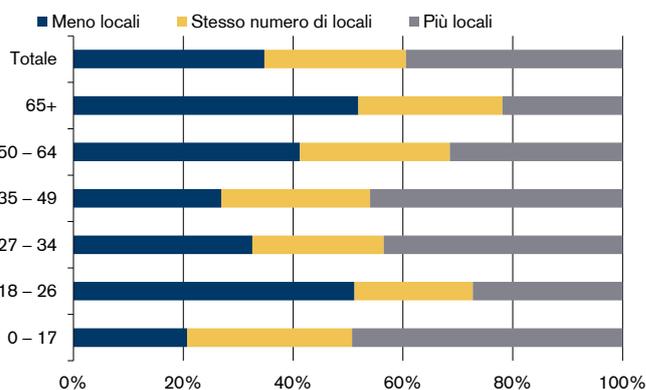


Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 2021

**Fig. 42: L'età ha un ruolo anche nella scelta del numero di locali**

Traslochi in base alla variazione delle dimensioni dell'abitazione, in % per classe d'età



Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 2021

## Cosa devono considerare i costruttori e gli investitori?

Come già menzionato nei paragrafi precedenti, la distanza del trasferimento e la struttura della popolazione nelle vicinanze di un immobile sono indicatori decisivi per la domanda di spazio abitativo. Per gli investitori e i costruttori, ciò significa che la domanda proviene principalmente dallo stesso comune. È quindi importante non solo conoscere l'intensità dei traslochi, ma anche tenere conto, nella pianificazione dei progetti, della concorrenza nell'area circostante. Inoltre, è importante sapere da dove possono provenire i potenziali soggetti che traslocano. La figura 43 mostra che la domanda al di fuori del proprio comune varia notevolmente a seconda della tipologia di comune. Ad esempio, è facile appurare come le persone facciano avanti e indietro tra il centro principale e l'agglomerato. Analizziamo questo aspetto in dettaglio con l'esempio della città di Berna.

## Analisi dei traslochi a Berna

Nel 2021 sono state circa 25 000 le persone che si sono trasferite a Berna o che hanno lasciato la città, un terzo delle quali ha traslocato entro i confini della città. Se si considerano anche gli spostamenti oltre i confini nazionali, nel 2021 circa 8700 persone hanno abbandonato la città di Berna e 7800 si sono trasferite nella città. Il saldo negativo dei trasferimenti è piuttosto atipico e può essere attribuito alle conseguenze della pandemia di COVID-19.

## Qual è l'origine di chi si trasferisce a Berna?

Un buon quarto dei 7800 nuovi residenti proviene dall'estero. I bacini di utenza più importanti sono, oltre ad altri grandi centri come Zurigo, Basilea e Losanna, soprattutto i comuni dell'agglomerato della città di Berna (Fig. 44). Ciò conferma che le persone si spostano all'interno di un'area ristretta e che gli spostamenti su distanze più lunghe sono spesso trasferimenti all'interno dello stesso tipo di comune. Un'analisi delle classi d'età mostra che più della metà dei nuovi residenti ha un'età compresa tra i 20 e i 34 anni. Il saldo migratorio è particolarmente positivo per i giovani tra i 20 e i 30 anni, il che si spiega col fatto che molte persone di questa fascia d'età si trasferiscono a Berna per ragioni di formazione o di lavoro.

## In che località si stabilisce chi lascia la città di Berna?

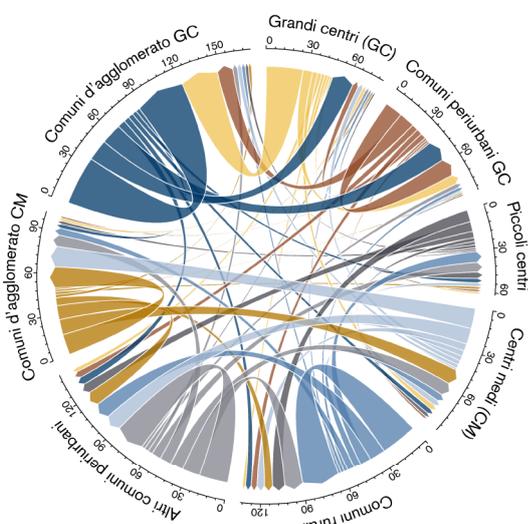
In tutte le classi d'età superiori ai 30 anni le uscite superano le entrate. In particolare, nella città di Berna rileviamo che le famiglie con bambini spesso si trasferiscono fuori città. Nella stragrande maggioranza, la destinazione sono i comuni d'agglomerato limitrofi della città. Sarebbe tuttavia sbagliato parlare di fuga verso la campagna durante la pandemia, perché, in generale, sono più le persone che si sono spostate dai comuni rurali alla città di Berna che non viceversa.

## Risultati importanti per i locatori e le amministrazioni immobiliari

Per i locatori e le amministrazioni immobiliari è interessante poter stimare quanto tempo un potenziale inquilino rimarrà nell'appartamento. Le probabilità di spostamento in base all'età, al genere e alla nazionalità calcolate nella nostra analisi possono essere utilizzate come aspettative. La probabilità media di traslocare per una donna di 25 anni con passaporto svizzero, ad esempio, è del 27,3%, mentre quella di un uomo di 50 anni senza passaporto svizzero è solo del 12,5% (Fig. 38). Inoltre, l'esempio di Berna mostra come un'analisi dettagliata a livello di comune possa fornire informazioni importanti per la pianificazione, l'acquisto o l'affitto di un edificio residenziale.

**Fig. 43: Nei trasferimenti molti restano nello stesso tipo di comune**

Flussi di traslochi tra diversi tipi di comuni, senza traslochi all'interno dello stesso comune, numeri assoluti in migliaia

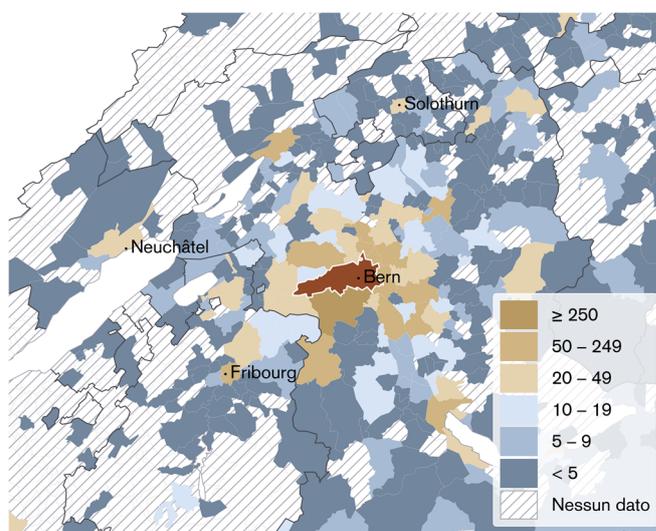


Fonte: Ufficio federale di statistica, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 2021

**Fig. 44: I bacini d'utenza più importanti della città di Berna**

Numero di traslochi verso Berna



Fonte: UST, Credit Suisse, Geostat

Ultimo rilevamento: 2021

# Scatto intermedio

**L'anno scorso, l'ottima situazione sul mercato del lavoro ha fatto accelerare la domanda di superfici a uso ufficio. Questo slancio dovrebbe tuttavia affievolirsi sullo sfondo del mercato raffreddamento dell'economia globale.**

## Occupazione totale a livelli record

Sebbene la crescita dell'occupazione abbia iniziato a raffreddarsi già nel secondo semestre del 2022, fino all'autunno inoltrato è rimasta comunque a un livello superiore alla media con un +2,4% rispetto al trimestre corrispondente dell'anno precedente. Il persistente basso tasso di disoccupazione fino alla fine dell'anno rispecchia un mercato del lavoro sorprendentemente solido, i cui impulsi andranno a sostegno della domanda anche nell'anno in corso.

## Solida crescita dell'occupazione in attività d'ufficio

La domanda di superfici a uso ufficio dipende meno dall'occupazione totale e molto di più dallo sviluppo dell'occupazione in attività d'ufficio. In generale, la relativa quota sta aumentando costantemente a seguito della digitalizzazione osservabile in tutti i settori, cosicché di norma cresce più che non l'occupazione complessiva. Tuttavia, poiché recentemente si sono ripresi dalla crisi collegata al coronavirus soprattutto i settori meno orientati sugli uffici, l'occupazione in attività d'ufficio, con il 2,4%, è per una volta aumentata solamente al passo con l'occupazione complessiva.

## Home office destinato a restare

Sebbene numerose aziende non siano più riluttanti ad affittare nuove superfici dopo la sospensione delle misure anti-COVID, le forme di lavoro ibrido, in particolare il lavoro da casa, hanno lasciato tracce, fortemente evidenti nei dati sulla mobilità svizzera (Fig. 45). Anche nell'autunno 2022, la presenza nelle sedi di lavoro svizzere si attestava ancora del 10% al di sotto del livello pre-crisi. Nello scenario attuale di carenza di personale specializzato, molte aziende offrono modelli di lavoro flessibili come stimolo per il reclutamento del personale. L'home office rimane quindi un fattore da tenere in seria considerazione, che riduce i tassi di occupazione degli uffici, rafforza la tendenza al desk sharing e fa così calare la domanda di spazio.

## Accelerazione temporanea prima dell'atteso raffreddamento

Nonostante questa limitazione, gli effetti della ripresa e la robusta crescita dell'occupazione hanno stimolato temporaneamente una domanda supplementare molto dinamica di superfici a uso ufficio. Alcune aziende non potevano aspettare e hanno affittato ulteriori superfici. Per l'anno passato, prevediamo pertanto una domanda supplementare elevata, pari complessivamente a 840 000 m<sup>2</sup>. A seguito delle turbolenze a livello economico indotte dalla guerra in Ucraina, la crescita subirà tuttavia un indebolimento, con un conseguente raffreddamento anche del mercato del lavoro. Dato che quest'ultimo sembra aver raggiunto il proprio zenit, per il 2023 prevediamo una stabilizzazione della domanda supplementare a un livello chiaramente più basso, pari a circa 130 000 m<sup>2</sup> (Fig. 46).

**Fig. 45: Dati sulla mobilità in Svizzera**

Media mobile su 7 giorni; 0 = valore di riferimento prima della pandemia

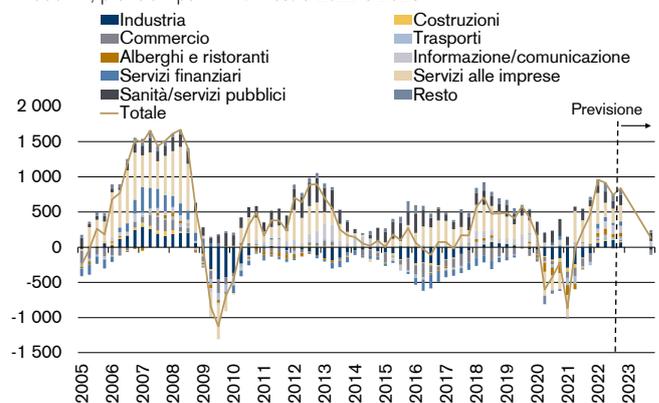


Fonte: Google

Ultimo rilevamento: 15.10.2022

**Fig. 46: Domanda supplementare di superfici a uso ufficio**

Domanda supplementare stimata rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente in 1000 m<sup>2</sup>; previsioni per il 4° trimestre 2022 e 2023



Fonte: Credit Suisse, Ufficio federale di statistica

Ultimo rilevamento: 3T/2022

# Home office: un freno all'assorbimento

**Alla luce della robusta crescita dell'occupazione, l'offerta di superfici dovrebbe diminuire. Nei dati minuziosamente aggregati sull'offerta pubblicizzata di superfici abbiamo tuttavia rilevato solo un calo moderato. Ciò significa che l'home office non riduce il fabbisogno di superfici in modo eccessivo, ma è comunque percepibile**

**In quale misura la crescita dell'occupazione alimenta l'assorbimento?**

La crescita sorprendentemente robusta dell'occupazione, in corso da metà 2021 con la ripresa dalla pandemia di COVID-19, ha comportato un vivace movimento al rialzo della domanda di superfici a uso ufficio. Molti di coloro che erano alla ricerca di superfici e che durante la pandemia avevano agito in modo piuttosto esitante, non hanno più potuto posticipare le loro decisioni di locazione e hanno dovuto intervenire prontamente. Con la ripresa dall'emergenza coronavirus, anche gli uffici hanno ricominciato a riempirsi, tanto che il timore di uffici vuoti è andato svanendo. Le notizie di successi nelle locazioni si sono moltiplicate e i locatari hanno preso atto che, per determinate ubicazioni, dovevano agire subito per evitare di rimanere a mani vuote. A seguito di questo sviluppo, è cresciuta anche la speranza di un'inversione di tendenza a livello del tasso di offerta, dopo il rialzo registrato durante la pandemia.

**Offerta di superfici in calo, ma solo debolmente**

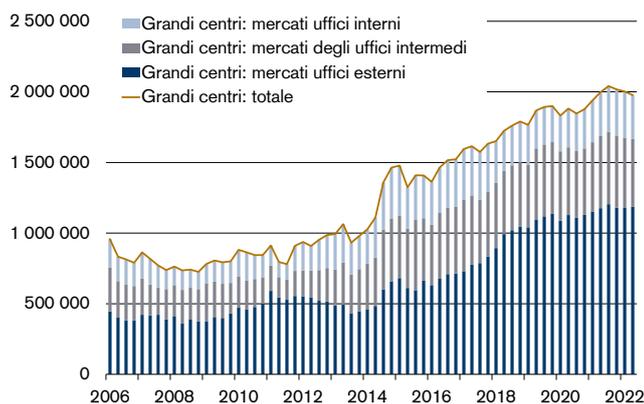
Questa ipotesi si è dimostrata corretta: per il 54% delle superfici offerte di oltre 1000 m<sup>2</sup> si è effettivamente registrato un ridimensionamento dell'offerta negli ultimi 12 mesi. Da tre trimestri questo si manifesta in un calo del tasso di offerta, anche se non molto marcato (Fig. 47). Ciò avviene in quanto, oltre ai nuovi progetti di costruzione con superfici rapidamente pubblicizzate, altrove vi sono superfici esistenti con locatari che hanno comunicato la propria disdetta e che dovrebbero quindi essere nuovamente locate. Pertanto, le superfici disponibili diminuiscono solo parzialmente e passano in parte da un immobile a un altro. Alla luce della dinamica della domanda e della crescita dell'occupazione, il fatto che l'assorbimento è solo mediocre lascia concludere che il trend verso l'home office ha ridotto la domanda di superfici.

**Ancora in aumento la discrepanza tra centro e periferia**

Mentre l'offerta di superfici nei Central Business District (mercati degli uffici interni) è scesa solo leggermente rispetto all'anno scorso e nei quartieri confinanti (mercati degli uffici intermedi) è calata di alcuni punti percentuali, nei sobborghi dei grandi centri ha continuato ad aumentare (Fig. 48). A questo sviluppo contribuiscono in particolare i mercati di Ginevra e Basilea. Sembra trovare conferma la tesi, secondo cui le ubicazioni in centro città hanno migliori opportunità di assorbimento a seguito del trend verso modelli di lavoro flessibili. Inoltre, dato che i nuovi progetti di costruzione si concentrano sempre più sui mercati degli uffici esterni, la forbice si allarga. La commercializzazione delle superfici a uso ufficio si presenta pertanto molto differente nei singoli mercati – a seconda che si tratti del centro o delle periferie del mercato degli uffici.

**Fig. 47: Offerta di superfici a uso ufficio nei grandi centri**

Somma superfici pubblicizzate (in Internet) per trim. (esistenti e nuove), in m<sup>2</sup>

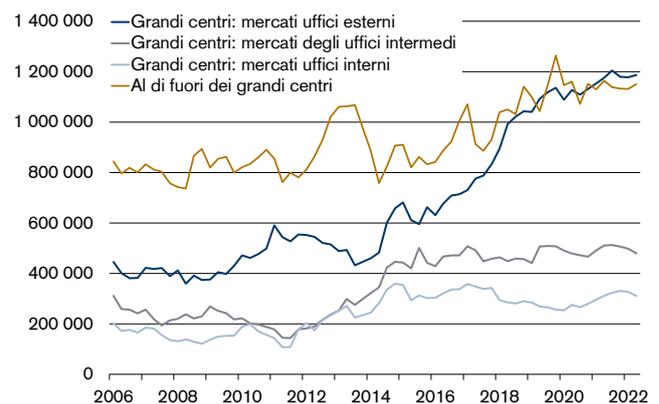


Fonte: Credit Suisse, Meta-Sys

Ultimo rilevamento: 2T/2022

**Fig. 48: Offerta di superfici a uso ufficio in Svizzera**

Somma superfici pubblicizzate (in Internet) per trim. (esistenti e nuove), in m<sup>2</sup>



Fonte: Credit Suisse, Meta-Sys

Ultimo rilevamento: 2T/2022

# Modesta attività di costruzione

**Il numero di domande e licenze per nuove costruzioni a uso ufficio resta inferiore al valore medio di lungo termine in Svizzera. Al contempo, le domande di ristrutturazione evidenziano un trend al rialzo, il che indica risanamenti in ambito energetico e adeguamenti necessari per il mondo del lavoro futuro.**

## Debole dinamica delle domande e licenze per nuove costruzioni

Mentre la domanda di superfici a uso ufficio ha segnato una rapida ripresa dopo il crollo indotto dalla pandemia, gli investitori esitano ancora a investire nei progetti per nuovi uffici. Negli ultimi 12 mesi, sono state concesse licenze di costruzione per superfici a uso ufficio per un volume pari a soli CHF 1710 mio. (Fig. 49). Anche se indica una certa ripresa rispetto all'anno precedente, questo valore nominale è al di sotto della media di lungo termine dal 1995 dell'11%. Anche le domande di costruzione si sono attestate del 13% circa sotto la media di lungo termine. In considerazione dell'aumento dei costi di costruzione, la pianificata espansione reale delle superfici è persino chiaramente al di sotto di tale media. Da un lato, non si è ancora eliminata del tutto l'incertezza in merito al fabbisogno futuro di superfici alla luce dei modelli di lavoro ibrido e ciò frena l'attività di costruzione di nuovi edifici. Dall'altro, i maggiori costi di finanziamento e il rincaro delle costruzioni non sono favorevoli a un maggiore volume di investimenti.

## Rinvigorita invece l'attività di ristrutturazione

Gli investimenti pianificati per le ristrutturazioni di uffici erano calati a seguito della pandemia da COVID-19; tuttavia, da inizio 2022 i relativi volumi hanno segnato una nuova moderata ripresa. Con CHF 563 mio., le licenze di ristrutturazione negli ultimi 12 mesi hanno superato leggermente il livello medio degli ultimi 27 anni (CHF 532 mio.). Le domande di ristrutturazione si attestano ora ben del 23% sopra la media di lungo termine. Questo sviluppo è riconducibile a svariati fattori: in primo luogo, i risanamenti in ambito energetico sono sempre più importanti, dato il fortissimo rincaro delle spese accessorie. In secondo luogo, i modelli di lavoro ibrido comportano un adeguamento dei vecchi locali a uso ufficio alle mutate esigenze. Infine, con il pericolo di superfici a uso ufficio sfitte e una contemporanea scarsità di terreni edificabili e di abitazioni, si considerano sempre più le riconversioni quale misura alternativa.

## Debole attività di costruzione nella maggior parte dei centri grandi e medi

I singoli mercati degli uffici dei centri di medie e grandi dimensioni sono illustrati nella figura 50. L'asse verticale mostra l'espansione delle superfici attesa in futuro rispetto alla media di lungo termine. Ad eccezione di Losanna, l'espansione delle superfici resta al di sotto della media di lungo termine in tutti i grandi centri. L'attività di pianificazione si muove a livelli bassi anche nella maggior parte dei centri medi. Questa riluttanza degli investitori contribuisce a migliorare la situazione del mercato, soprattutto perché i tassi di offerta, in crescita negli ultimi anni, erano perlopiù legati a un'attività di costruzione superiore alla media. Nei prossimi trimestri, non si dovrebbe pertanto assistere a squilibri troppo marcati nella maggior parte dei mercati degli uffici.

