CREDIT SUISSE

INVESTMENT SOLUTIONS & PRODUCTS
Economic Research

# Monitor immobiliare Svizzera

4° trimestre 2016

# Cosa ci riserverà il 2017?

Proprietà abitativa

**Focus sull'interesse calcolatorio**
Pagina 7

Abitazioni secondarie

**Flessione dei prezzi a seguito dell'accettazione dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie**
Pagina 10

Investimenti immobiliari indiretti

**Il rialzo degli interessi sul lungo termine incide sui fondi immobiliari**
Pagina 14

# Sigla editoriale

**Editore**
Loris Centola
Global Head of PB Research
Tel. +41 44 333 57 89
E-mail: loris.centola@credit-suisse.com

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

**Contatto**
Tel. +41 44 333 33 99
E-mail: immobilien.economicresearch@credit-suisse.com

**Chiusura redazionale**
23 novembre 2016

**Serie di pubblicazioni**
Swiss Issues Immobilien

**Visitateci su Internet**
www.credit-suisse.com/research

**Copyright**
La presente pubblicazione può essere citata con l'indicazione della fonte.
Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG e/o aziende a esso collegate. Tutti i diritti riservati.

# Autori

Denise Fries
Fabian Hürzeler
Thomas Rieder
Daniel Steffen
Dott. Fabian Waltert

# Editoriale

Cara lettrice, gentile lettore

L'anno si sta per chiudere. È giunto il momento di effettuare una retrospettiva sugli ultimi 12 mesi e una previsione per l'anno prossimo. Con la fine dell'anno civile, si moltiplicano i segnali che a volgere al termine non è solo l'anno, ma anche determinati sviluppi rilevanti per gli immobili. Innanzitutto il trend pluriennale di flessione dei tassi. Esso non dovrebbe più proseguire in futuro. L'abbandono di una politica espansiva da parte della banca centrale americana è in pieno corso, seppur meno coraggiosamente rispetto a quanto originariamente annunciato. È quasi certo che la nostra previsione di un secondo incremento degli interessi di riferimento in America si avvererà nel mese corrente. Il rialzo degli interessi sul lungo termine osservato nelle ultime settimane ha già ampiamente anticipato tale andamento e ha esercitato un effetto negativo, tra l'altro, sui fondi immobiliari elvetici. Nel raffronto con gli investimenti immobiliari europei o con le azioni elvetiche, la rispettiva performance annuale, fino a questo momento, comunque non passa inosservata (pag. 14).

Inoltre d'ora in avanti anche l'immigrazione dovrebbe fornire una minore spinta per il mercato immobiliare elvetico. Per la prima volta, nell'anno corrente, il flusso di immigrati dall'estero è diminuito a un tasso a due cifre, il che si ripercuote in modo paritetico sull'assorbimento degli appartamenti in affitto. Ciononostante, per molti proprietari di immobili l'anno dovrebbe concludersi in modo relativamente positivo. Il bicchiere continua a essere visto mezzo pieno e le sfide imminenti vengono attese con fiducia. Comunque il livello dei tassi consente una nuova flessione dei tassi di sconto, il che, a sua volta, dovrebbe ripercuotersi positivamente sulle valutazioni a fine anno. I rendimenti immobiliari sono pur sempre rispettabili e, per la gioia del settore edilizio e dei restanti attori e prestatori di servizi sul mercato immobiliare, dovrebbero immettere in questo settore ulteriori capitali anche l'anno prossimo. Per avere una panoramica degli ulteriori effetti da noi attesi, consultare le pagine 5 e 6.

Mentre l'anno prossimo i locatari rientreranno tra i vincitori, i potenziali proprietari di case si trovano esposti a elevati ostacoli sul piano dei finanziamenti, difficilmente superabili, in particolare per le economie domestiche giovani. Il danno collaterale del raffreddamento forzato sul mercato della proprietà abitativa è sempre più evidente. Di conseguenza si è accesa una discussione sull'ammontare dell'interesse calcolatorio. Paradossalmente, proprio in questo momento, gli interessi sul lungo termine fanno registrare un balzo in alto consistente e inaspettato. Poiché un allentamento della sostenibilità calcolata, in base alle nostre osservazioni, andrebbe di pari passo con un nuovo incremento dei prezzi, si tratta in pratica di un compromesso tra stabilità dei mercati immobiliari e promozione della proprietà abitativa (pag. 7 e 8).

Inoltre abbiamo analizzato l'effetto dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie in relazione alla crescita dei prezzi della proprietà abitativa. Grazie a metodi statistici particolari è stato possibile quantificare l'effetto causale dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie sull'andamento dei prezzi. Fondamentalmente tale effetto negativo isolato dovrebbe essere temporaneo, dal momento che i principali driver (ampliamento dell'offerta, incertezza giuridica) dovrebbero indebolirsi col passare del tempo. Nella misura in cui altri driver non dovessero ripercuotersi negativamente nell'immediato, il momento sarebbe quindi propizio per l'acquisto di una casa di vacanza (pag. 10 e 11).