**Fig. 49: Espansione pianificata delle superfici a uso ufficio**

Autorizzazioni e domande edilizie, somma mobile su 12 mesi, in mio. di CHF

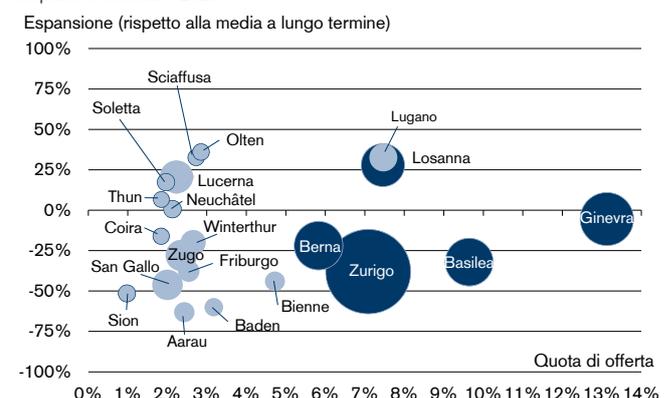


Fonte: Baublatt, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 11/2022

**Fig. 50: Espansione e offerta nei centri di medie e grandi dimensioni**

Dimensione dei cerchi: parco di superfici a uso ufficio; espansione: autorizzazioni edilizie degli ultimi cinque anni rispetto alla media di lungo periodo; quota di offerta in % del parco immobiliare 2020



Fonte: Credit Suisse, Meta-Sys, Baublatt

Ultimo rilevamento: 06/2022

# Rinforzato nella prossima crisi

**L'accelerazione temporanea sul fronte della domanda a seguito della situazione positiva del mercato del lavoro si evidenzia sui mercati delle superfici a uso ufficio delle grandi città svizzere in un calo delle superfici sfitte e in un aumento dei canoni di locazione.**

## Sfitti nuovamente in calo

Dopo le contrazioni registrate durante la pandemia da COVID-19, nei centri si registra una ripresa dei mercati degli uffici, grazie alla ripresa economica. Le superfici sfitte sono diminuite in tutte le regioni in cui si sono effettuati rilevamenti<sup>6</sup> (Fig. 51). In parte, i cali sono però limitati, come nella regione di Losanna (-2%) e nel Cantone di Neuchâtel (-1%). Laddove si sono registrate importanti riduzioni, come a Ginevra (-16%), a Basilea-Città e a Basilea-Campagna (-14%), lo sviluppo non dovrebbe essere necessariamente duraturo sulla base del rialzo della quota di offerta in entrambi i mercati. La maggiore offerta dovrebbe avere, con un certo ritardo, ripercussioni negative anche sulle superfici sfitte. Complessivamente, il volume di tutte le superfici sfitte misurate permane a un livello relativamente elevato e la prossima contrazione si delinea già all'orizzonte.

## Forte aumento dei canoni locativi

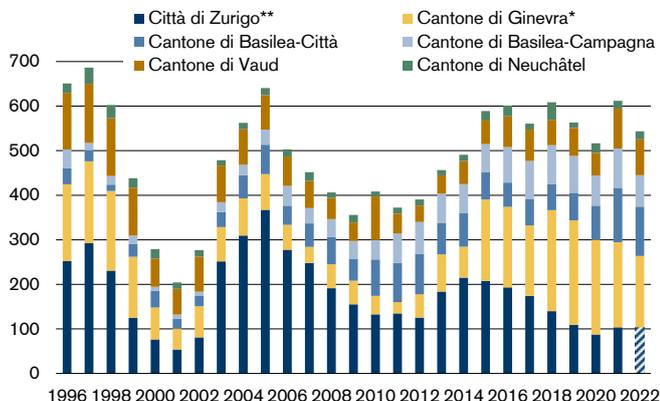
I due grandi centri di Losanna e Zurigo, che oltre a un andamento robusto dell'occupazione hanno registrato anche una riduzione delle quote di offerta, sono in testa anche in termini di crescita degli affitti (Fig. 52). A Losanna, con un 7,1%, i canoni locativi sono aumentati lo scorso anno in modo più marcato rispetto alla media dei grandi centri svizzeri (4,4%). Al secondo posto per crescita dei canoni locativi si colloca la città di Zurigo (+4,5%). Tuttavia, tutti i grandi centri hanno segnato una crescita robusta degli affitti alla stipulazione, con valori superiori al 3%. L'evidente incremento nelle città è riconducibile al fatto che molte aziende dimostrano una maggiore disponibilità a pagare per le superfici centrali, d'alta qualità ed efficienti sotto il profilo energetico – anche in relazione a un fabbisogno futuro possibilmente minore. Le condizioni speciali, i cosiddetti incentivi, non sono considerati in questi dati e le stipulazioni di contratti riflettono solo le offerte che hanno avuto successo. Il calo medio dei canoni locativi all'offerta, pari al 2,6% rispetto all'anno precedente, rende evidente il fatto che, se si considerano tutte le superfici offerte, la situazione è differente.

## Divergenza di prospettive a seconda di qualità e ubicazione

La crescita robusta dell'occupazione dovrebbe mantenere vivace la domanda di superfici, perlomeno fino al prossimo anno. L'applicazione sempre più diffusa di modelli di lavoro flessibile lascerà tracce anche nel lungo termine, il che renderà più complessa la situazione a livello della commercializzazione. Ciò vale in particolare per le superfici nelle aree periferiche, per le superfici esistenti meno efficienti sotto il profilo energetico e per gli immobili con planimetrie rigide, che rendono difficile l'adeguamento degli spazi alle nuove forme di lavoro. Di conseguenza, anche alla luce dell'imminente raffreddamento della congiuntura, attendiamo un aumento delle superfici sfitte fuori dai centri. Per contro, le superfici sfitte dovrebbero continuare a diminuire nelle ubicazioni centrali. Per gli affitti (somma affitti alla stipula e affitti di mercato), prevediamo un andamento laterale.

**Fig. 51: Superfici a uso ufficio sfitte**

Superfici a uso ufficio sfitte al 1° giugno, in migliaia di m<sup>2</sup>

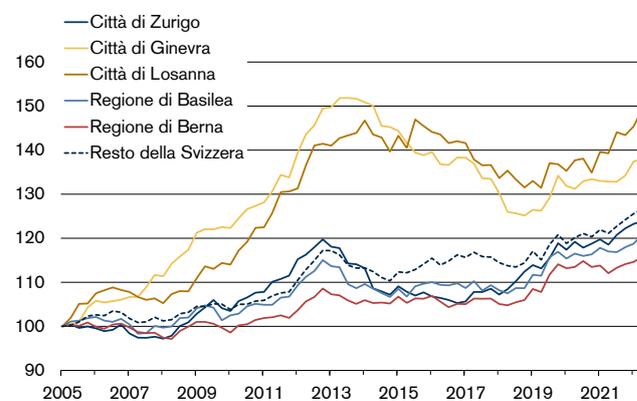


Fonte: diversi uffici statistici, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 06/2022

**Fig. 52: Canoni di locazione degli uffici per regione**

Indice dei canoni di locazione sulla base delle stipulazioni di contratti, 2005 = 100



Fonte: Wüest Partner, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 2T/2022

<sup>6</sup>Nel 2022 la città di Zurigo non ha pubblicato dati sulle superfici sfitte degli immobili commerciali. A Berna, il rilevamento statistico è stato sospeso. \* Nella fig. 51, il valore per il 2020 di Ginevra è stato interpolato. \*\* Per consentire un raffronto complessivo, il valore di Zurigo corrisponde a quello del 2021.

# Lavoro da casa, abitare in ufficio

**Alla luce della carenza di spazio abitativo nelle città e di uffici talvolta sfitti, le riconversioni rappresenterebbero una soluzione logica. Tuttavia, non sono così facili da realizzare. Innanzitutto, la riconversione dev'essere conforme alla zona. A ciò si aggiungono difficoltà di carattere edilizio e, soprattutto, si devono recuperare gli alti costi di investimento con utili più elevati.**

## Numerosi prerequisiti da soddisfare

Per convertire gli uffici vuoti in appartamenti, il primo passo sono i chiarimenti obbligatori ai sensi del diritto in materia di zonizzazione e una verifica se il luogo è adatto all'uso residenziale, ad esempio per quanto riguarda l'inquinamento acustico o le infrastrutture esistenti. Se il diritto urbanistico e il sito specifico non impediscono la riqualificazione, la domanda successiva è se l'immobile adibito a ufficio sia strutturalmente adatto alla riconversione in spazio residenziale. A seconda della struttura dell'edificio, le pareti esterne e interne non possono essere spostate facilmente. La protezione dagli incendi e dal rumore è una sfida importante, soprattutto negli edifici più vecchi, e in molti casi i materiali utilizzati non soddisfano più gli standard odierni. Va menzionata anche la tutela dei monumenti storici, che spesso rende le riconversioni ancora più difficili.

## Elevati ostacoli edilizi

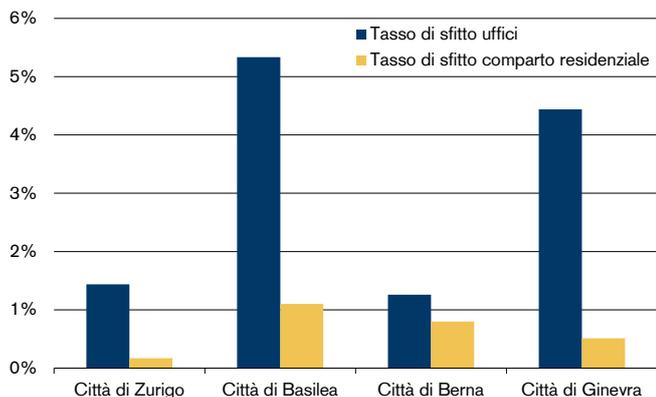
Indipendentemente dall'età dell'edificio esistente, nella riconversione di uffici in edifici residenziali è necessaria una nuova soluzione per l'accessibilità e gli impianti. Gli edifici adibiti a uffici, ad esempio, hanno spesso una profondità degli spazi che rende l'illuminazione a scopo residenziale insufficiente. Per migliorare il rapporto con l'esterno, è possibile ridurre l'altezza dei parapetti delle finestre o aggiungere balconi. Poiché gli edifici residenziali sono composti da molte piccole unità, l'accesso dev'essere risolto in modo diverso, il che spesso richiede scale aggiuntive e di solito riduce la superficie affittabile. Lo stesso vale per le infrastrutture sanitarie, poiché cucine e bagni richiedono uno spazio significativamente maggiore rispetto a quello utilizzato negli uffici per angoli cottura e aree sanitarie.

## Redditività decisiva

La redditività si rivela il problema maggiore, poiché i costi di costruzione di una riconversione sono di solito più della metà di quelli dei nuovi edifici, per cui i rendimenti attesi dei nuovi appartamenti devono superare nettamente quelli degli uffici. Di conseguenza, in passato sono stati riconvertiti soprattutto gli immobili con superfici sfitte elevate o difficili da affittare. Se le prospettive di un reddito da locazione sono insufficienti, i proprietari sono più propensi ad accettare la riconversione. Il risultato è solitamente costituito da appartamenti in affitto o di proprietà nel segmento di prezzo elevato. Pertanto, l'ubicazione del progetto è cruciale, in quanto l'uso residenziale non solo deve ridurre di parecchio le superfici sfitte, ma aumentare anche i canoni di locazione in modo significativo rispetto a quelli degli uffici. Queste premesse rendono le riconversioni estremamente impegnative, nonostante le superfici a uso ufficio sfitte talvolta elevate e la penuria di alloggi. L'implementazione è quindi sporadica, e difficilmente dovrebbe diventare un fenomeno di massa.

**Fig. 53: Sfitto molto più accentuato negli uffici che negli alloggi**

Tasso di sfitto per uffici e alloggi in una selezione di centri



Fonte: Diversi uffici di statistica regionali, Ufficio federale di statistica, Credit Suisse  
Ultimo rilevamento: 06/2021

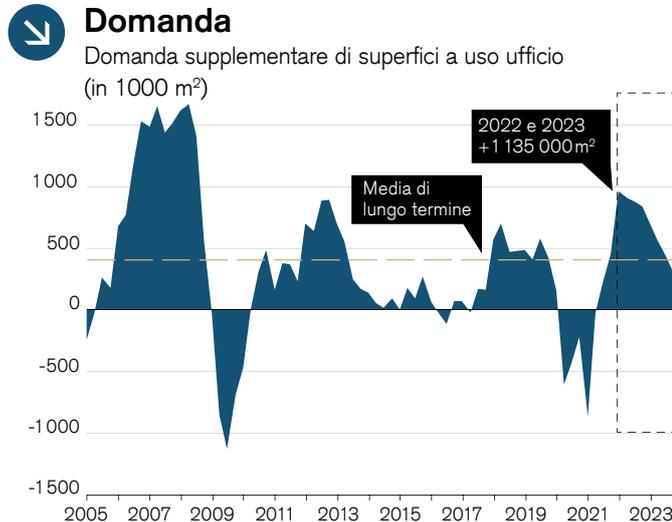
**Fig. 54: Riconversioni: Fattori d'influenza economici**

Rappresentazione schematica per la riconversione di uffici in alloggi

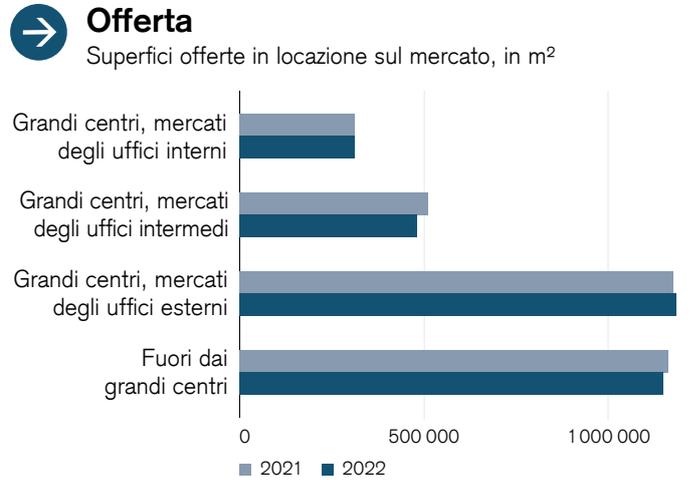


Fonte: Credit Suisse

# Raffreddamento dopo la ripresa temporanea del 2022

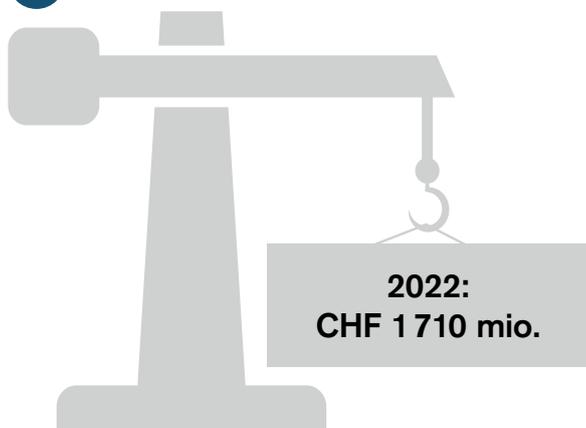


**2023: La domanda si indebolisce, a seguito del raffreddamento economico, ma dovrebbe restare positiva**



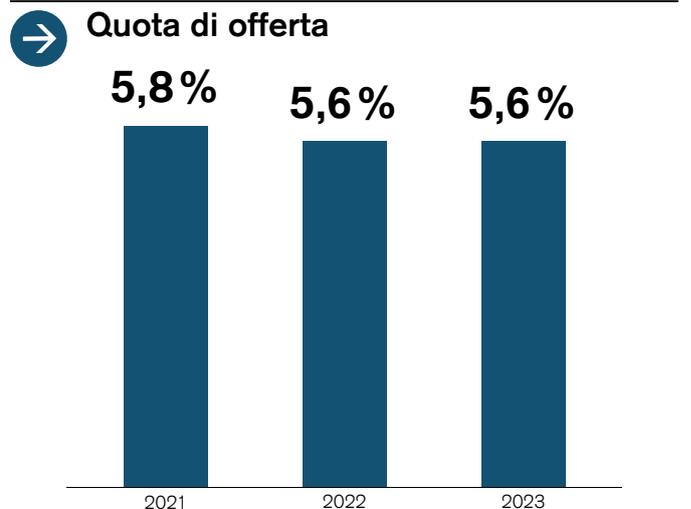
**2023: si accentua il divario dell'offerta tra centro e periferia**

## Superfici a uso ufficio autorizzate



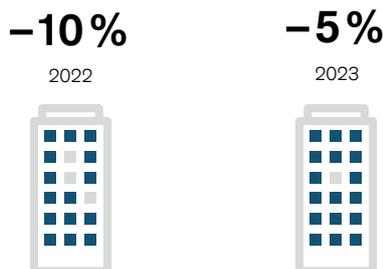
Superfici a uso ufficio autorizzate sotto la media di lungo termine dell'11%

**2023: la prudenza degli investitori impedisce un aumento eccessivo delle quote di offerta**



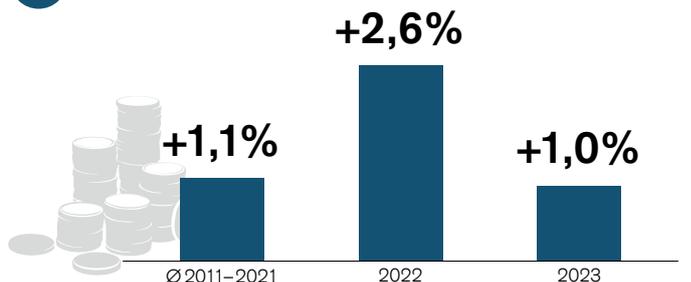
Quote di offerta tendenzialmente più elevate nelle regioni con recente forte espansione

## Superfici sfitte



**2023: ulteriore calo delle superfici sfitte nelle zone centrali, aumento al loro esterno**

## Crescita dei canoni locativi (alla stipula)



**2023: Minore crescita degli affitti alla stipula**

# Lotta alla confusione dei rating

**Poiché gli standard per gli investimenti sostenibili stanno emergendo solo gradualmente, c'è molta confusione. La moltitudine di iniziative e rating sembra essere inversamente proporzionale ai progressi effettivi nella sostenibilità. Sarebbe fondamentale un'attenzione al clima e alla trasparenza basata su cifre chiave – un approccio che l'associazione no-profit REIDA persegue con decisione.**

## **Focalizzare, non frammentare**

Se si vuole silurare un progetto, si procede a un attivismo sul maggior numero possibile di fronti, così da distogliere l'attenzione dal progetto principale. La lotta contro il cambiamento climatico è sembrata seguire questa logica per molto tempo, anche se, probabilmente, non si trattava tanto di una consapevole volontà di distrazione, quanto di una mera necessità derivante dalla mancanza di dati e dalla conseguente assenza di un orientamento. La proliferazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) incoraggia ulteriormente questa tendenza. Tale concetto molto ampio d'investimento responsabile ha generato una miriade di valutazioni e sistemi di rating, che variano ampiamente in termini di focus, obiettivi e gruppi target. Le differenze nel settore immobiliare, ad esempio, sono così grandi che è difficile presentare i rating in un grafico d'insieme.<sup>7</sup> Senza una conoscenza approfondita della metodologia di rating, gli utenti di questi rating non sono in grado di interpretare correttamente i risultati, né tantomeno di trarne alcun beneficio.

## **Meno sarebbe meglio**

Diversi rating includono svariate decine di indicatori, tanto che, alla fine, non è più chiaro cosa stiano cercando di esprimere. Il Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB), ad esempio, un metodo di benchmarking che si è affermato nel settore immobiliare a livello mondiale, comprende oltre 90 indicatori e li aggrega in un punteggio complessivo. Di conseguenza, è nata un'intera industria di consulenza per aiutare gli investitori immobiliari a ottenere rating migliori. Poiché diversi rating valutano non solo la performance a livello di sostenibilità, ma anche l'organizzazione stessa, ci sono molte opportunità per i partecipanti di migliorare il proprio rating senza alcun guadagno in termini di sostenibilità. Un altro difetto è che valutazioni come GRESB premiano solo i miglioramenti, ma non i valori migliori assoluti di per sé.

## **Mancanza di precisione dei rating**

Sono diventati famosi gli studi che hanno messo a confronto i rating ESG dei più noti fornitori di rating, riscontrando consistenti discrepanze.<sup>8</sup> Le correlazioni variavano da 0,38 a 0,71, con un valore di 1 a indicare una conformità completa e un valore di 0 che indicava l'assenza di correlazione tra le valutazioni dei diversi fornitori. La correlazione solo moderata illustra la difficoltà di registrare la sostenibilità attraverso i rating. Le principali ragioni delle discrepanze consistono nei diversi metodi di calcolo del rating (56%), nelle differenze per la delimitazione dei fattori misurati (38%) e nelle discrepanze nell'ambito della ponderazione dei vari attributi (6%).

## **Occorre focalizzarsi**

L'Economist lo ha affermato in modo sintetico nel luglio 2022, sottolineando che le tre lettere ESG non salveranno il mondo.<sup>9</sup> Lo sforzo, dettato da buone intenzioni, di fornire criteri per un investimento responsabile fissa obiettivi contraddittori per le aziende e distrae dal compito vitale di combattere il cambiamento climatico. La rivista ha individuato tre problemi fondamentali dell'ESG: in primo luogo, non fornisce agli investitori una guida coerente su come gestire obiettivi contrastanti, a fronte di finalità multiple, come quelle di natura ambientale e sociale. In secondo luogo, l'ESG non risolve il problema dei falsi incentivi, che spesso sono alla base di comportamenti dannosi per l'ambiente. In terzo luogo, l'ESG ha un problema a livello di dati e di misurazione. L'Economist sostiene quindi la necessità di scorporare queste tre lettere e di concentrarsi chiaramente sulla lettera E, ovvero sul tema ambientale. Ma non è tutto: l'autorevole rivista britannica vuole addirittura concentrarsi solo sulle emissioni di gas serra, perché il cambiamento climatico è di gran lunga il problema di sostenibilità più urgente.

## **La trasparenza è la soluzione**

Una tale focalizzazione sarebbe utile anche per i proprietari di immobili. Se riescono a dimostrare che stanno contribuendo in modo significativo a limitare il riscaldamento globale, verranno presi meno di mira. Questo obiettivo può essere raggiunto attraverso la trasparenza per i principali dati ambientali. Ciò non richiede rating ad alta intensità di consulenza, ma cifre chiave trasparenti, ad

<sup>7</sup> Miriam Kittinger, Marie Seiler (2022). Nutzen und Grenzen von ESG-Ratings. Schweizer Personalvorsorge 11/2022.

<sup>8</sup> Florian Berger, Julian Köbel, Roberto Rigobon (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. Università di Zurigo.

<sup>9</sup> The Economist (21.07.2022): ESG should be boiled down to one simple measure: emissions.

esempio sul consumo energetico assoluto e sulle emissioni di gas serra degli immobili. Real Estate Investment Data Association (REIDA), un'associazione svizzera senza scopo di lucro per la raccolta di dati immobiliari, vuole promuovere questo approccio e – fedele al suo motto «conoscenze invece di credenze» – ha sviluppato uno standard per determinare i dati chiave più importanti dal punto di vista ambientale nel settore immobiliare. Questo approccio sembra essere più promettente, perché, a causa della mancanza di comparabilità dei rating e dei label, gli obblighi di trasparenza e di divulgazione aumentano sempre di più. Nel secondo semestre del 2022, le associazioni di settore AMAS e KGAST hanno ad esempio pubblicato autoregolamenti che obbligano i loro membri, o almeno li raccomandano, a presentare indicatori di sostenibilità.

### **Benchmarking per il CO<sub>2</sub> di REIDA**

#### **Metodologia di calcolo trasparente e uniforme**

Affinché ciò avvenga, le cifre chiave calcolate devono essere comprensibili e comparabili, il che, a sua volta, richiede una base di dati uniforme e un metodo di calcolo identico. Com'è noto, il diavolo si nasconde nei dettagli e anche semplici cifre chiave possono essere calcolate in modi diversi. Pertanto, per un portafoglio di immobili identico, le intensità di CO<sub>2</sub> possono risultare parecchio diverse, a seconda del metodo di calcolo utilizzato.<sup>10</sup> Le differenze sono dovute, ad esempio, a diverse delimitazioni (quali ambiti?), ad altri tipi di superfici di riferimento o a fattori differenti per l'emissione di gas serra. Per conto di REIDA, iccon, un'affiliata di Amstein + Walthert, ha quindi sviluppato una metodologia di calcolo molto dettagliata al fine di stabilire uno standard in questo senso. Sebbene le associazioni di settore raccomandino di comunicare le cifre chiave, non si esprimono molto su come ciò debba avvenire. Poiché la trasparenza è anche un elemento importante della comparabilità, REIDA ha reso noti tutti gli aspetti metodologici.<sup>11</sup> Solo in questo modo è possibile raffrontare le cifre chiave di rilevanza ambientale dei diversi prodotti d'investimento immobiliare e, cosa ancora più importante, solamente così si può capire come agire efficacemente sulle emissioni per ottenere il risultato desiderato.

#### **Cosa viene misurato?**

Nel benchmarking di REIDA, per i prodotti d'investimento (portafogli) partecipanti vengono riportate tutte le cifre chiave rilevanti dal punto di vista ambientale per la fase operativa degli immobili, richieste per la rendicontazione secondo le associazioni di settore AMAS e KGAST. Sono determinate a livello di immobile e aggregate in cifre chiave a livello di portafoglio e per il benchmark tra tutti i portafogli. Le valutazioni del 2022 includono i consumi diretti e indiretti (scope 1 e scope 2). Lo scope 3, ossia l'energia acquistata principalmente dagli inquilini (come l'elettricità), non è stato per il momento incluso. Tuttavia, l'obiettivo è quello di perfezionare continuamente la metodologia e di includere anche l'energia acquistata dagli inquilini in futuro.

#### **Come si effettuano le misurazioni?**

Un totale di 36 portafogli immobiliari di otto diverse società ha partecipato al benchmarking REIDA 2022. I portafogli valutati comprendono 3984 immobili, che coprono quasi 23 mio. di m<sup>2</sup> di superficie di riferimento energetica. Vengono registrati e bilanciati solo i valori reali di consumo misurati. Ciò rappresenta una differenza sostanziale rispetto ad altre indagini, come PACTA 2022, per cui, in molti casi, non sono disponibili dati sul consumo e si opera quindi, per lo più, con valori calcolati (stime basate su valori di riferimento). REIDA considera i dati energetici sufficienti se l'energia acquistata dal proprietario viene dichiarata per intero e il periodo di misurazione è di almeno tre mesi nell'anno di riferimento. Non è pertanto consentita la sostituzione dei dati mancanti con valori dell'anno precedente. Con queste disposizioni, REIDA stabilisce requisiti elevati per la qualità dei dati, ma segue il principio secondo cui solo i consumi energetici effettivamente misurati possono riflettere la realtà.

#### **Un parametro importante: il grado di copertura**

Solo gli «edifici completati» sono presi in considerazione nel benchmark del CO<sub>2</sub> REIDA. Gli edifici ancora in costruzione o in fase di ristrutturazione sono quindi esclusi dall'indagine. Lo stesso vale per le transazioni, perché, le nuove entrate in un portafoglio devono dapprima essere dotate di un sistema di misurazione o le misurazioni devono essere armonizzate. Il benchmarking si basa sulle superfici di riferimento energetico di tutti gli edifici ultimati, per i quali viene misurato il consumo energetico. Il grado di copertura specifica l'entità della quota di queste superfici nelle superfici di riferimento energetiche di tutti gli edifici ultimati. In media, il tasso di copertura è dell'83,1%. La metà di tutti i portafogli raggiunge valori di copertura compresi tra il 65% e il 93% (Fig. 55). Il grado di copertura fornisce informazioni sulla percentuale del portafoglio con risultati validi. Il miglior portafoglio del benchmarking raggiunge un tasso di copertura del 100%. Il peggiore consegue solo l'10%, quindi i risultati non sono rappresentativi di tale portafoglio. Poiché si può presumere che gli edifici moderni dispongano di dati e di un bilancio energetico migliori, i portafogli con

<sup>10</sup> Miriam Kittinger, Marie Seiler (2022). Nutzen und Grenzen von ESG-Ratings («Vantaggi e limiti dei rating ESG»). Schweizer Personalvorsorge 11/2022.

<sup>11</sup> [www.reida.ch](http://www.reida.ch) (CO<sub>2</sub>-Benchmark/Dokumentation)

tassi di copertura più bassi dovrebbero tendere a ottenere risultati migliori. Questa tendenza è confermata dai dati (Fig. 56). Pertanto, per un raffronto significativo tra due portafogli, è necessario confrontare non solo i loro indicatori di prestazione energetica, ma anche i gradi di copertura. Un'analisi delle relazioni annuali dei fondi immobiliari quotati effettuata da pom+Consulting ha tuttavia evidenziato che solo il 25% conteneva informazioni quantitative sul grado di copertura.<sup>12</sup>

## Risultati del benchmarking e interpretazione

### Consumo energetico

Per una migliore comparabilità, i consumi energetici degli immobili vengono espressi in relazione alla superficie di riferimento energetica, ottenendo la cosiddetta intensità energetica. Il consumo medio di energia nel portafoglio di benchmarking REIDA è di 97,4 kWh/m<sup>2</sup> di superficie di riferimento energetica (Fig. 55). La fascia è compresa tra 59 e 146 kWh/m<sup>2</sup>. Situazioni particolari dovrebbero incidere sui portafogli all'estremità inferiore dei valori – ad esempio quando singoli inquilini acquistano da soli molta energia, che non viene ancora presa in considerazione nell'indicatore di prestazione energetica secondo la metodologia attuale. In un sondaggio online dell'Università di Losanna, che ha analizzato 66 portafogli di investitori istituzionali con ben 31 milioni di m<sup>2</sup> di superficie edificata, è stato riportato un valore comparabile di 105,5 kWh/m<sup>2</sup> di superficie di riferimento energetica per l'anno 2020.<sup>13</sup>

### Quota di energie rinnovabili

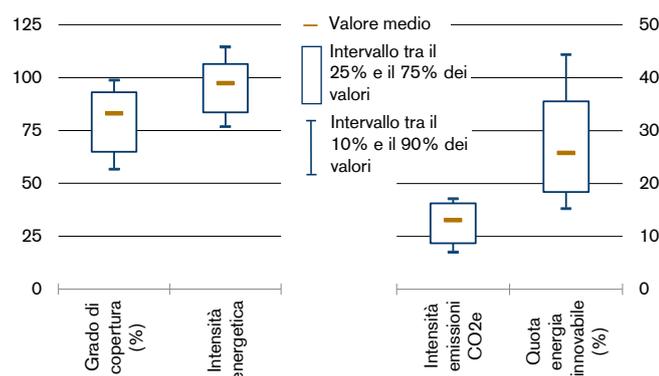
La quota di energie rinnovabili nel benchmarking REIDA sul CO<sub>2</sub> è in media del 25,8%. La metà dei portafogli partecipanti si colloca in una fascia compresa tra il 18% e il 36% (Fig. 55). Nell'indagine PACTA 2022, la quota di sistemi di riscaldamento con fonti rinnovabili è più alta, pari al 30%, sebbene PACTA misuri solo le emissioni nell'ambito dello scope 1. Il valore più alto può essere attribuito al fatto che l'indicatore PACTA 2022 si riferisce solo agli impianti di riscaldamento, mentre REIDA sceglie come valore di base più precisamente la quota di energia effettivamente consumata.

### Intensità dei gas a effetto serra

In media, le emissioni di gas serra dei portafogli che hanno partecipato al benchmarking REIDA ammontano a 13,1 kg di equivalenti CO<sub>2</sub> per m<sup>2</sup> di superficie di riferimento energetica. Oltre all'anidride carbonica, il benchmarking prende in considerazione anche tutti gli altri gas serra, come il metano o il protossido di azoto, e calcola gli equivalenti CO<sub>2</sub> (CO<sub>2</sub>e). Il portafoglio REIDA 2022 raggiunge quindi un ottimo valore, con una fascia compresa tra 4,1 e 22.4 kg di CO<sub>2</sub>e/m<sup>2</sup>. Il campione esaminato dall'Università di Losanna ha conseguito un valore medio di 19,6 kg di CO<sub>2</sub>e/m<sup>2</sup>.<sup>14</sup> La correlazione tra il basso consumo energetico, cioè la scarsa intensità energetica, e la bassa intensità delle emissioni in CO<sub>2</sub>e è relativamente alta, come si può evincere dalla figura 57.

**Fig. 55: Dati rilevanti per il clima del benchmarking REIDA**

Intensità energetica in kWh/m<sup>2</sup>, intensità delle emissioni in CO<sub>2</sub>e, in kg di CO<sub>2</sub>e/m<sup>2</sup>

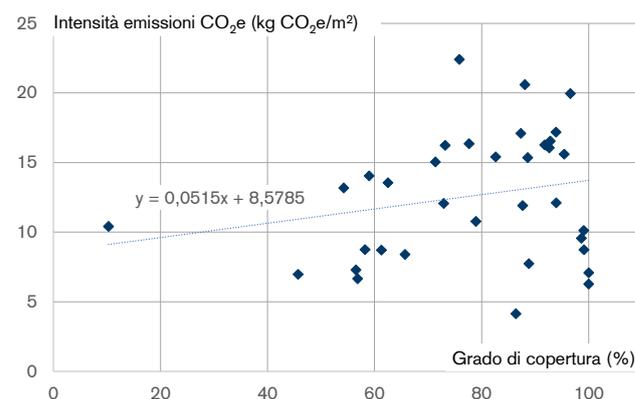


Fonte: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Ultimo rilevamento: 2021

**Fig. 56: Grado di copertura: un'importante informazione aggiuntiva**

Portafogli immobiliari nel REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022



Fonte: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Ultimo rilevamento: 2021

### Gestione trasparente delle incertezze

I valori su consumi ed emissioni utilizzati presentano incertezze dovute a possibili fonti di errore (ad esempio, imprecisione dei sensori di misurazione). Esistono anche fonti di errore nel metodo di calcolo, ad esempio a causa dell'uso di valori approssimativi (a titolo esemplificativo, quando si converte la superficie affittabile in superficie di riferimento energetica) o di conversioni necessarie

<sup>12</sup> pom+Consulting (2022). Non tutto ciò che è verde brilla – o forse sì? Whitepaper.

<sup>13</sup> F. Alessandrini et al. (2022). How sustainable is Swiss real estate? Evidence from institutional property portfolios. Università di Losanna.

<sup>14</sup> Le superfici di riferimento non chiare e i fattori di emissione della KBOB dovrebbero essere responsabili anche del valore più alto riportato.

(ad esempio se il periodo di misurazione non corrisponde completamente al periodo di rendicontazione). Queste incertezze vengono aggregate e mostrate a livello di cifre chiave sotto forma di un intervallo di incertezza, che indica l'affidabilità della cifra chiave. L'intervallo d'incertezza è indicato come doppia deviazione standard, il che significa che il valore effettivo rientra nell'intervallo d'incertezza dichiarato con una probabilità del 95%. I singoli portafogli presentano intervalli d'incertezza compresi tra 0,3 e 5,8 kg di CO<sub>2</sub>e/m<sup>2</sup> per il dato chiave dell'intensità di emissione di CO<sub>2</sub>e (Fig. 58). I portafogli 11 e 12 del Benchmark Report 2022, ad esempio, hanno un'intensità simile di emissioni di CO<sub>2</sub>e, ma con un intervallo d'incertezza diverso. Pertanto, il benchmarking REIDA sul CO<sub>2</sub> non solo mostra le cifre chiave, ma fornisce anche informazioni aggiuntive sull'affidabilità di tali cifre chiave. Grazie a una maggiore qualità dei dati e a una metodologia di calcolo affinata, questi intervalli d'incertezza potranno essere ridotti nel tempo.

### Deviazioni dalle cifre chiave adottate finora

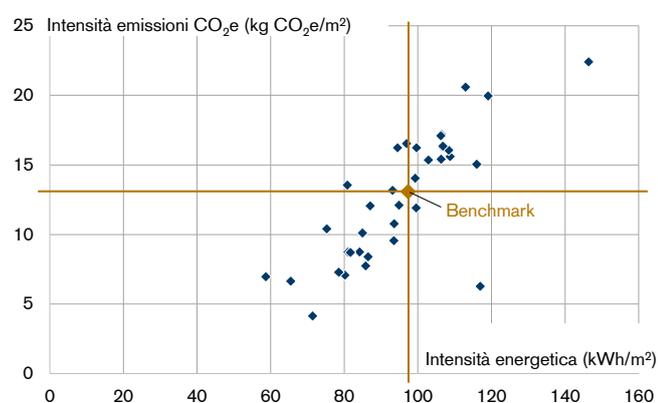
I risultati del REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report hanno rivelato scostamenti sostanziali, praticamente per tutti i partecipanti, rispetto alle cifre chiave determinate in precedenza. Ciò era prevedibile, poiché le diverse procedure di misurazione e i differenti metodi di calcolo esercitano una forte influenza sulle cifre chiave. I seguenti fattori sono i principali responsabili degli scostamenti dai calcoli precedenti: 1) L'utilizzo di dati energetici misurati, anziché calcolati, porta a quanto sembra a una riduzione dei consumi, tra l'altro perché le stime piuttosto conservative diventano obsolete e poiché si riflette anche il comportamento degli utenti degli edifici. 2) La correzione climatica nello standard REIDA viene effettuata secondo il più moderno metodo ATD (differenze di temperatura accumulate, invece che sulla base dell'approccio convenzionale che ricorre ai gradi giorno di riscaldamento). 3) La superficie di riferimento è stabilita tramite superfici di riferimento energetiche calcolate sulla base delle aree affittabili, il che comporta una certa imprecisione. 4) I valori dell'anno precedente non sono accettati come valori sostitutivi per quelli mancanti nel periodo di riferimento. 5) I fattori di emissione dei gas serra sono stati precisati e aggiornati. Per la maggior parte dei partecipanti, il risultato è stato un valore inferiore a quello previsto. Non si tratta di voler abbattere i risultati, bensì di effetti di apprendimento. È prevedibile che, nel corso di ulteriori miglioramenti della metodologia e della qualità dei dati presentati, saranno necessarie ripetute revisioni degli indicatori. Nel campo della sostenibilità, l'era della misurazione precisa è appena iniziata.

### Prospettive: espansione per includere altri indicatori chiave

Con il benchmarking sul CO<sub>2</sub>, REIDA stabilisce uno standard e raggiunge così una pietra miliare nel reporting ESG in Svizzera. Lo standard REIDA non dovrebbe solo essere costantemente migliorato in termini di metodologia e qualità dei dati, ma includere anche aspetti relativi alla sostenibilità ambientale finora esclusi. Uno dei compiti più importanti sarà quello di coprire non solo la fase operativa degli immobili, ma anche il loro intero ciclo di vita, in particolare d'incorporare il tema dell'energia grigia. L'emancipazione dai rating e dai certificati – che in origine erano utili, ma che hanno dei limiti in termini di trasparenza e comparabilità – e il passaggio al reporting di cifre chiave quasi spoglie sono quindi in piena implementazione.