A nome degli autori vi auguro una fine d'anno positiva e una lettura istruttiva e stimolante.

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate & Regional Research

# Sintesi

**Mercato immobiliare: cosa ci riserverà il 2017?** **5**
Nel 2017 la politica dovrebbe nuovamente generare delle tensioni. Volatilità più elevate sembrano inevitabili e non si può nemmeno escludere completamente una crisi seria. I mercati immobiliari, al contrario, nel 2017 non mostrano grande potenziale a livello di sorprese. Gli attuali trend dovrebbero proseguire. I considerevoli rendimenti immobiliari eserciteranno anche nel 2017 una grande attrattiva sugli investitori, continuando quindi a incentivare l'espansione delle superfici.

**Proprietà abitativa: focus sull'interesse calcolatorio** **7**
In caso di abbassamento del tasso d'interesse calcolatorio, temporaneamente più economie domestiche potrebbero permettersi una proprietà abitativa. Il conseguente rialzo dei prezzi però metterebbe in pericolo l'attuale ritorno alla calma del mercato.

**Abitazioni secondarie: flessione dei prezzi a seguito dell'approvazione dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie** **10**
L'approvazione dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie ha interrotto la crescita dei prezzi della proprietà abitativa nei comuni in cui sono presenti abitazioni secondarie. Invece di registrare ancora un andamento dinamico, i prezzi sono leggermente calati. Lo si evince da un'analisi che ha esaminato per la prima volta in modo isolato l'effetto dell'approvazione dell'iniziativa.

**Appartamenti in affitto** **12**

**Immobili commerciali** **13**

**Investimenti immobiliari indiretti: il rialzo degli interessi sul lungo termine incide negativamente sui fondi immobiliari** **14**
Il rialzo dei tassi delle ultime settimane ha lasciato tracce anche sui fondi immobiliari. Essi hanno evidenziato una visibile flessione, pur mostrando, per l'anno in corso, un rendimento nettamente superiore rispetto al mercato europeo in generale.

## Mercato immobiliare

# Cosa ci riserverà il 2017?

**Nel 2017 la politica dovrebbe nuovamente generare delle tensioni. Volatilità più elevate sembrano inevitabili e non si può nemmeno escludere completamente una crisi seria. I mercati immobiliari, al contrario, nel 2017 non mostrano grande potenziale a livello di sorprese. Gli attuali trend dovrebbero proseguire. I considerevoli rendimenti immobiliari eserciteranno anche nel 2017 una grande attrattiva sugli investitori, continuando quindi a incentivare l'espansione delle superfici.**

### La Brexit resta un tema anche nel 2017

A livello politico il 2017 promette di non essere da meno dell'anno in corso, che ci ha riservato sorprese quali la Brexit e le elezioni presidenziali USA. Mutamenti politici di questa portata producono, tramite il tasso di cambio e il livello dei tassi d'interesse, anche effetti sul mercato immobiliare interno ed è per questo che devono essere tenuti sott'occhio. L'Europa intera attende con impazienza l'inizio delle trattative per l'uscita della Gran Bretagna dall'UE. Tuttavia non è ancora per nulla certo che la richiesta di uscita sarà presentata entro fine marzo, come previsto dalla premier Theresa May. Il fatto è che quanto più il governo britannico si confronta con questa materia, tanto più riconosce di trovarsi di fronte a un'impresa titanica. L'«acquis communautaire», ossia il complesso dei diritti e dei doveri acquisiti in seno all'UE, è costituito da circa 170'000 pagine. Esso è sorto a partire dall'ingresso dei britannici, nel 1973, nello Spazio economico europeo (SEE), il precursore dell'UE. Come faranno i britannici a sostituire in due anni quanto l'UE ha creato in 43 anni? E come si può negoziare un tema se non si è abbozzata ancora una versione propria? La prima sorpresa del nuovo anno potrebbe essere quindi il rinvio della richiesta di uscita, in quanto il Regno Unito non vorrà trovarsi inutilmente sotto pressione con il termine massimo di due anni posto per la trattativa.