**Fig. 57: Intensità delle emissioni di energia e CO<sub>2</sub>e del benchmark**

Portafogli di immobili nel REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

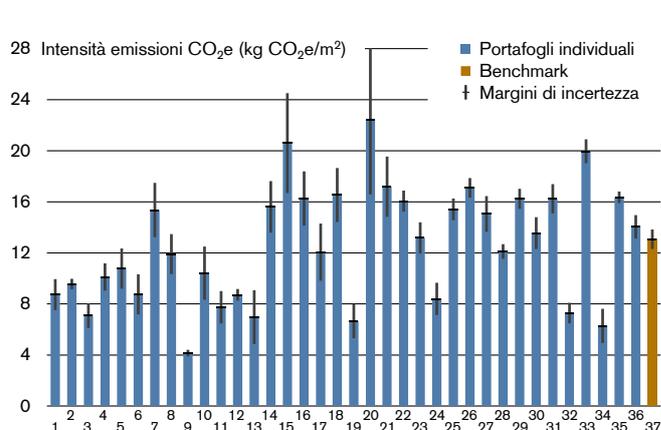


Fonte: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Ultimo rilevamento: 2021

**Fig. 58: Intensità delle emissioni di CO<sub>2</sub>e e margini di incertezza**

Portafogli di immobili nel REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022



Fonte: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Ultimo rilevamento: 2021

# Il mattone brilla meno

**Dalla svolta dei tassi avviata nel 2022, ci sono delle alternative agli investimenti immobiliari. Tuttavia, l'andamento positivo dei mercati degli utenti e la stabilità economica della Svizzera li proteggono da un atterraggio duro.**

**Investimenti immobiliari non più senza alternative, ...**

Sulla scia dell'aumento dell'inflazione e della svolta dei tassi d'interesse avviata dalla Banca nazionale svizzera nel giugno 2022, si è conclusa l'era dei tassi negativi, che per anni ha generato, per gli investimenti immobiliari, una forte domanda e notevoli crescite di valore. A fine 2022, il differenziale di rendimento tra gli investimenti immobiliari diretti e i titoli della Confederazione a 10 anni era di soli 144 punti base (pb), ossia circa 100 pb al di sotto della media di lungo periodo (dal 1996). Nell'era dei tassi d'interesse negativi – dal 2015 all'agosto 2022 –, questo premio di rendimento è stato in media di 363 pb (Fig. 59).

**... ma offrono comunque una certa protezione contro l'inflazione**

Gli investimenti immobiliari hanno quindi perso l'aura di essere privi di alternative. Tuttavia, l'entità del calo dei premi di rendimento dovrebbe esagerare la perdita di attrattiva. A differenza delle obbligazioni, gli investimenti immobiliari offrono infatti una certa protezione contro l'inflazione, perché i loro redditi da locazione sono parzialmente (immobili residenziali) o addirittura in gran parte (immobili commerciali) legati all'indice dei prezzi al consumo. A seconda delle aspettative inflazionistiche dell'investitore e delle possibilità di ripercussione, il calo reale del differenziale di rendimento è quindi più contenuto di quanto non suggeriscano le cifre sopra riportate. È comunque innegabile una perdita di attrattiva degli investimenti immobiliari.

**Mercato delle transazioni relativamente solido**

Nonostante la minore attrattiva, il mercato delle transazioni svizzero è rimasto relativamente solido, soprattutto nel primo semestre del 2022, con prezzi in ulteriore crescita. Tuttavia, l'indice dei prezzi delle transazioni di Wüest Partner per le case plurifamiliari indica che questa tendenza al rialzo dei prezzi si è indebolita nel secondo semestre dell'anno (Fig. 60). Due fattori dovrebbero aver impedito finora correzioni più sostenute: in primo luogo, in passato si è osservato un significativo eccesso di domanda, che dev'essere ridotto. In secondo luogo, l'economia svizzera è estremamente solida e grazie alla penuria sui mercati degli utenti si prevede un aumento dei redditi da locazione, soprattutto nel segmento residenziale. Tuttavia, il sentiment di mercato si è offuscato parecchio nel corso dell'ultimo anno e ciò si riflette anche nelle aspettative di prezzo degli operatori di mercato (Fig. 60). Gli indici dei prezzi, che di solito seguono con un certo ritardo l'andamento del mercato, dovrebbero quindi scendere ulteriormente nell'anno in corso.

**Fig. 59: Gli investimenti immobiliari non sono più privi di alternative**

Differenziale di rendimento tra investimenti immobiliari (rendimento di distribuzione) e obbligazioni della Confederazione, in punti base, nominale

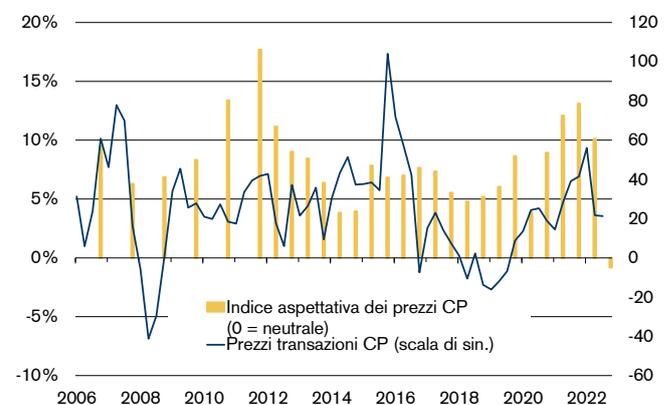


Gli andamenti di valore storici e gli scenari dei mercati finanziari non sono indicatori affidabili per i risultati futuri.

Fonte: Refinitiv Datastream, IAZI, Credit Suisse Ultimo rilevamento: 12/2022

**Fig. 60: Rallentamento della dinamica dei prezzi sul mercato delle transazioni**

Indice prezzi delle transazioni (tasso di crescita annuo) e indice aspettative prezzi case plurifamiliari (CP)



Gli andamenti di valore storici e gli scenari dei mercati finanziari non sono indicatori affidabili per i risultati futuri.

Fonte: Wüest Partner, HEV, FPRE, Credit Suisse Ultimo rilevamento: 4T/2022

## L'imminente inversione di tendenza dei tassi di sconto ...

Anche le valutazioni degli immobili da reddito nei portafogli esistenti hanno ampiamente sfidato la svolta dei tassi nel 2022. Gli immobili da reddito sono solitamente valutati col cosiddetto metodo del discounted cash-flow (DCF), per cui i tassi di sconto svolgono un ruolo decisivo, determinando al momento attuale il valore dei flussi di cassa futuri (cfr. pagina successiva). Questi tassi di sconto, il cui continuo calo ha permesso, anno dopo anno, l'apprezzamento dei portafogli, nella maggior parte dei casi sono scesi ulteriormente lo scorso anno, come illustrato dall'esempio delle valutazioni dei fondi immobiliari quotati (Fig. 61). Ma il loro calo è rallentato e, nel 2022, si è attestato in media su tutti i fondi a 12 pb (anno precedente: -19 pb). A differenza dell'anno precedente, alcuni fondi immobiliari hanno inoltre registrato un aumento dei tassi di sconto. Ciò è avvenuto per 3 dei 23 fondi immobiliari che hanno chiuso l'esercizio finanziario tra marzo e settembre 2022. Tuttavia, le maggiori aspettative sui tassi e il calo dei prezzi sul mercato delle transazioni dovrebbero determinare un rialzo dei tassi di sconto, che diventerà una nuova realtà nel corso del 2023, mettendo sotto pressione le valutazioni degli immobili da reddito.

## ... è in parte attenuata dalle buone prospettive degli utili

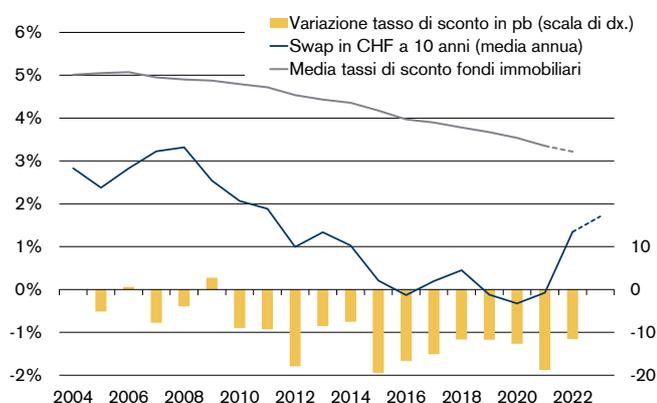
Le valutazioni possono resistere meglio a questa pressione se il reddito netto da locazione aumenta allo stesso tempo (Fig. 64). Le prospettive sono particolarmente buone per gli immobili residenziali da reddito. Le tendenze a una scarsità sul mercato degli appartamenti in affitto si riflette nell'incremento dei canoni all'offerta. Grazie al rialzo del tasso di riferimento ipotecario previsto per quest'anno, una parte dell'aumento dei costi di finanziamento e dell'inflazione potrà inoltre essere trasferita con un certo ritardo agli inquilini (cfr. pag. 27 e segg.). Quest'andamento di mercato si riflette anche nei portafogli degli investitori istituzionali. Nel caso delle superfici abitative, le perdite di reddito da locazione, dovute in gran parte agli sfiti, si sono dimezzate in soli tre anni. Nel terzo trimestre del 2022, erano pari all'1,8% (Fig. 62). Il calo ha interessato tutti i tipi di comuni, ma è stato particolarmente forte al di fuori dei centri. Di conseguenza, anche in questo caso ci si può aspettare un aumento (reale) del reddito da locazione. Per le superfici abitative, le perdite di reddito da locazione, dovute in gran parte agli sfiti, si sono dimezzate in soli tre anni. Nel terzo trimestre del 2022, ammontavano a un totale dell'1,8% (Fig. 62). La flessione ha interessato tutti i tipi di comuni, ma è stata particolarmente pronunciata al di fuori dei centri. Di conseguenza, anche in queste aree, ci si può aspettare un aumento (reale) dei redditi da locazione.

## Calo dei premi di rischio al di fuori dei centri

Contrariamente ad alcuni osservatori di mercato, siamo convinti che il leggero spostamento della domanda dai centri alle altre regioni sia un effetto causato in parte dalla pandemia di COVID-19, ma che dovrebbe chiaramente andare oltre la stessa. Le ragioni di tutto questo sono da ricercare nella troppo lenta densificazione dei centri, nel differenziale di prezzo tra i centri e le aree circostanti e nella diffusione del telelavoro. Ci aspettiamo quindi che il premio di rischio per le località facilmente accessibili nei comuni di agglomerato e in alcune regioni rurali diminuisca nel medio termine. Eventuali correzioni dei prezzi in queste aree dovrebbero di conseguenza essere più contenute rispetto alle posizioni di pregio dei grandi centri.

**Fig. 61: Imminente inversione di tendenza delle valutazioni**

Tasso di sconto medio dei fondi immobiliari svizzeri quotati: livello e variazione media rispetto all'anno precedente

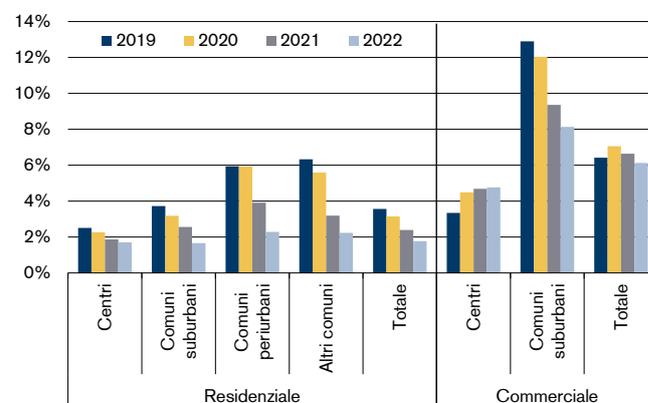


Gli andamenti di valore storici e gli scenari dei mercati finanziari non sono indicatori affidabili per i risultati futuri.

Fonte: Refinitiv Datastream, Alphaprop, Credit Suisse  
Ultimo rilevamento: 22.01.2023

**Fig. 62: Forte riduzione dello sfitto, migliori prospettive di guadagno**

Perdita reddito da locazione dovuta alle superfici sfitte, in % sull'utile da locazione teorico, 3° trim.; base dati: oltre 100 000 contratti di locazione di investitori istituzionali



Fonte: Real Estate Investment Data Association (REIDA), Credit Suisse  
Ultimo rilevamento: 3T/2022

## In che modo il rialzo dei tassi influisce sulle valutazioni degli immobili da reddito?

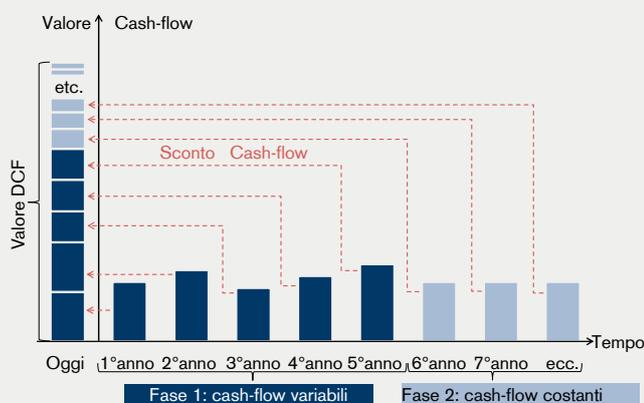
Gli immobili nei portafogli degli investitori istituzionali, come i fondi immobiliari o le società anonime immobiliari, vengono valutati annualmente da periti immobiliari esterni. Sia per le case plurifamiliari che per gli immobili commerciali viene oggi utilizzato prevalentemente il **metodo del discounted cash-flow (DCF)**, noto anche in altri settori come quello delle valutazioni aziendali. In una prima fase, vengono calcolati i free cash-flow (utili meno costi, accantonamenti e investimenti) per i successivi 5–10 anni. In seguito, per la durata residua, si ipotizzano cash-flow costanti. Per determinare il **valore del DCF** (valore attuale, risp. valore di mercato stimato), i free cash-flow vengono infine attualizzati alla data di valutazione utilizzando un tasso di sconto (Fig. 63).

Questo **tasso di sconto** svolge un ruolo fondamentale nella valutazione del DCF. Più è alto, meno peso viene dato ai cash-flow più lontani nel tempo rispetto a quelli prossimi. Oltre alla stima dei free cash-flow, per i quali è necessario formulare ipotesi sull'andamento di diverse variabili come i canoni di locazione, le superfici sfitte e varie componenti di costo, la determinazione del tasso di sconto è la leva più importante per il risultato di una valutazione immobiliare. Tuttavia, determinarlo non è affatto banale. Esistono vari metodi, la cui applicazione dipende dalle informazioni disponibili.<sup>15</sup> Due dei metodi più comuni sono il **metodo analitico** e il **metodo sintetico**. Il metodo analitico cerca di utilizzare i valori disponibili di immobili comparabili. Gli istituti di valutazione più grandi dispongono talvolta di ampie banche dati sulle transazioni, che consentono di ricavare i tassi di sconto utilizzando modelli statistici («hedonic pricing»). Nel metodo sintetico si ipotizza un tasso d'interesse di base privo di rischio, a cui si aggiungono maggiorazioni specifiche per mercato, ubicazione e immobile. Per determinare il tasso di base privo di rischio si ricorre, ad esempio, al rendimento delle obbligazioni della Confederazione a 10 anni; in questo caso a essere determinanti sono le aspettative sui tassi a più lungo termine, piuttosto che i rendimenti giornalieri. Ciò spiega talvolta perché i tassi di sconto reagiscano con una certa inerzia alle variazioni dei tassi di mercato.

Una valutazione DCF molto semplificata può essere utilizzata per illustrare come le variazioni delle due variabili centrali, il tasso di sconto e il reddito da locazione, influenzino il valore di mercato stimato (Fig. 64). Il punto di partenza è un immobile residenziale da reddito con un valore del DCF di 100, utilizzando un tasso di sconto reale del 3,0% e una crescita del reddito da locazione reale dello 0%. Se, ad esempio, il tasso di sconto dovesse salire al 3,5%, si otterrebbe una rettifica di valore del 12,5%. Se invece la crescita del reddito da locazione dovesse aumentare contemporaneamente al 2%, la rettifica di valore ammonterebbe solo al 2,0%.

**Fig. 63: Metodo del discounted cash-flow (DCF)**

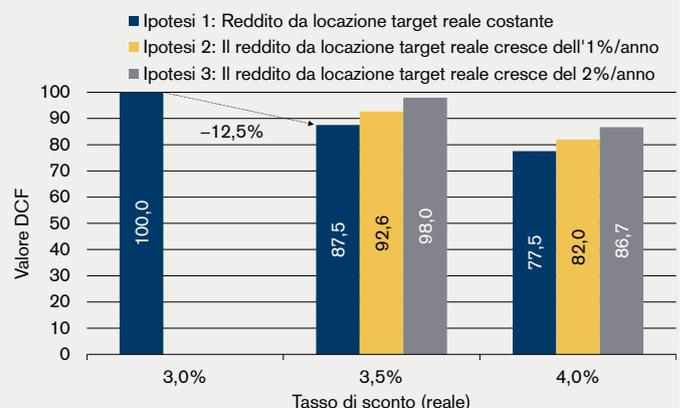
Rappresentazione schematica della valutazione col metodo del DCF



Fonte: Illustrazione Credit Suisse basata su Canonica (2009)<sup>16</sup>

**Fig. 64: Effetto dell'aumento dei tassi di sconto sul valore di mercato**

Valutazione semplificata del DCF che utilizza perdite di utile e costi comuni sul mercato su base costante e che tiene conto di vari tassi di crescita per l'andamento reale del reddito da locazione (costante dall'8° anno)



Fonte: Credit Suisse

<sup>15</sup> Salzmann, B. (2014). Tassi di sconto nella valutazione immobiliare, in: Info SIV 41, agosto 2014.

<sup>16</sup> Canonica, F. (2009). La valutazione degli immobili: conoscenza dei valutatori in sintesi, Associazione svizzera valutatori immobiliari (SIV).

# Ricalibrazione in corso

**I fondi immobiliari quotati e le azioni immobiliari hanno reagito violentemente alla svolta dei tassi nel 2022. Dopo la correzione, il mercato inizia a ricalibrarsi e si schiudono nuove opportunità d'investimento grazie a valutazioni più realistiche.**

## 2022: un anno da dimenticare

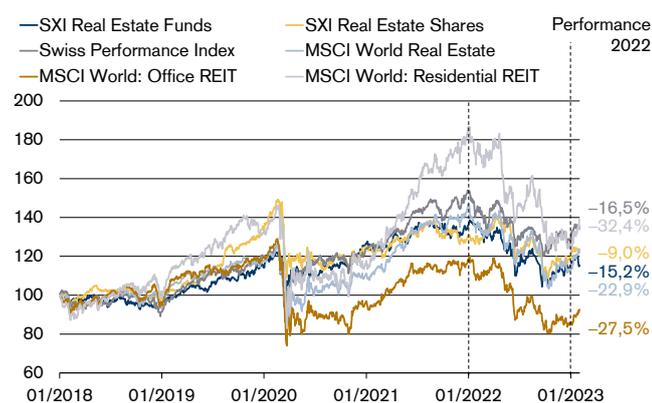
La svolta dei tassi è stata per anni una spada di Damocle per i fondi e le azioni immobiliari, che in parte presentavano valutazioni elevate ed erano considerati sensibili ai tassi. La reazione del mercato è stata altrettanto forte quando, all'inizio del 2022, anche in Svizzera i tassi d'inflazione sono aumentati bruscamente, facendo presagire l'imminente primo rialzo dei tassi guida da parte della Banca nazionale svizzera dal 2007. Per gli investimenti immobiliari svizzeri negoziati in borsa, il 2022 è stato un *annus horribilis*. La performance complessiva dei fondi immobiliari da inizio anno è arrivata fino a -23% (Fig. 65). Il crollo dovrebbe essere stato aggravato dagli investitori istituzionali, che hanno investito sia direttamente che indirettamente nel settore immobiliare. A causa delle forti correzioni delle consistenti posizioni azionarie e obbligazionarie, le quote immobiliari nei loro portafogli sono salite – in alcuni casi oltre i valori massimi strategici o regolamentari. Ciò è visibile, ad esempio, nella quota immobiliare delle casse pensioni, che con il 25,9% nel quarto trimestre del 2022 ha raggiunto un valore record (Fig. 66). Alcuni investitori potrebbero quindi essere stati costretti a ridurre la loro esposizione ai titoli immobiliari liquidi, esercitando un'ulteriore pressione sui rispettivi corsi.

## L'immobiliare svizzero ne ha risentito meno

Durante l'autunno, si è perlomeno verificata una certa ripresa, tanto che i fondi immobiliari hanno chiuso l'anno borsistico 2022 con una performance complessiva del -15,2% (Swiss Performance Index: -16,5%; Fig. 65). Ciononostante, il 2022 è stato di gran lunga il peggior anno borsistico per i fondi immobiliari dall'avvio dell'indice nel 1995, anche se gli investitori immobiliari svizzeri hanno dovuto fare i conti con una correzione nettamente inferiore rispetto a quella osservata su scala globale. Le azioni immobiliari a livello internazionale (o i real estate investment trust (REIT)) hanno registrato una performance complessiva del -22,9% nel 2022. La correzione dei titoli immobiliari europei è stata ancora più forte, con un -36,6%. Le azioni immobiliari svizzere, invece, che sono entrate nella fase discendente a un livello di valutazione inferiore rispetto ai fondi, hanno registrato una solida performance relativa (-9,0%).

**Fig. 65: Stabilizzazione dopo forte correzione**

Performance complessiva investimenti immobiliari indiretti, indice: gennaio 2018 = 100



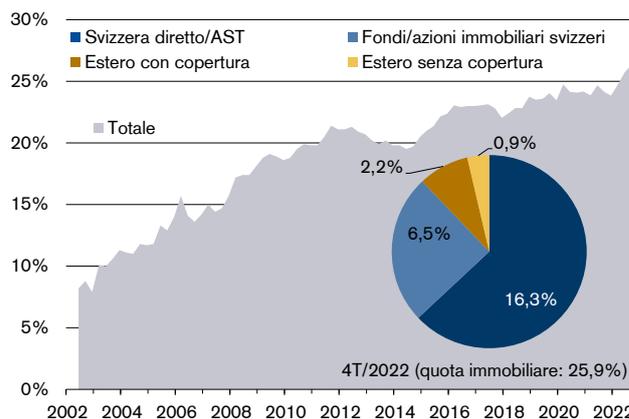
Gli andamenti di valore storici e gli scenari dei mercati finanziari non sono indicatori affidabili per i risultati futuri.

Fonte: Refinitiv Datastream, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 01.02.2023

**Fig. 66: Quota immobiliare delle casse pensioni ai massimi storici**

Indice Credit Suisse delle casse pensioni: quote immobili



Fonte: Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 4T/2022

## Outperformance dei perdenti della pandemia

Colpisce che, nel 2022, i segmenti immobiliari con le minori correzioni a livello mondiale sono stati quelli che, negli anni precedenti, avevano sofferto per via della pandemia di COVID-19 (alberghi e superfici di vendita, risp. col -4,6% e -10,9%). Questi comparti hanno tratto i maggiori benefici dal superamento della crisi del coronavirus. Al contrario, i segmenti residenziale (-32,4%) e logistico (-29,8%) hanno subito le correzioni maggiori. Entrambi erano tra i vincitori della pandemia, e gli immobili logistici e industriali possono ancora essere considerati tali, con un guadagno del

37,6% dall'inizio del 2020. Di recente, tuttavia, le loro valutazioni hanno risentito della crisi congiunturale, mentre la correzione delle superfici residenziali dovrebbe essere dovuta principalmente all'elevata inflazione globale, che incide sul potere d'acquisto delle economie domestiche. In Svizzera, questo quadro globale è stato confermato nel 2022, in quanto le società immobiliari impegnate nelle superfici a uso ufficio e di vendita (-9,0%) e i fondi immobiliari con un focus sugli spazi commerciali (-13,8%) si sono lasciati alle spalle i fondi immobiliari residenziali (-15,2%).

### Crollo delle transazioni sul mercato dei capitali

A causa del sentiment cupo degli investitori immobiliari e delle turbolenze sui mercati, nel 2022 i capitali affluiti nei vari strumenti d'investimento sono stati molto inferiori. Per i fondi immobiliari, sono stati effettuati lanci e aumenti di capitale per CHF 1,71 mia., un calo di oltre il 50% rispetto all'anno precedente (Fig. 67). Diversi aumenti di capitale già pianificati, per un totale di CHF 500 mio., sono stati rinviati, così come l'entrata in borsa (IPO) di un grande fondo immobiliare. Anche le società anonime immobiliari sono state poco attive sul mercato dei capitali. In particolare, i nuovi prestiti attraverso l'emissione di obbligazioni, molto più costosi, hanno subito un vero e proprio crollo (da CHF 1,7 mia. dell'anno precedente a CHF 250 mio.).

### Premi di nuovo ragionevoli dopo la correzione

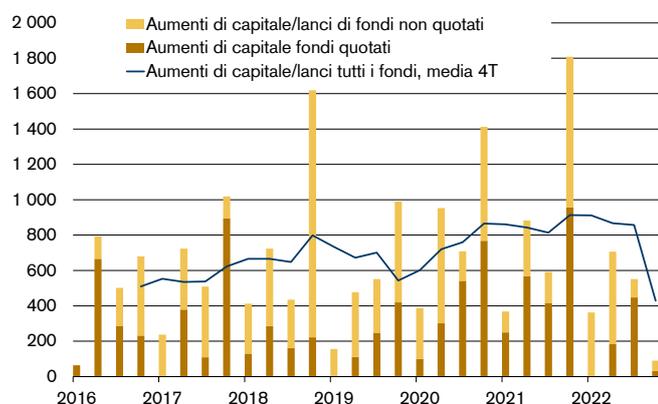
La forte correzione ha fatto fondere i premi pagati sul valore netto d'inventario degli investimenti immobiliari indiretti (Fig. 68). Nel caso dei fondi immobiliari quotati, alla fine del 2021 gli aggi si attestavano ancora a un elevato livello del 42,5% complessivo, ma sono scesi temporaneamente al 5,0% nel corso del 2022. Durante la ripresa, nell'autunno del 2022, sono aumentati di nuovo e, a fine gennaio 2023, l'aggio medio era di nuovo al 12,7% (media di lungo periodo: 22,3%). Con un premio mediano del -1,4%, i fondi focalizzati sugli immobili commerciali hanno mantenuto valutazioni favorevoli e molti di essi presentano ancora un disaggio. A fine gennaio 2023, i premi delle azioni immobiliari (0,9%) erano ancora significativamente inferiori alla media di lungo periodo del 13,0%. Oltre alla maggiore focalizzazione sugli immobili commerciali, si differenziano dai fondi immobiliari anche per la loro struttura di finanziamento, in quanto sono finanziati per il 50% da capitale di terzi (fondi immobiliari: 27%).

### Rendimenti protetti dall'inflazione: un vantaggio

Nelle prime settimane dell'anno in corso, gli investimenti immobiliari quotati hanno continuato a recuperare rispetto alla fine dell'anno precedente. Alla luce del rialzo dei rendimenti obbligazionari, tuttavia, fondi e azioni immobiliari hanno perso parte della loro attrattiva. È improbabile che i premi pagati prima della correzione dello scorso anno vengano raggiunti di nuovo a breve. Anche i valori netti d'inventario (NAV) potrebbero subire pressioni nei prossimi anni, poiché le rivalutazioni annuali dei portafogli immobiliari non si traducono più automaticamente in un apprezzamento. Comunque, soprattutto per gli investitori con un orizzonte d'investimento a più lungo termine, la correzione dello scorso anno ha anche generato nuove opportunità. Ad esempio, i fondi immobiliari commerciali producono rendimenti da distribuzione elevati, pari in media al 4,1%, a fronte di valutazioni relativamente interessanti, e offrono anche un certo grado di protezione dall'inflazione.

**Fig. 67: Dimezzamento degli afflussi di capitale in un anno**

Aumenti di capitale e lanci di fondi immobiliari, in mio. di CHF

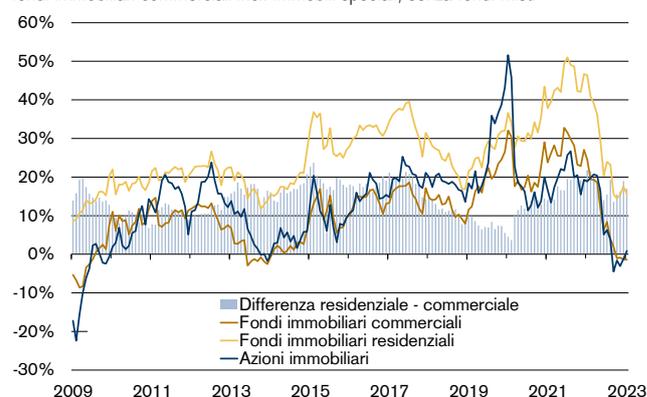


Fonte: Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 31.12.2022

**Fig. 68: Crollo dei premi di investimenti immobiliari quotati**

Aggi fondi immobiliari e premi azioni immobiliari, in % sul valore netto d'inventario; fondi immobiliari commerciali incl. immobili speciali, senza fondi misti



Gli andamenti di valore storici e gli scenari dei mercati finanziari non sono indicatori affidabili per i risultati futuri.

Fonte: Refinitiv Datastream, Credit Suisse

Ultimo rilevamento: 31.01.2023

# Il mercato si avvia verso un atterraggio morbido

## Atterraggio morbido grazie ai solidi mercati degli utenti

Gli anni passati, durante i quali gli istituti di credito pagavano tassi negativi e l'inflazione sembrava non esistere più, sono stati eccezionali e quindi dovrebbero passare alla storia dell'economia. Al contrario, né il ritorno dell'inflazione nel 2022 né l'aumento dei tassi d'interesse in Svizzera sono eccezionali, a differenza di quanto accade in Europa o negli USA. Dal punto di vista dell'investitore, quindi, sul mercato immobiliare svizzero si è semplicemente avviato un processo di normalizzazione, più che d'inversione di tendenza, dopo anni quasi paradisiaci. Tuttavia, anche questa normalizzazione è dolorosa, in quanto significa che, per il momento, sono finiti i tempi in cui i portafogli potevano realizzare ogni anno incrementi di valore notevoli, con rischi gestibili e alle condizioni di finanziamento più favorevoli, senza grandi sforzi. Le valutazioni immobiliari, in parte elevate, dovrebbero subire un'ulteriore pressione nel 2023. L'inflazione non è ancora scomparsa e il tasso guida della Banca nazionale svizzera dovrebbe salire all'1,75% entro la metà dell'anno. Di conseguenza, per gli immobili da reddito, non si possono escludere correzioni di valore a una o due cifre, distribuite su diversi anni. Tuttavia, l'elevata domanda degli utenti, soprattutto sul mercato residenziale, e la crescente scarsità dovrebbero consentire un atterraggio morbido.

## La svolta dei tassi richiede adeguamenti della strategia d'investimento

La strategia diffusa, e negli ultimi anni vincente, di concentrarsi sugli immobili core, con particolare attenzione ai centri, dovrebbe diventare meno interessante a causa dei bassi rendimenti dei cash-flow e dell'aumento dei tassi di sconto. La gestione attiva del portafoglio e la diversificazione regionale e settoriale equilibrata stanno invece diventando sempre più importanti. Gli investimenti immobiliari quotati hanno già subito una correzione, per cui è di nuovo possibile un ingresso a premi moderati. Tuttavia, poiché aumenti di valore annuali importanti dovrebbero ormai appartenere al passato, sta tornando in primo piano il rendimento delle distribuzioni. Nel frattempo, la correzione, ancora più marcata all'estero, come ad esempio sul mercato europeo degli investimenti immobiliari quotati, offre a nostro avviso un punto d'ingresso favorevole per ridurre l'ancora pronunciato «home bias» in molti portafogli immobiliari locali.

## Investimenti immobiliari: i nostri favoriti nel 2023

Valutazione riassuntiva dei singoli segmenti immobiliari e degli immobili favoriti

Segmento	Valutazione generale	Massima convinzione
Residenziale	Grazie alla vivace domanda dei locatari e al calo dell'attività edilizia, le prospettive di guadagno sono notevolmente migliorate, anche nelle regioni suburbane e rurali. A causa del rialzo dei tassi, sono probabili correzioni di valore, che però dovrebbero essere almeno parzialmente compensate dall'aumento dei ricavi. Gli immobili core in posizioni di pregio, i cui rendimenti non offrono più un premio di rischio sufficiente, sono particolarmente esposti in tal senso.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Immobili in comuni ben allacciati in aree suburbane e rurali, soprattutto nella Svizzera tedesca</li> <li>- Planimetrie flessibili adatte all'home office</li> <li>- Micro-appartamenti, alloggi per studenti e co-living in grandi centri</li> <li>- Alloggi per anziani (cambiamento demografico, calo del numero di nuovi ingressi in case di riposo e cura)</li> </ul>
Superfici a uso ufficio	La riduzione della domanda di superfici a uso ufficio dovuta all'home office dovrebbe accentuarsi a causa della situazione congiunturale. Ma la digitalizzazione e la crescita dell'occupazione dovrebbero contrastare questo fenomeno nel lungo periodo. Inoltre, la debole attività edilizia impedisce un eccesso di offerta.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Superfici in ubicazioni centrali con buona accessibilità ai trasporti pubblici</li> <li>- Planimetrie moderne e flessibili per adattarsi a modelli di lavoro ibridi, con uffici come zone di comunicazione</li> <li>- Superfici per il co-working in aree urbane con un gestore attraente</li> </ul>
Superfici di vendita	La normalizzazione del comportamento dei consumatori e del turismo degli acquisti mette sotto pressione i fatturati. Inoltre, il passaggio al canale online in Svizzera non è ancora molto avanzato, per cui le superfici di vendita rischiano di subire correzioni sia sul fronte dei ricavi che dei prezzi.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Top high street nei grandi centri</li> <li>- Centri commerciali urbani con un'elevata percentuale di ristoranti e servizi</li> <li>- Centri retail più piccoli con un forte ancoraggio al comparto alimentare</li> <li>- Mercati specializzati (giardinaggio e fai da te)</li> </ul>
Logistica	Le superfici logistiche beneficiano della crescita del commercio online e dell'urbanizzazione. L'offerta in Svizzera è limitata a causa della scarsità di terreni, per cui è lecito attendersi ulteriori apprezzamenti nel lungo periodo.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Centri di distribuzione e per pacchi sui principali assi di trasporto con un'elevata fruibilità per terzi</li> <li>- Superfici logistiche urbane su piccola scala</li> </ul>
Settore alberghiero e della ristorazione	La gastronomia e il comparto alberghiero sono sulla via della ripresa. Tuttavia, a causa della forte espansione dei posti letto in molti grandi centri, potrebbe volerci più tempo perché l'occupazione torni ai livelli pre-crisi.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hotel urbani innovativi, da tre a quattro stelle, che si rivolgono a una clientela urbana di viaggiatori nel tempo libero</li> <li>- Aparthotel/serviced apartment nella regione alpina con offerte di co-working</li> </ul>

Fonte: Credit Suisse

# Dieci domande – dieci risposte<sup>17</sup>

## **Dove saranno i tassi d'interesse a fine anno?**

L'andamento dei tassi nell'anno in corso è strettamente legato a quello dell'inflazione. Sebbene quest'ultima abbia superato il suo picco nella maggior parte dei paesi, il ritorno a tassi d'inflazione che le banche centrali definiscono come stabilità dei prezzi dovrebbe richiedere più tempo. Anche la Banca nazionale svizzera (BNS) prevede che l'inflazione continuerà a scendere, ma, allo stesso tempo, ipotizza un ulteriore aumento in un secondo tempo. Per riportare l'inflazione in modo durevole ai livelli originari, la BNS continuerà quindi a rialzare il tasso guida. Nello scenario principale, prevediamo due ulteriori rialzi del tasso guida quest'anno, a marzo e a giugno, per giungere da ultimo all'1,75%. Attraverso le operazioni sul mercato monetario, la BNS assicurerà che anche il SARON (Swiss Average Rate Overnight) si assesti a questo livello. Il rendimento delle obbligazioni della Confederazione decennali in CHF, che la BNS può controllare meno direttamente, dovrebbe tendere all'1,6% a fine anno.

## **Un'ipoteca SARON è la scelta migliore?**

Le ipoteche SARON sono l'opzione migliore se il rischio che i tassi ipotecari a breve termine possano superare quelli delle ipoteche a tasso fisso per un certo periodo di tempo, com'è successo all'inizio degli anni Novanta, è minimo o nullo. Poiché il picco del recente ciclo inflazionistico in Svizzera sembra già superato e la BNS è stata in grado di tenere sotto controllo le aspettative d'inflazione con la sua rapida azione, ci aspettiamo – semmai – solamente una breve fase di aumento dei tassi ipotecari SARON al di sopra degli attuali tassi ipotecari a lungo termine. Tale fase dovrebbe essere troppo breve per rendere conveniente la stipulazione di un'ipoteca a tasso fisso a lungo termine per motivi meramente finanziari. Solo se i tassi ipotecari dovessero aumentare ancora per diversi anni, un'ipoteca fissa sarebbe la scelta finanziariamente più favorevole nell'attuale contesto di mercato. Tuttavia, le ipoteche SARON non sono adatte a tutti i proprietari, poiché il rischio residuo di un andamento inatteso dei tassi dev'essere sostenuto dal proprietario, il che potrebbe gravare finanziariamente in modo eccessivo su alcune economie domestiche. Proprio questi rischi possono essere coperti con un'ipoteca a tasso fisso. Per le economie domestiche con risorse finanziarie limitate o sprovviste di nervi saldi, le ipoteche a tasso fisso sono quindi spesso la scelta adeguata.

## **Quando salirà il tasso di riferimento ipotecario la prima volta?**

In Svizzera, gli affitti correnti delle abitazioni sono legati al tasso di riferimento ipotecario. Quest'ultimo si basa su un tasso d'interesse medio determinato dalla BNS per tutte le ipoteche in essere. Poiché, ogni trimestre, si aggiungono o cessano solo poche nuove ipoteche, il tasso d'interesse di riferimento ha un andamento estremamente lento. Sebbene i tassi di mercato per le ipoteche appena stipulate siano in aumento dalla fine del 2021, il tasso di riferimento non si è ancora discostato dal minimo dell'1,25%. Diversi osservatori di mercato si aspettavano un primo rialzo nel marzo 2023, perché una parte sostanziale dell'intero portafoglio ipotecario ha iniziato a muoversi a seguito dell'aumento del SARON all'1,0%. Non abbiamo condiviso questa opinione e ci aspettiamo un primo rialzo all'1,5% solo a settembre 2023. Secondo i nostri calcoli, il secondo rialzo all'1,75% dovrebbe seguire nell'estate del 2024.

## **Di quanto saliranno gli affitti nel 2023?**

Il rialzo del tasso di riferimento ipotecario all'1,5% nel corso del 2023 consente ai proprietari di aumentare i canoni di locazione del 3%, a condizione che finora abbiano trasferito tutte le riduzioni ai locatari. Poiché ciò si applica a meno della metà dei proprietari di immobili, solo una parte dei locatori può far valere un aumento dei costi degli interessi. Tuttavia, secondo il diritto in materia di locazione, i proprietari possono trasferire agli inquilini il 40% dell'inflazione e dell'aumento generale dei costi. Molti proprietari si avvalgono di questo diritto se la combinazione di entrambe le componenti giustifica un aumento dell'affitto. Prevediamo quindi un incremento complessivo degli affitti esistenti del 4%. Una buona parte di questo aumento sarà tuttavia effettiva solo nel 2024 a causa dei termini di disdetta da rispettare. A causa della crescente penuria, anche gli affitti sul mercato dovrebbero aumentare entro la fine dell'anno, e la stima è del 3%.

## **E le spese accessorie?**

Poiché le spese accessorie vengono solitamente conteggiate a fine giugno, i forti aumenti dei prezzi dell'energia dell'anno scorso dovrebbero riflettersi completamente sugli affitti solo al momento del conteggio di quest'anno. Ciò interesserà soprattutto gli inquilini i cui edifici sono riscaldati a olio o a gas. Dovranno farsi carico di un aumento totale dei costi del 58%. Una piccola parte

<sup>17</sup> Nella misura in cui questo materiale contenesse dichiarazioni sul futuro, tali dichiarazioni sono previsionali e pertanto comportano vari rischi e incertezze. Non sono garanzie di risultati o prestazioni future.

di questa cifra dovrebbe essere già stata contabilizzata nel computo del 2022. Quindi le spese accessorie per il riscaldamento aumenteranno probabilmente di circa il 40% nel computo del 2023. Un altro fattore negativo è il forte incremento dei costi dell'elettricità, che saliranno, in media, di quasi il 30% – con grandi differenze da comune a comune.

**Quali sono le correzioni delle valutazioni da mettere in conto per gli immobili da reddito?**

Come ci aspettavamo, lo scorso anno, salvo poche eccezioni, non si sono verificate correzioni delle valutazioni nei portafogli con immobili detenuti direttamente. Prevediamo ora che tali correzioni si manifestino per la prima volta nell'anno in corso. Il rialzo dei tassi di sconto dovrebbe mettere sotto pressione le valutazioni. Tuttavia, i fondamentali positivi, sotto forma di calo delle superfici sfitte e di aumento dei canoni di locazione nei due segmenti più importanti degli uffici e delle abitazioni, dovrebbero in ogni caso attenuare il calo delle valutazioni, così come l'aumento dei canoni di locazione a seguito di un cambio di inquilino o rivalutazioni dovute al miglior posizionamento degli immobili a opera di una gestione professionale. Detto questo, bisognerà comunque attendersi un calo delle valutazioni. Non è da escludere una riduzione del valore di circa il 10% ripartita su due o tre anni.

**Si deve mettere in conto una correzione dei prezzi per la proprietà abitativa?**

Nonostante il calo della domanda di proprietà abitativa, i prezzi dovrebbero salire anche nel 2023, seppure solo in modo marginale. Il motivo di questo ulteriore aumento è l'offerta ancora molto limitata. Tuttavia, dal 2024, è possibile che i prezzi diminuiscano a causa del contesto di mercato poco favorevole, perché la combinazione di tassi d'interesse in aumento e prezzi elevati degli immobili comporta semplicemente oneri di spesa troppo elevati. Questo, a sua volta, riduce la domanda in misura tale da indurre, prima o poi, delle correzioni dei prezzi. Prevediamo lievi cali dei prezzi in una fascia percentuale a una sola cifra per uno o due anni, poiché la persistente scarsità dell'offerta riduce il margine al ribasso. Tuttavia, anche in questo caso, la proprietà in Svizzera non diventerà probabilmente conveniente. Anche dopo lo scoppio della bolla immobiliare nei primi anni Novanta, i prezzi delle transazioni per gli appartamenti di proprietà erano scesi solo del 13,7% in totale. Nel caso delle case unifamiliari, il calo è stato ancora più contenuto.

**La domanda sta calando anche sul mercato delle residenze secondarie?**

Il forte rialzo dei tassi ipotecari sta riducendo anche la domanda di residenze secondarie. Tuttavia, la flessione è meno pronunciata rispetto alle residenze primarie. In primo luogo, ciò è dovuto al fatto che le abitazioni di vacanza, soprattutto quelle nelle destinazioni più ambite, sono richieste dalle economie domestiche agiate. Queste economie domestiche hanno una minore sensibilità ai tassi rispetto a quelle a reddito più basso. In secondo luogo, nella stragrande maggioranza delle destinazioni turistiche, non è più possibile costruire nuove abitazioni di vacanza senza restrizioni d'uso. Di conseguenza, queste abitazioni rimangono molto richieste. Ma se il mercato continua a raffreddarsi, sono possibili cali dei prezzi anche nelle destinazioni turistiche, sebbene non tutte le località saranno colpite nella stessa misura.

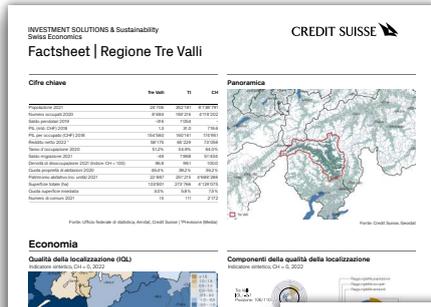
**L'home office riduce la domanda di superfici a uso ufficio?**

La diffusione di forme di lavoro flessibili è solo una delle tendenze che si stanno affermando sul mercato delle superfici a uso ufficio in Svizzera. Pertanto, non è facile rispondere alla domanda. Considerando la crescita incredibilmente solida dell'occupazione nel 2022 e la domanda accumulata durante la pandemia, quando molte aziende hanno evitato di prendere in affitto nuovi uffici, il calo della quota di offerta avrebbe dovuto essere più pronunciato. È sceso solo dal 5,8% del 2021 al 5,6% del 2022. Le aziende sembrano quindi richiedere meno spazi aggiuntivi rispetto alle fasi precedenti. I dati sulle superfici sfitte, misurati ufficialmente in alcune città e Cantoni, forniscono un quadro simile: anche la somma delle superfici sfitte è diminuita rispetto all'anno precedente, ma in modo molto meno marcato rispetto ai precedenti periodi di forte crescita occupazionale. L'effetto dell'home office dovrebbe incidere per un po' sulla capacità di assorbimento del mercato, prima che megatrend fondamentali, come la digitalizzazione e la terziarizzazione dei settori economici svizzeri, assicurino di nuovo una netta ripresa del fabbisogno di superfici a uso ufficio.

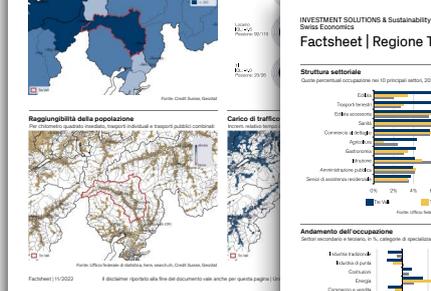
**Gli investimenti immobiliari sono ancora interessanti, nonostante l'aumento dei tassi d'interesse?**

Anche dopo la fine della fase straordinaria, in cui non si poteva fare a meno degli immobili, quest'ultimi rimangono una classe d'investimento interessante. La prosperità di un paese trova sempre riflesso, prima o poi, nella crescita dei prezzi dei terreni. La scarsità di questo bene dovrebbe accentuarsi in Svizzera, in particolare nei prossimi anni. Di conseguenza, gli immobili sono una componente importante di quasi tutti i portafogli. Inoltre, i prezzi record pagati fino alla primavera del 2022 appartengono ormai al passato e stanno gradualmente lasciando spazio a livelli più realistici.

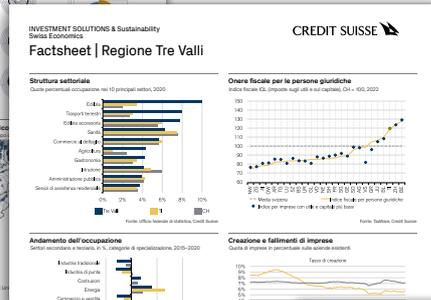
# Factsheets: Panoramica dei mercati immobiliari regionali



**Indicatori regolarmente aggiornati relativi alle 110 regioni economiche**  
 Quali sono le qualità della regione economica delle Tre Valli? Quali settori sono particolarmente importanti per la regione? Qual è il livello dei prezzi delle abitazioni nei comuni della regione? I Factsheets Credit Suisse rispondono a queste e a molte altre domande relative all'economia, alla demografia regionale e ai mercati delle abitazioni. Di norma vengono riportate cifre aggiornate sotto forma di grafici, tabelle e mappe.

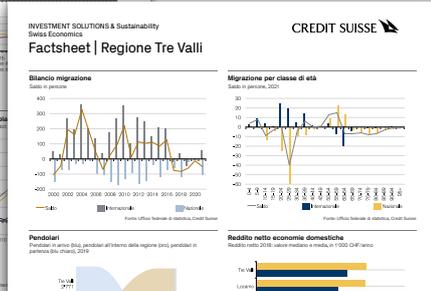


**Economia e demografia regionali**  
 Con la vostra azienda pianificate nuove sedi o vorreste farvi un'idea di una regione economica? A questo proposito i Factsheets Credit Suisse vi offrono delle cifre attuali su temi come qualità della localizzazione, raggiungibilità e andamento della popolazione.



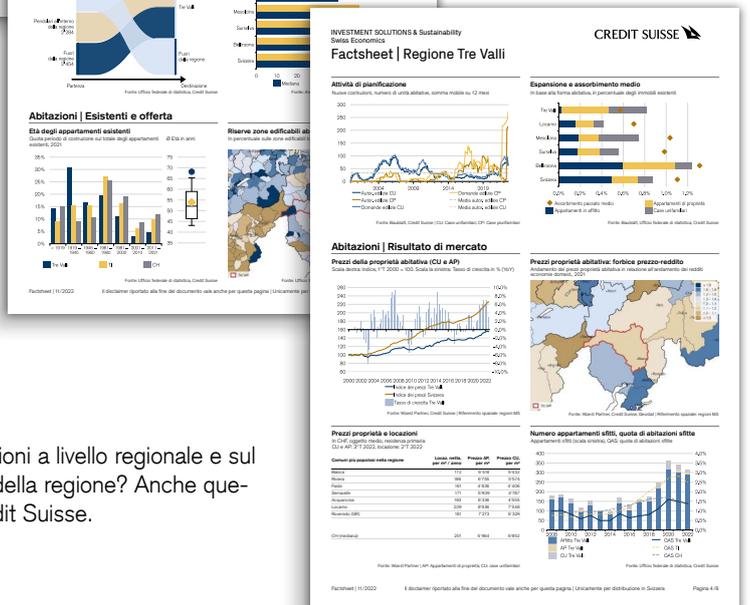
## Mercati regionali delle abitazioni

Desiderate trasferirvi, acquistare un appartamento di proprietà o investire in immobili da reddito? I Factsheets Credit Suisse vi forniscono i fatti centrali relativi al mercato delle abitazioni, con indicatori come l'età degli appartamenti, le cifre su quelli vuoti, l'attività di pianificazione e molto altro.



## Prezzi delle abitazioni e locazioni

Vorreste ottenere una panoramica sui prezzi delle abitazioni a livello regionale e sul loro andamento o equiparare i prezzi tra diversi comuni della regione? Anche queste informazioni si possono ricavare dai Factsheets Credit Suisse.



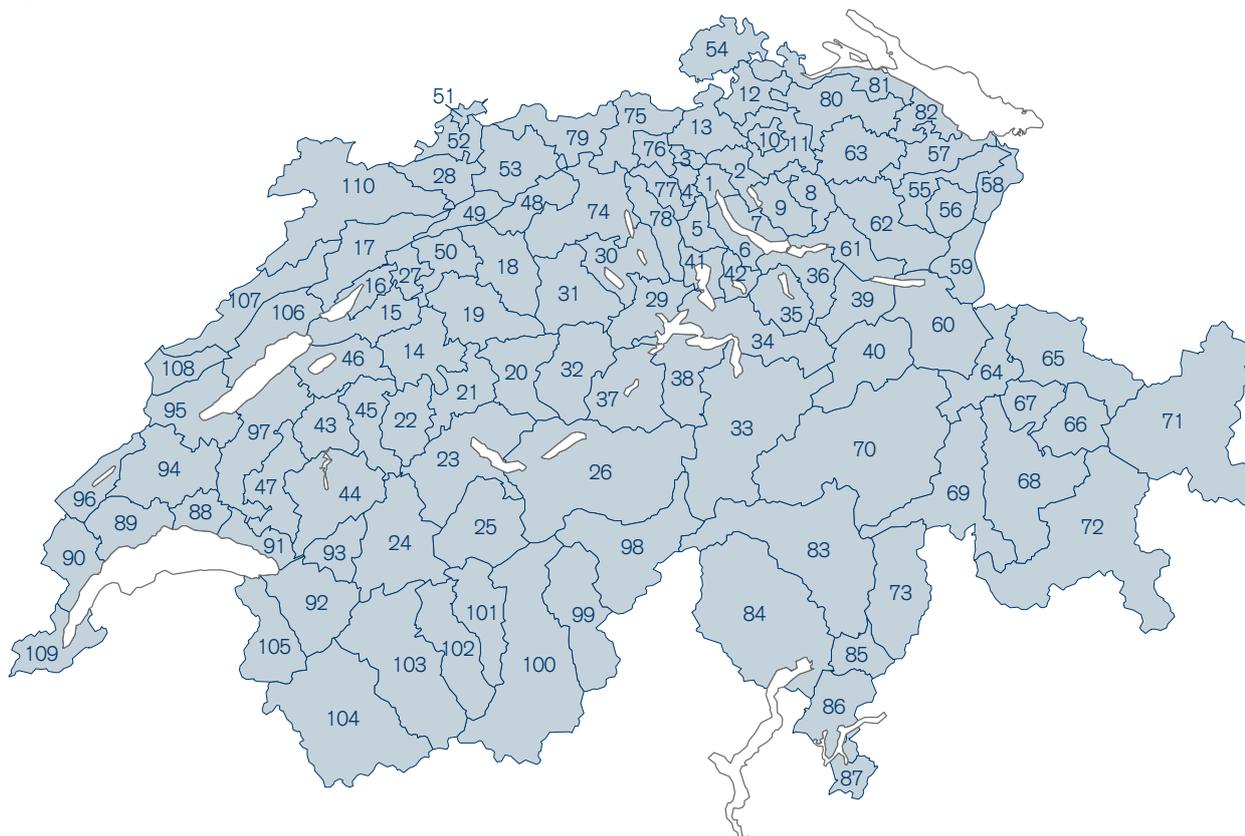
## Ecco come ordinare singoli Factsheets Credit Suisse:

Vogliate rivolgervi al vostro consulente clientela di Credit Suisse per ordinare i Factsheets relativi a singole regioni economiche nella lingua desiderata (italiano, tedesco, francese, o inglese). Un elenco delle 110 regioni economiche della Svizzera si trova alla pagina seguente.

## Appendice: Regioni economiche della Svizzera

Le regioni economiche sono state definite dal Credit Suisse Real Estate Economics in base alle regioni MS (Mobilità Spaziale) dell'Ufficio federale di statistica (UST). Alla base di questa suddivisione non ci sono tanto confini politici, quanto piuttosto fenomeni di carattere economico, strutture territoriali e modelli di mobilità. Queste regioni economiche, di conseguenza, possono anche superare i confini tra i diversi cantoni.

### Regioni economiche della Svizzera



1 Zürich-Stadt	23 Thun	45 Sense	67 Schanfigg	89 Morges/Rolle
2 Glattal	24 Saanen/Obersimmental	46 Murten	68 Mittelbünden	90 Nyon
3 Furttal	25 Kandertal	47 Glâne/Veveyse	69 Domleschg/Hinterrhein	91 Vevey/Lavaux
4 Limmattal	26 Berner Oberland-Ost	48 Olten/Gösgen/Gäu	70 Surselva	92 Aigle
5 Knonaueramt	27 Grenchen	49 Thal	71 Engiadina bassa	93 Pays d'Enhaut
6 Zimmerberg	28 Laufental	50 Solothurn	72 Oberengadin	94 Gros-de-Vaud
7 Pfannenstiel	29 Luzern	51 Basel-Stadt	73 Mesolcina	95 Yverdon
8 Oberland-Ost	30 Sursee/Seetal	52 Unteres Baselbiet	74 Aarau	96 La Vallée
9 Oberland-West	31 Willisau	53 Oberes Baselbiet	75 Brugg/Zurzach	97 La Broye
10 Winterthur-Stadt	32 Entlebuch	54 Schaffhausen	76 Baden	98 Goms
11 Winterthur-Land	33 Uri	55 Appenzell A.Rh.	77 Mutschellen	99 Brig
12 Weinland	34 Innerschwyz	56 Appenzell I.Rh.	78 Freiamt	100 Visp
13 Unterland	35 Einsiedeln	57 St. Gallen/Rorschach	79 Fricktal	101 Leuk
14 Bern	36 March/Höfe	58 St. Galler Rheintal	80 Thurtal	102 Sierre
15 Erlach/Seeland	37 Sameraatal	59 Werdenberg	81 Untersee/Rhein	103 Sion
16 Biel/Seeland	38 Nidwalden/Engelberg	60 Sarganserland	82 Oberthurgau	104 Martigny
17 Jura bernois	39 Glarner Mittel- und Unterland	61 Linthgebiet	83 Tre Valli	105 Monthey/St-Maurice
18 Oberaargau	40 Glarner Hinterland	62 Toggenburg	84 Locarno	106 Neuchâtel
19 Burgdorf	41 Lorzenebene/Ennetsee	63 Wil	85 Bellinzona	107 La Chaux-de-Fonds
20 Oberes Emmental	42 Zuger Berggemeinden	64 Bündner Rheintal	86 Lugano	108 Val-de-Travers
21 Aaretal	43 La Sarine	65 Prättigau	87 Mendrisio	109 Genève
22 Schwarzwasser	44 La Gruyère	66 Davos	88 Lausanne	110 Jura

Fonte: Credit Suisse

## Informazioni importanti

Il presente rapporto esprime le opinioni della sezione Credit Suisse Investment Solutions & Sustainability e non è stato redatto in conformità agli obblighi di legge intesi a promuovere l'indipendenza della ricerca sugli investimenti. Non è un prodotto della sezione Research del Credit Suisse anche se fa riferimento a raccomandazioni relative a ricerche pubblicate. Credit Suisse ha adottato politiche miranti a gestire i conflitti di interessi, tra le quali quelle relative alla negoziazione prima della distribuzione delle ricerche sugli investimenti. Queste politiche non si applicano alle opinioni di Investment Solutions & Sustainability illustrate nel presente rapporto. Al termine della presente documentazione sono riportate ulteriori informazioni importanti. Singapore: solo per investitori accreditati. Hong Kong: solo per investitori professionali. Australia: solo per clienti wholesale.

## Avvertenze sui rischi

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

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

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

## Rischi dei mercati finanziari

I rendimenti storici e gli scenari relativi ai mercati finanziari non costituiscono un'indicazione attendibile o una garanzia della performance futura. Il prezzo e il valore degli investimenti menzionati e l'eventuale reddito maturato possono aumentare, diminuire oppure essere soggetti a fluttuazioni. È opportuno che ti rivolga a consulenti in materia qualora riscontri la necessità di un supporto per queste valutazioni. Gli investimenti potrebbero non avere un mercato pubblico oppure avere solo un mercato secondario ristretto. Ove esista un mercato secondario, non è possibile prevedere il prezzo al quale verranno negoziati gli investimenti sul mercato o se tale mercato sarà liquido o meno.

## Mercati emergenti

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

## Investimenti alternativi

Gli hedge fund non sono soggetti alle numerose normative di tutela degli investitori che si applicano agli investimenti collettivi autorizzati regolamentati e i gestori di hedge fund sono sostanzialmente non sottoposti ad alcuna regolamentazione. Gli hedge fund non sono vincolati da una particolare disciplina d'investimento o strategia di negoziazione e mirano a trarre profitto da ogni

genere di mercato facendo ricorso a leva finanziaria, strumenti derivati e complesse strategie d'investimento speculative che possono aumentare il rischio di perdita degli investimenti.

Le operazioni in materie prime comportano un grado elevato di rischio, inclusa la perdita dell'intero investimento, e potrebbero non essere adatte a molti investitori privati. La performance di tali investimenti dipende da fattori imprevedibili, come ad esempio catastrofi naturali, impatti climatici, capacità dei trasporti, disordini politici, fluttuazioni stagionali e forti influenze dei roll forward, in particolare su futures e indici. Gli investitori in immobili sono esposti a rischi di liquidità, di cambio e altro genere, come per esempio rischio ciclico, di locazione nonché ai rischi dei mercati locali, quali il rischio ambientale e variazioni a livello di contesto legale.

## Private equity

Per private equity (di seguito "PE") si intende l'investimento nel capitale proprio di società non negoziate sul mercato (ossia non quotate su una borsa valori); si tratta di investimenti complessi, generalmente illiquidi e di lunga durata. Gli investimenti in un fondo di PE implicano generalmente un livello significativo di rischio finanziario e/o commerciale. Gli investimenti in fondi di PE non prevedono la protezione del capitale e non sono garantiti. Gli investitori saranno tenuti a soddisfare richiami del capitale investito nell'arco di un lungo periodo di tempo. Ove ciò non avvenga, potrebbe verificarsi la confisca di una parte o della totalità del conto capitale, la rinuncia a eventuali redditi o utili futuri sugli investimenti realizzati prima di tale inadempimento e, tra le altre cose, la perdita del diritto di partecipare a futuri investimenti o l'obbligo di vendita dei propri investimenti a un prezzo molto basso, di gran lunga inferiore alle valutazioni del mercato secondario. Le società o i fondi potrebbero essere soggetti a un elevato grado di leva finanziaria e pertanto potrebbero essere più sensibili a sviluppi commerciali e/o finanziari o a fattori economici. Tali investimenti potrebbero risentire di un'intensa concorrenza, della variazione di condizioni commerciali o economiche o di altri sviluppi che potrebbero ripercuotersi negativamente sulla loro performance.

## Rischio di tasso d'interesse e di credito

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

## Investment Solutions & Sustainability

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

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

## Disclaimer globale/Informazioni importanti

Le informazioni ivi contenute rappresentano materiale di marketing e non sono una ricerca d'investimento.

Il presente rapporto non è destinato né finalizzato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di alcuna persona fisica o giuridica avente cittadinanza, residente o ubicata in una località, stato, paese ovvero in un'altra giurisdizione in cui la

distribuzione, la pubblicazione, la disponibilità o l'impiego siffatti fossero contrari alla legislazione o alle normative vigenti, o a seguito dei quali Credit Suisse dovesse ottemperare a qualsivoglia obbligo di registrazione o licenza in tale giurisdizione.

I riferimenti a Credit Suisse che compaiono nel presente rapporto includono Credit Suisse AG, la banca svizzera e relative affiliate e collegate. Per maggiori informazioni sulla nostra struttura, si prega di usare il seguente link: <https://www.credit-suisse.com>

## ESCLUSIONE DI DISTRIBUZIONE, SOLLECITAZIONE O CONSULENZA:

Il presente rapporto è fornito a puro titolo informativo e illustrativo ed è destinato a un impiego strettamente personale. Non costituisce una sollecitazione, un'offerta o una raccomandazione di acquisto o vendita di alcun titolo o altro strumento finanziario. Qualsiasi informazione che includa fatti, opinioni o citazioni può essere sintetizzata o riassunta ed è espressa alla data di redazione. Le informazioni contenute nel presente rapporto sono state fornite solamente a titolo di commento di mercato generale e non costituiscono una forma di consulenza finanziaria regolamentata, né un servizio legale, fiscale o un altro servizio regolamentato. Non tengono conto degli obiettivi, della situazione o delle necessità finanziarie di alcun soggetto, che devono essere necessariamente considerati prima di effettuare una decisione d'investimento. Prima di prendere qualunque decisione d'investimento sulla base del presente rapporto o per eventuali spiegazioni necessarie in merito al suo contenuto, ti raccomandiamo di rivolgerti a un consulente finanziario indipendente. Il presente rapporto intende puramente fornire informazioni e giudizi di Credit Suisse alla data di redazione, indipendentemente dalla data alla quale tu riceva o acceda alle informazioni. Le osservazioni e giudizi contenuti nel presente rapporto potrebbero differire da quelli espressi da altre sezioni di Credit Suisse e variare in qualsiasi momento senza preavviso e in assenza di un obbligo di aggiornamento. Credit Suisse non è in alcun modo tenuto a garantire che tali aggiornamenti ti vengano comunicati.

## PREVISIONI E STIME:

La performance passata non costituisce un'indicazione o una garanzia della performance futura e non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito alla performance futura. Nella misura in cui il presente rapporto contenesse dichiarazioni sulla performance futura, tali dichiarazioni sono di natura previsionale e soggette a diversi rischi e incertezze. Salvo altrimenti indicato, tutte le cifre non sono state sottoposte a verifica. Il complesso delle valutazioni menzionate nel presente rapporto è soggetto alle politiche e alle procedure di valutazione di Credit Suisse.

## CONFLITTI:

Credit Suisse si riserva il diritto di porre rimedio a qualsiasi errore eventualmente contenuto nel presente rapporto. Credit Suisse, le sue affiliate e/o i rispettivi dipendenti possono detenere una posizione o partecipazione o altro interesse sostanziale, oppure effettuare transazioni, nei titoli menzionati o nelle relative opzioni o in altri investimenti correlati e, di volta in volta, incrementare o cedere tali investimenti. Credit Suisse può fornire, o aver fornito nel corso degli ultimi 12 mesi, una consulenza significativa o servizi d'investimento in relazione agli investimenti riportati nel presente rapporto o a un investimento correlato a qualsivoglia società o emittente menzionato. Alcuni investimenti cui si fa riferimento nel presente rapporto saranno offerti da una singola entità o da un'associata di Credit Suisse oppure il Credit Suisse potrebbe essere il solo market maker di tali investimenti. Credit Suisse è coinvolto in molte attività correlate alle società menzionate nel presente rapporto. Queste attività comprendono negoziazioni specializzate, arbitraggio dei rischi, market making e altre negoziazioni titoli per proprio conto.

## REGIME FISCALE:

Nessun elemento del presente rapporto costituisce una consulenza in materia di investimenti, legale, contabile o fiscale. Credit Suisse non offre alcuna consulenza per quanto attiene alle conseguenze fiscali degli investimenti e ti consigliamo di rivolgerti a un fiscalista indipendente. I livelli di tassazione e la base imponibile dipendono dalle circostanze individuali e sono soggetti a variazioni.

## FONTI:

Le informazioni e le opinioni illustrate nel presente rapporto sono state ricavate o desunte da fonti che, a giudizio di Credit Suisse, sono affidabili. Tuttavia, Credit Suisse non rilascia alcuna dichiarazione in merito alla loro accuratezza o completezza. Credit Suisse non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'utilizzo del presente rapporto.

## SITI WEB:

Il presente rapporto può fornire gli indirizzi di, o contenere collegamenti ipertestuali a, siti Web. Salvo ove il presente rapporto si riferisca a materiale riportato sul sito Web di Credit Suisse, Credit Suisse non ha esaminato i siti collegati e non si assume alcuna responsabilità in relazione ai contenuti dei siti in questione. Tali indirizzi o collegamenti ipertestuali (compresi gli indirizzi o i collegamenti ipertestuali al materiale sul sito Web di Credit Suisse) sono forniti esclusivamente per tua praticità e le informazioni e i contenuti dei siti collegati non costituiscono in alcun modo parte integrante del presente rapporto. L'accesso ai siti Web in questione o l'impiego di tali link tramite il presente rapporto o il sito Web di Credit Suisse saranno completamente a tuo rischio.

## INFORMATIVA SULLA PROTEZIONE DEI DATI:

I vostri Dati personali saranno trattati in conformità all'informativa sulla privacy di Credit Suisse, consultabile presso il vostro domicilio accedendo al sito web ufficiale di Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Credit Suisse Group AG e sue controllate possono trattare i Dati personali di base (ossia dati di contatto come nome e cognome, indirizzo e-mail) dei clienti per offrire materiale di marketing concernente i nostri prodotti e servizi. I clienti potranno tuttavia richiedere di non ricevere più tale materiale in qualsiasi momento, informando il proprio Relationship Manager.

## Entità distributrici

Salvo quanto diversamente qui specificato, il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, una banca svizzera autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari. **Arabia Saudita:** Il presente documento è stato distribuito da Credit Suisse Saudi Arabia (CR number 1010228645), debitamente autorizzata e regolamentata dalla Saudi Arabian Capital Market Authority in conformità al numero di licenza 08104-37 datata 23/03/1429H corrispondente a 21/03/2008AD. La sede principale di attività di Credit Suisse Saudi Arabia è King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Arabia Saudita. Sito web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. Ai sensi delle norme dell'Offer of Securities and Continuing Obligations, il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita, fatta eccezione per gli individui espressamente indicati in tali norme emanate dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non si fa carico dell'accuratezza o della completezza del presente documento ed esclude espressamente qualsivoglia responsabilità per eventuali perdite derivanti o insorte facendo affidamento su qualsiasi parte del medesimo. I potenziali acquirenti dei titoli ivi offerti devono applicare la dovuta diligenza in relazione all'accuratezza delle informazioni sui titoli. Se non comprende i contenuti del presente documento, l'investitore dovrebbe consultare un consulente finanziario autorizzato. **Bahrain:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, Filiale del Bahrain, una filiale di Credit Suisse AG, Zurigo/Svizzera, debitamente autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Bahrain (CBB) come Investment Business Firm Category 2. I relativi servizi o prodotti finanziari sono resi disponibili soltanto a Professional Clients (clienti professionisti) o Accredited Investors (investitori accreditati), secondo la definizione della CBB, e non sono destinati ad alcun altro soggetto. La Central Bank of Bahrain non ha esaminato né ha approvato il presente documento o la commercializzazione di alcun veicolo d'investimento qui menzionato nel Regno del Bahrain e non è responsabile della performance dei suddetti veicoli d'investimento. Credit Suisse AG, filiale del Bahrain, una filiale di Credit Suisse AG; Zurigo/Svizzera, ha sede al Level 21, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Regno del Bahrain. **Brasile:** questo rapporto è distribuito in Brasile da Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários o le sue società collegate. **Cile:** Il presente rapporto è distribuito da Credit

Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, una filiale di Credit Suisse AG (registrata nel Cantone di Zurigo), regolamentata dalla Commissione dei mercati finanziari cilena. Né l'emittente né i titoli sono stati registrati presso la Commissione dei mercati finanziari del Cile (Comisión para el Mercado Financiero) ai sensi della legge n. 18.045, la Ley de Mercado de Valores, e relativi regolamenti; di conseguenza, non possono essere né offerti né venduti pubblicamente in Cile. Il presente documento non costituisce un'offerta né un invito alla sottoscrizione o all'acquisto dei titoli nella Repubblica del Cile, fatta eccezione per gli investitori identificati individualmente ai sensi di un'offerta privata ai sensi dell'articolo 4 della Ley de Mercado de Valores (un'offerta che non "è indirizzata al pubblico in generale o a un determinato settore o specifico gruppo del pubblico"). **DIFC:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG (DIFC Branch). Credit Suisse AG (DIFC Branch) è autorizzata e regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority («DFSA»). I relativi prodotti o servizi finanziari sono disponibili soltanto per i clienti professionisti o le controparti di mercato, secondo la definizione della DFSA, e non sono destinati a qualsivoglia altra persona. Credit Suisse AG (DIFC Branch) ha sede al Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Emirati Arabi Uniti. **Francia:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la "filiale francese"), che è una filiale di Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. La filiale francese è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nonché delle autorità di sorveglianza francesi, la Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), e della Autorité des Marchés Financiers (AMF). **Germania:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, che è autorizzata e regolamentata dal Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"). **Guernsey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, Guernsey Branch, una succursale di Credit Suisse AG (registrata nel Cantone di Zurigo) con sede operativa in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. Credit Suisse AG, Guernsey Branch è interamente controllata da Credit Suisse AG e regolamentata dalla Guernsey Financial Services Commission. Copie dell'ultimo bilancio soggetto a revisione contabile di Credit Suisse AG sono disponibili su richiesta. **India:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse Securities (India) Private Limited (n. CIN U67120MH1996PTC104392), soggetta alla regolamentazione del Securities and Exchange Board of India in qualità di Research Analyst (n. registrazione INH 00001030), di Gestore di portafoglio (n. registrazione INP00002478) e Intermediario in valori mobiliari (n. registrazione INZ000248233), e indirizzato registrato presso 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai – 400 018, India, T- +91-22 6777 3777. **Israele:** Se distribuito in Israele da Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd.: Il presente documento è distribuito da Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, compresi i servizi offerti in Israele, e non è soggetto alla sorveglianza delle banche presso la Bank of Israel, bensì dell'autorità di sorveglianza delle banche competente in Svizzera. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. è un marketer finanziario autorizzato in Israele e pertanto le sue attività di marketing finanziario sono soggette alla sorveglianza dell'Israel Securities Authority. **Italia:** Il presente rapporto è distribuito in Italia da Credit Suisse (Italy) S.p.A., banca di diritto Italiano, iscritta all'albo delle banche e soggetta alla supervisione e al controllo di Banca d'Italia e CONSOB. **Libano:** Questa relazione viene distribuita da Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un istituto finanziario costituito in Libano e regolamentato dalla Banca centrale del Libano (Central Bank of Lebanon, «CBL») e ha un numero di licenza per l'istituto finanziario 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL è soggetta alle leggi e alle circolari della CBL, oltre che alle leggi e alle regolamentazioni della Capital Markets Authority of Lebanon («CMA»). CSLF è una filiale di Credit Suisse SA e parte di Credit Suisse Group (CS). La CMA non si fa carico di alcuna responsabilità per i contenuti delle informazioni incluse nel presente rapporto, tra l'altro per l'accuratezza e la completezza di tali informazioni. La responsabilità per il contenuto di questo rapporto è di chi l'ha pubblicato, dei rispettivi amministratori e di altre persone, come gli esperti, le cui opinioni vengono incluse nel rapporto con il rispettivo consenso. La CMA non ha altresì valutato l'adeguatezza dell'investimento per un particolare investitore o tipologia di investitore. Resta espressamente inteso e riconosciuto che gli investimenti sui mercati finanziari potrebbero implicare un livello elevato di complessità e di rischio di perdita di valore e potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. La valutazione dell'adeguatezza di CSLF in riferimento all'investimento sarà eseguita sulla base delle informazioni che l'investitore avrebbe fornito a CSLF alla data di tale valutazione e in linea con le politiche e i processi interni di Credit Suisse. Si conviene che l'inglese verrà impiegato in tutte le comunicazioni e la documentazione fornite da CS e/o da CSLF. Accettando di investire nel prodotto, l'investitore conferma espressamente e in modo irrevocabile e comprende perfettamente di non avere alcuna obiezione in merito all'utilizzo della lingua inglese. **Lussemburgo:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel

Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Messico:** Il presente documento rappresenta l'opinione della persona che fornisce i propri servizi a C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ("C. Suisse Asesoría") e/o Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) ("Banco CS"). Sia C. Suisse Asesoría sia Banco CS si riservano pertanto il diritto di modificare la propria opinione in qualsiasi momento e non si assumono alcuna responsabilità al riguardo. Il presente documento è distribuito a soli scopi informativi e non implica una raccomandazione personale, un suggerimento o un invito a effettuare alcuna operazione e non sostituisce la comunicazione con il proprio funzionario in relazione a C. Suisse Asesoría e/o Banco CS prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento. C. Suisse Asesoría e/o Banco CS non si assumono alcuna responsabilità per le decisioni d'investimento basate sulle informazioni contenute nel documento inviato, poiché tali informazioni potrebbero non tener conto dello scenario della strategia d'investimento e degli obiettivi di particolari clienti. Il prospetto informativo, gli opuscoli, i regimi d'investimento dei fondi d'investimento, le relazioni annuali o le informazioni finanziarie periodiche contengono ulteriori informazioni utili per gli investitori. Tali documenti sono disponibili gratuitamente direttamente presso gli emittenti e gli operatori dei fondi d'investimento sulla pagina Internet della borsa su cui sono quotati oppure tramite il funzionario competente presso C. Suisse Asesoría e/o Banco CS. La performance passata e i vari scenari dei mercati esistenti non sono una garanzia di rendimenti attuali e futuri. Se le informazioni ivi contenute sono incomplete, errate o poco chiare, l'investitore deve contattare il proprio funzionario di C. Suisse Asesoría e/o Banco CS il più presto possibile. Il presente documento può essere oggetto di modifiche senza alcuna responsabilità da parte di C. Suisse Asesoría e/o Banco CS. Il presente documento è distribuito ai soli scopi informativi e non sostituisce le relazioni operative e/o gli estratti conto che l'investitore riceve da C. Suisse Asesoría e/o Banco CS per quanto riguarda le disposizioni generali applicabili agli istituti finanziari e ad altre entità legali che forniscono servizi d'investimento emanate dalla Commissione nazionale per il settore bancario e dei valori mobiliari ("CNBV"). Alla luce della natura del presente documento, C. Suisse Asesoría e/o Banco CS non si assumono alcuna responsabilità derivante dalle informazioni ivi contenute. Fatto salvo che le informazioni sono state ottenute o sono basate su fonti ritenute affidabili da C. Suisse Asesoría e/o Banco CS, non vi è alcuna garanzia sull'accuratezza o sulla completezza delle informazioni. Banco CS e/o C. Suisse Asesoría non accettano alcuna responsabilità per qualsivoglia perdita derivante dall'utilizzo delle informazioni contenute nel documento inviato all'investitore. Si raccomanda all'investitore di assicurarsi che le informazioni fornite siano conformi alla sua situazione personale e al suo profilo d'investimento, relativamente a qualsiasi situazione legale, regolamentare o fiscale particolare, oppure di richiedere una consulenza professionale indipendente. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. è un consulente d'investimento costituito ai sensi della Legge messicana sul mercato dei valori mobiliari («LMV») ed è iscritta innanzi alla Commissione nazionale per il settore bancario e dei valori mobiliari («CNBV») al foglio numero 30070. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. non fa parte del Gruppo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. o di qualsiasi altro gruppo finanziario in Messico. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. non è un consulente d'investimento indipendente ai sensi della LMV e di altri regolamenti applicabili in conseguenza della sua relazione con Credit Suisse AG, un istituto finanziario estero, e della sua relazione indiretta con le entità che fanno capo a Gruppo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. **Paesi Bassi:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Netherlands Branch (la «filiale olandese»), che è una filiale di Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. La filiale olandese è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nonché dell'autorità di sorveglianza olandese, la De Nederlandsche Bank (DNB), e dell'autorità olandese per i mercati finanziari, la Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portogallo:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la «filiale portoghese»), che è una filiale di Credit Suisse (Luxembourg) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo con sede legale in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. La filiale portoghese è soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nonché delle autorità di sorveglianza portoghese, il Banco de Portugal (BdP) e la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Qatar:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse (Qatar) L.L.C., debitamente autorizzata e regolamentata dalla Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) ai sensi della licenza QFC n° 00005. Tutti i relativi prodotti o servizi finanziari saranno disponibili soltanto per Eligible Counterparties (come definiti dalla QFCRA) o Business Customers (come definiti dalla QFCRA), inclusi i privati che hanno scelto di essere classificati come

Business Customer, con attività nette di oltre QR 4 milioni, dotati di esperienza, conoscenze e competenze in materia finanziaria sufficienti per partecipare a operazioni aventi a oggetto tali prodotti e/o servizi. Pertanto queste informazioni non devono essere fornite a, o essere utilizzate da, qualsiasi altro tipo di privato. QFCRA non si assume alcuna responsabilità per la revisione o verifica di prospetti o altri documenti correlati al presente prodotto/servizio in quanto tale prodotto/servizio non è registrato nel QFC o regolamentato dalla QFCRA. In linea con ciò, la QFCRA non ha rivisto né approvato tale materiale di marketing o altri documenti associati né intrapreso alcuna misura per verificare le informazioni illustrate nel presente documento, e non si assume alcuna responsabilità al riguardo. Chi investe in questo prodotto/servizio potrebbe non avere accesso alle medesime informazioni riguardo al prodotto/servizio che riceverebbe se il prodotto/servizio fosse registrato nel QFC. Il prodotto/servizio al quale questo materiale di marketing fa riferimento potrebbe essere illiquido e/o soggetto a restrizioni per la rispettiva rivendita. Il ricorso nei confronti del prodotto/servizio, e di coloro coinvolti, potrebbe essere limitato o difficile da intraprendere e potrebbe dover essere svolto in una giurisdizione al di fuori del QFC. Si raccomanda ai potenziali acquirenti del prodotto/servizio offerto di svolgere la propria due diligence sul prodotto/servizio. Se non viene compreso il contenuto del presente opuscolo, si raccomanda di consultare il proprio consulente finanziario autorizzato. **Regno Unito:** Il presente materiale è distribuito da Credit Suisse (UK) Limited, autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. Se il presente materiale è distribuito nel Regno Unito da un'entità offshore non esentata ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, si applicherà la seguente disposizione: Nella misura comunicata nel Regno Unito o tale da avere effetti nel Regno Unito, il presente documento costituisce una promozione finanziaria approvata da Credit Suisse (UK) Limited, autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority per quanto riguarda l'esercizio di attività d'investimento nel Regno Unito. La sede legale di Credit Suisse (UK) Limited è in Five Cabot Square, Londra, E14 4QR. Si fa presente che le norme del Financial Services and Markets Act 2000 (legge del 2000 sui servizi e i mercati finanziari nel Regno Unito) concernenti la tutela dei clienti retail non trovano applicazione nel vostro caso e che non potete altresì disporre di alcuna potenziale compensazione accessibile agli «eligible claimants», ossia i «richiedenti idonei» ai sensi del Financial Services Compensation Scheme (piano di compensazione dei servizi finanziari) del Regno Unito. Il regime fiscale dipende dalla situazione personale di ciascun cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro. **Spagna:** Il presente documento rappresenta materiale di marketing ed è fornito da Credit Suisse AG, Sucursal en España, entità legale registrata presso la Comisión Nacional del Mercado de Valores ai soli fini informativi. È destinato esclusivamente al destinatario per il solo uso personale e, ai sensi dei regolamenti attualmente vigenti, non può essere considerato in alcun modo un'offerta di titoli, una consulenza d'investimento personale o una raccomandazione generale o specifica di prodotti o strategie d'investimento intese come un invito a effettuare qualsivoglia operazione. Il cliente è in ogni caso responsabile per le decisioni prese sugli investimenti o sui disinvestimenti; di conseguenza, il cliente si assume ogni responsabilità per i guadagni o per le perdite derivanti dalle operazioni che il cliente decide di effettuare sulla base delle informazioni e opinioni espresse nel presente documento. Il presente documento non è il risultato di un'analisi o una ricerca finanziarie e non è pertanto soggetto ai regolamenti attualmente vigenti per la produzione e distribuzione di ricerca finanziaria né i suoi contenuti sono conformi ai requisiti legali in termini di indipendenza della ricerca finanziaria. **Sudafrica:** Le presenti informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG, registrata come fornitore di servizi finanziari presso la Financial Sector Conduct Authority in Sudafrica, con numero FSP 9788 e/o da Credit Suisse (UK) Limited, registrata come fornitore di servizi finanziari presso la Financial Sector Conduct Authority in Sudafrica con numero FSP 48779. **Turchia:** le informazioni, i commenti e le raccomandazioni sugli investimenti contenuti nel presente documento non rientrano nell'attività di consulenza finanziaria. I servizi di consulenza finanziaria sono forniti dagli istituti autorizzati in modo personalizzato tenendo conto delle preferenze di rischio e di rendimento del singolo. I commenti e le raccomandazioni contenuti nel presente sono invece di natura generica. Le raccomandazioni potrebbero pertanto non essere adatte alla vostra situazione finanziaria o alle vostre preferenze di rischio e rendimento. Per questa ragione, qualsiasi decisione d'investimento presa esclusivamente sulla base delle informazioni fornite nel presente documento potrebbe non generare risultati in linea con le proprie aspettative. Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse Istanbul Menkul Değerler Anonim Şirketi, regolamentata da Capital Markets Board of Turkey, con sede legale presso Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler n. 61 34340, Besiktas/ Istanbul-Turchia.

## Informazioni importanti di divulgazione regionale

Ai sensi della Risoluzione CVM n. 20/2021 del 25 febbraio 2021, l'autore o gli autori del rapporto certificano che le opinioni in esso contenute riflettono solo ed esclusivamente le loro opinioni personali e sono state preparate in modo indipendente, anche con riferimento a Credit Suisse. Parte del compenso dell'autore o degli autori è basato su vari fattori, incluse le entrate totali di Credit Suisse, ma nessuna parte del compenso è stata o sarà collegata alle raccomandazioni specifiche o alle opinioni espresse in questo rapporto. Credit Suisse dichiara inoltre di aver fornito e/o che in futuro potrebbe fornire servizi di investment banking, mediazione, gestione patrimoniale, banca commerciale e altri servizi finanziari alla o alle società in oggetto o alle loro società collegate, a fronte dei quali hanno ricevuto o potrebbero ricevere onorari e commissioni standard, e che costituiscono o potrebbero costituire importanti interessi finanziari o commerciali in relazione alla o alle società in oggetto o ai titoli in questione.

**STATI UNITI: LA PRESENTE RELAZIONE E LE EVENTUALI COPIE NON POSSONO ASSOLUTAMENTE ESSERE INVIATE, PORTATE O DISTRIBUITE NEGLI STATI UNITI O A SOGGETTI STATUNITENSIS (SECONDO LA DEFINIZIONE DELLA REGULATION S AI SENSI DEL SECURITIES ACT STATUNITENSE DEL 1933 E RELATIVE MODIFICHE).**

## APAC - AVVISO IMPORTANTE

Le informazioni contenute nel presente documento costituiscono materiale di marketing; non si tratta di una ricerca di investimento. Per tutti i conti, a eccezione di quelli gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: il presente documento è stato redatto da Credit Suisse AG ("Credit Suisse") solo a titolo informativo generale. Non è e non intende costituire una ricerca o un'analisi approfondita e, di conseguenza, non rappresenta una ricerca o una raccomandazione di investimento per scopi normativi. Non tiene conto della situazione, delle esigenze e degli obiettivi finanziari, che sono considerazioni necessarie su cui basare una decisione di investimento, di una singola persona. Le informazioni fornite non intendono costituire una base sufficiente su cui prendere decisioni di investimento e non rappresentano una raccomandazione personale o una consulenza di investimento. Credit Suisse non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'adeguatezza dei prodotti o servizi specificati nel presente documento per un particolare investitore. Non costituisce un invito o un'offerta di sottoscrizione o di acquisto di prodotti o servizi in esso specificati né un invito a partecipare ad altre transazioni. Gli unici termini legalmente vincolanti sono contenuti nella rispettiva documentazione di prodotto o nelle conferme e nei contratti specifici redatti da Credit Suisse. Per i conti gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: il presente documento è stato redatto da Credit Suisse AG ("Credit Suisse") solo a titolo informativo generale. Non è e non intende costituire una ricerca o un'analisi approfondita e, di conseguenza, non rappresenta una ricerca di investimento per scopi normativi. Non tiene conto della situazione, delle esigenze e degli obiettivi finanziari, che sono considerazioni necessarie su cui basare una decisione di investimento, di una singola persona. Credit Suisse non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'appropriatezza di prodotti o servizi specificati nel presente documento per un particolare investitore. Non costituisce un invito o un'offerta di sottoscrizione o di acquisto di prodotti o servizi in esso specificati né un invito a partecipare ad altre transazioni. Gli unici termini legalmente vincolanti sono contenuti nella rispettiva documentazione di prodotto o nelle conferme e nei contratti specifici redatti da Credit Suisse. Per tutti: in relazione ai prodotti specificati nel presente documento, Credit Suisse e/o le sue società collegate possono:

- (i) avere avuto un ruolo precedente nella predisposizione o nell'erogazione di finanziamenti alle entità oggetto;
- (ii) essere una controparte in transazioni successive in relazione alle entità oggetto o
- (iii) pagare, o aver pagato, oppure ricevere o aver ricevuto, una remunerazione una tantum o ricorrente dalle entità specificate nel presente documento, come parte della sua/loro retribuzione. Tali pagamenti possono essere eseguiti o ricevuti da terzi.

Credit Suisse e/o le sue società collegate (inclusi i rispettivi funzionari, amministratori e collaboratori) possono essere, o possono essere stati, coinvolti in altre transazioni con le entità oggetto specificate o altre parti indicate, ma non rivelate, nel presente documento. Credit Suisse, per se stessa e per conto di ciascuna delle sue società collegate, si riserva il diritto di fornire e continuare a fornire servizi e di trattare e continuare a trattare con le entità oggetto dei prodotti specificati in questo documento o con altre parti in relazione ai prodotti

specificati nel presente documento. Credit Suisse o le sue società collegate possono o potrebbero inoltre detenere posizioni di trading nel capitale azionario di una qualsiasi delle entità oggetto specificate nel presente documento.

Per tutti i conti, a eccezione di quelli gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: una società collegata di Credit Suisse può aver agito sulla base delle informazioni e dell'analisi contenute nel presente documento prima che fosse messo a disposizione del destinatario. Entro i limiti di legge, una società collegata di Credit Suisse può partecipare ad altre operazioni di finanziamento con l'emittente dei titoli a cui si fa riferimento nel presente documento o investire in esse, prestare servizi o sollecitare affari da tali emittenti oppure avere una posizione o effettuare transazioni in loro titoli o opzioni. Nei più ampi termini previsti dalla legge, Credit Suisse, le sue società collegate e ciascuno dei rispettivi amministratori, collaboratori e consulenti non accettano alcuna responsabilità derivante da omissioni o errori contenuti nel presente documento né per perdite né per danni diretti, indiretti, specifici, consequenziali o incidentali subiti dal destinatario di questo documento o da qualsiasi altra persona che abbia usato o fatto affidamento sulle informazioni in esso contenute. Né Credit Suisse né le sue società collegate (o i rispettivi amministratori, funzionari, collaboratori o consulenti) rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità e/o alla completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le informazioni contenute nel presente documento rappresentano considerazioni generali sull'andamento del mercato e non costituiscono in alcun modo consulenza finanziaria regolamentata, legale, fiscale o altri servizi regolamentati. Le osservazioni e i giudizi contenuti nel presente documento possono essere differenti o incoerenti rispetto alle osservazioni e ai giudizi degli analisti di Credit Suisse Research, di altre divisioni o di posizioni in proprio di Credit Suisse. Credit Suisse non ha l'obbligo di aggiornare, notificare o fornire informazioni aggiuntive ad alcuna persona, qualora venga a conoscenza dell'eventuale inesattezza, incompletezza o di modifiche apportate alle informazioni contenute nel presente documento. Se il presente documento contiene affermazioni riguardanti performance future, tali affermazioni hanno carattere previsionale e sono soggette a numerosi rischi e incertezze. La performance conseguita in passato non è un indicatore affidabile di risultati futuri.

Per i conti gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: una società collegata di Credit Suisse può aver agito sulla base delle informazioni e dell'analisi contenute nel presente documento prima che fosse messo a disposizione del destinatario. Entro i limiti di legge, una società collegata di Credit Suisse può partecipare ad altre operazioni di finanziamento con l'emittente dei titoli a cui si fa riferimento nel presente documento o investire in esse, prestare servizi o sollecitare affari da tali emittenti oppure avere una posizione o effettuare transazioni in loro titoli o opzioni. Nei più ampi termini previsti dalla legge, Credit Suisse, le sue società collegate e ciascuno dei rispettivi amministratori, collaboratori e consulenti non accettano alcuna responsabilità derivante da omissioni o errori contenuti nel presente documento né per perdite né per danni diretti, indiretti, specifici, consequenziali o incidentali subiti dal destinatario di questo documento o da qualsiasi altra persona che abbia usato o fatto affidamento sulle informazioni in esso contenute. Né Credit Suisse né le sue società collegate (o i rispettivi amministratori, funzionari, collaboratori o consulenti) rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità e/o alla completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le informazioni contenute nel presente documento rappresentano considerazioni generali sull'andamento del mercato e non costituiscono alcun tipo di servizio legale, fiscale o di altro servizio regolamentato. Le osservazioni e i giudizi contenuti nel presente documento possono essere differenti o incoerenti rispetto alle osservazioni e ai giudizi degli analisti di Credit Suisse Research, di altre divisioni o di posizioni in proprio di Credit Suisse. Credit Suisse non ha l'obbligo di aggiornare, notificare o fornire informazioni aggiuntive ad alcuna persona, qualora venga a conoscenza dell'eventuale inesattezza o di modifiche apportate alle informazioni contenute nel presente documento. Se il presente documento contiene affermazioni riguardanti performance future, tali affermazioni hanno carattere previsionale e sono soggette a numerosi rischi e incertezze. La performance conseguita in passato non è un indicatore affidabile di risultati futuri. Per tutti: il presente documento non è rivolto né destinato a essere distribuito o utilizzato da persone o entità che siano cittadine o residenti oppure che abbiano sede in una giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo sarebbero contrari alle leggi o alle norme applicabili o che comporterebbero per Credit Suisse e/o le sue affiliate o collegate obblighi di registrazione o licenza in tale giurisdizione. I documenti sono stati forniti al destinatario e non devono essere ridistribuiti senza il previo esplicito consenso scritto di Credit Suisse. Per maggiori informazioni, vogliate contattare il vostro Relationship Manager.

Se il presente documento contiene un'appendice che include rapporti di ricerca, ad essa si applica la seguente nota integrativa.

## IMPORTANTE NOTA INTEGRATIVA PER L'APPENDICE

I rapporti di cui all'appendice ("rapporti") sono stati redatti da membri del dipartimento Credit Suisse Research e le informazioni e le opinioni ivi espresse si riferiscono alla data di redazione e sono soggette a modifiche senza preavviso. I giudizi riguardanti un particolare titolo descritto nel rapporto possono essere differenti o incoerenti rispetto alle osservazioni e ai giudizi del dipartimento Credit Suisse Research della divisione Investment Banking, a causa di differenze nei criteri di valutazione. Questi rapporti sono stati precedentemente pubblicati da Credit Suisse Research sul web.

Credit Suisse non intrattiene né intende intrattenere rapporti d'affari con le società riportate nei suoi rapporti di ricerca. Di conseguenza, gli investitori dovrebbero essere consapevoli del fatto che potrebbe sussistere un conflitto d'interesse per Credit Suisse, con eventuali ripercussioni sull'obiettività di tali rapporti.

Per tutti i conti, a eccezione di quelli gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: Credit Suisse potrebbe non aver adottato le misure necessarie a garantire che i titoli a cui si fa riferimento in questi rapporti siano indicati per un particolare investitore. Credit Suisse non tratterà i destinatari dei rapporti come propri clienti in virtù del fatto che li ricevono. Per i conti gestiti da consulenti clientela e/o Investment Consultant di Credit Suisse AG, Hong Kong Branch: Credit Suisse potrebbe non aver adottato le misure necessarie a garantire che i titoli a cui si fa riferimento in questi rapporti siano adatti a un particolare investitore. Credit Suisse non tratterà i destinatari dei rapporti come propri clienti in virtù del fatto che li ricevono. Per tutti: per un approfondimento dei rischi correlati all'investimento nei titoli citati nei rapporti, si rimanda al seguente link Internet: <https://investment.credit-suisse.com/re/riskdisclosure/>

Per informazioni sulla divulgazione di informazioni relative alle società valutate da Credit Suisse Investment Banking citate nel presente rapporto si rimanda al sito della divisione Investment Banking, all'indirizzo: <https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Per maggiori informazioni, compresa la diffusione di informazioni relative ad altri emittenti, si rimanda al sito Credit Suisse Global Research Disclosure all'indirizzo: <https://www.credit-suisse.com/disclosure>

**AUSTRALIA** Il presente documento è distribuito in Australia da Credit Suisse AG, Sydney Branch, a solo scopo informativo a clienti "Wholesale" (secondo quanto definito nella sezione 761G(7) del Corporations Act). Credit Suisse AG, Sydney Branch, non garantisce il rendimento, né rilascia alcuna garanzia in merito alla performance, dei prodotti finanziari a cui il presente rapporto fa riferimento. In Australia, le entità di Credit Suisse Group diverse da Credit Suisse AG, Sydney Branch, non sono istituti di deposito autorizzati per gli scopi definiti nel Banking Act 1959 (Cth.) e le loro obbligazioni non rappresentano depositi o altre passività di Credit Suisse AG, Sydney Branch. Credit Suisse AG, Sydney Branch, non garantisce né fornisce altre assicurazioni in merito alle obbligazioni di tali entità di Credit Suisse o dei fondi. **HONG KONG** Il presente documento è distribuito a Hong Kong da Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, un istituto in possesso della licenza "Authorized Institution" rilasciata dalla Hong Kong Monetary Authority e istituto registrato disciplinato dalla Securities and Futures Commission, ed è stato redatto in conformità alla sezione 16 del "Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission". I contenuti del presente documento non sono stati esaminati da un'autorità di regolamentazione di Hong Kong. Si raccomanda di valutare con cautela qualsiasi offerta. In caso di dubbi sui contenuti del presente documento, vogliate rivolgervi a un consulente professionale indipendente. Nessuno può avere rilasciato o posseduto a scopo di pubblicazione, né rilasciare o possedere a scopo di pubblicazione, a Hong Kong o altrove, qualsiasi pubblicità, invito o materiale relativo a questo prodotto rivolto o il cui contenuto potrebbe essere accessibile o letto dal pubblico di Hong Kong (salvo se consentito dalle leggi sui valori mobiliari di Hong Kong), a meno che questo prodotto non venga o sia destinato a essere ceduto solo a persone al di fuori di Hong Kong o solo a "investitori professionali", secondo la definizione della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) di Hong Kong e relative norme. **SINGAPORE:** il presente documento è distribuito a Singapore da Credit Suisse AG, Singapore Branch, autorizzata a eseguire operazioni bancarie dalla Monetary Authority of Singapore ai sensi del Banking Act (Cap. 19). Il presente rapporto è stato allestito ed emesso per la distribuzione a Singapore esclusivamente a investitori istituzionali, accreditati ed esperti (ciascuno dei quali viene definito in conformità ai Financial Advisers Regulations ("FAR")). Credit Suisse AG, Singapore Branch, può distribuire rapporti redatti dalle sue entità o collegate estere in conformità a un accordo ai sensi del

Regulation 32C dei FAR. Per qualunque questione derivante dal presente rapporto o a esso attinente, i destinatari di Singapore devono rivolgersi a Credit Suisse AG, Singapore Branch, al numero +65-6212-2000. In virtù del vostro status di investitore istituzionale, investitore accreditato o investitore esperto, Credit Suisse AG, Singapore Branch, è esonerata dal rispetto di determinati requisiti di conformità ai sensi del Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore (il "FAA"), dei Financial Advisers Regulations e delle Notices e Guidelines applicabili emanati ai sensi di questi, con riferimento a qualsiasi servizio di consulenza finanziaria che Credit Suisse AG, Singapore Branch, possa fornirvi. Ciò include l'esonero dall'obbligo di attenersi a:

- (i) sezione 25 del FAA (in conformità al Regulation 33(1) dei FAR);
- (ii) sezione 27 del FAA (in conformità al Regulation 34(1) dei FAR) e
- (iii) sezione 36 del FAA (in conformità al Regulation 35(1) dei FAR).

I destinatari di Singapore sono invitati a contattare Credit Suisse AG, Singapore Branch, per qualsiasi questione che deriva o riguarda il presente documento.

In caso di domande/obiezioni in merito alla ricezione di materiale di marketing da Credit Suisse, vi preghiamo di contattare il nostro Incaricato della protezione dei dati scrivendo a [dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com](mailto:dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com) (per Credit Suisse AG, HK Branch) o [PDPO.SGD@credit-suisse.com](mailto:PDPO.SGD@credit-suisse.com) (per Credit Suisse AG, SG Branch) o [csau.privacyofficer@credit-suisse.com](mailto:csau.privacyofficer@credit-suisse.com) (per Credit Suisse AG, Sydney Branch).

L'intero contenuto del presente documento è protetto dalla legge sul copyright (tutti i diritti riservati). Non è consentito riprodurre, trasmettere (con mezzi elettronici o altro), modificare o usare per finalità pubbliche o commerciali il presente documento o parti di esso

senza il previo consenso scritto di Credit Suisse. © 2023, Credit Suisse Group AG e/o società collegate. Tutti i diritti riservati. Credit Suisse AG (Numero di entità univoco a Singapore: S73FC2261L) è costituita in Svizzera con responsabilità limitata.

23C014A\_JS

## Altre pubblicazioni del Credit Suisse

---

---

### **Retail Outlook 2023**

Lo studio annuale sul commercio al dettaglio svizzero illustra le prospettive congiunturali per il settore e le sfide attuali.

**4 gennaio 2023**

---

### **Indice costruzioni Svizzera**

#### **1° trimestre 2023**

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

**22 febbraio 2023**

---

### **Monitor Svizzera**

#### **1° trimestre 2023**

Il Monitor Svizzera fornisce analisi e previsioni sull'economia elvetica.

**14 marzo 2023**

---

### **Monitor immobiliare**

#### **2° trimestre 2023**

Il Monitor immobiliare offre tre volte all'anno un aggiornamento su tutti gli andamenti rilevanti per il mercato e integra quindi le analisi fondamentali annuali e i temi speciali dello Studio immobiliare del Credit Suisse.

**6 giugno 2023**

**La prossima edizione dello studio sul mercato immobiliare uscirà in marzo 2024.  
Abbonatevi alle nostre pubblicazioni direttamente presso il vostro consulente alla clientela.**