### La politica dovrebbe generare volatilità

Nel 2017 la politica dovrebbe generare ulteriori turbolenze. Le elezioni in Francia di maggio, oltre che quelle in autunno in Germania, mostreranno se i partiti consolidati saranno capaci o meno di contenere il malcontento della popolazione. La posta in palio per l'Europa è alta. Attualmente dei referendum pro-UE sarebbero difficili da vincere in parecchi paesi. Marine Le Pen non ha fatto mistero di voler sottoporre al popolo francese il quesito se rimanere nell'UE qualora dovesse vincere le elezioni presidenziali – il che non è totalmente escluso. Un'uscita dei francesi equivarrebbe alla fine dell'UE. Solo considerando questo scenario si evince che, per il 2017, occorre mettere in conto degli eventi imponderabili. Ciò vale anche guardando oltreoceano, dov'è stato eletto alla presidenza un uomo dalla personalità volatile. Anche in Svizzera c'è in gioco qualcosa. Già a febbraio si terrà una votazione che indicherà la strada sul sistema fiscale. Qualora la Riforma III dell'imposizione delle imprese, contro cui è stato indetto il referendum, venisse accolta favorevolmente, dovrebbe essere scongiurato un fattore d'incertezza rilevante, che negli ultimi anni ha reso più complicati gli insediamenti e che ha creato difficoltà al motore economico, in particolare nella Svizzera romanda.

### Gli interessi restano bassi …

Oltre alla politica, nel 2017 sarà oggetto di interesse anche la questione su come le banche centrali implementeranno l'uscita dalla loro politica ultraespansiva, che ha avuto poco successo. Ipotizziamo che il prossimo anno il quadro dei tassi, dopo il rialzo sostanziale osservato di recente, tornerà a far registrare una certa distensione. Infatti la situazione globale non dovrebbe subire grandi cambiamenti – in tutto il mondo si risparmia troppo e si investe troppo poco. Ciò significa interessi reali ancora bassi. Pertanto la pressione all'investimento dovrebbe fare la sorte degli investitori anche nel 2017. Infatti, in futuro, le obbligazioni difficilmente continueranno a fornire contributi positivi al rendimento dei portafogli. In virtù dell'assenza di contributi ai rendimenti dei titoli di stato, che fino a poco tempo fa, grazie agli interessi in calo, contribuivano ancora positivamente al rendimento dei portafogli, la ricerca di rendimenti dovrebbe diventare ancora più marcata. In questa situazione gli immobili continuano a offrire prospettive assolutamente interessanti.

**… e gli immobili ambiti**

Dopo la recente svendita degli investimenti immobiliari indiretti, a novembre i fondi immobiliari svizzeri presentano nuovamente una valutazione equa a fronte di un aggio del 24,8%. Solo con il rendimento da distribuzione gli investitori conseguono un rendimento del 2,8%. Il rendimento da dividendi delle società anonime immobiliari si attesta al 3,9%, pur a fronte di un rischio più elevato. I rendimenti iniziali netti degli immobili detenuti direttamente sono, nella maggior parte dei casi, in un range tra il 2,5% e il 4,5%, a seconda della posizione.

**Crescenti sfide sui mercati degli utenti**

Mentre gli investimenti immobiliari elvetici, rispetto ad altre classi d'investimento, sono attualmente in una posizione decisamente favorevole, la situazione di partenza sui mercati degli utenti si presenta molto meno convincente, soprattutto sulla base di un raffronto internazionale. In Svizzera i canoni locativi, sia sul mercato delle superfici commerciali, che, recentemente, sul mercato degli appartamenti, registrano una flessione. La causa di tutto ciò non è tanto da ricercarsi sul fronte della domanda, che pure non brilla certo per dinamismo, quanto in un ampliamento troppo consistente delle superfici determinato dal basso livello dei tassi. Ciò è in contrasto, ad esempio, con la situazione su molti altri mercati europei, dove la crescita dei canoni di locazione è positiva praticamente ovunque. Solo in Russia, e in parte in Polonia e in Norvegia, le locazioni sono in flessione. La Svizzera registrerà locazioni in calo anche nel 2017. Nel 2017 non sarà possibile sfuggire a quest'eccesso di offerta.

**Le conversioni si affermano sempre più**

Se permarrà il basso livello dei tassi e gli spread dei rendimenti tra gli investimenti immobiliari e le obbligazioni della Confederazione prive di rischio continueranno a restare così elevati, il continuo ampliamento delle superfici dovrebbe continuare. Pertanto gli sfitti possono essere ridotti solo su base individuale agendo con abilità e riducendo i prezzi. A livello del mercato nel suo complesso, essi continueranno ad aumentare. Pertanto, nel 2017, dovremmo osservare maggiori conversioni forzate. Ciò significa conversioni non redditizie sotto il profilo della rendita prevista, ma che vengono preferite alla prospettiva di sfitti per un lungo periodo di tempo.

**Un anno tranquillo per i proprietari di abitazioni**

Al contrario, per i proprietari di abitazioni, il 2017 dovrebbe essere relativamente tranquillo. In tutto il paese ipotizziamo movimenti dei prezzi con una crescita che non si discosta molto dallo zero. Nella Svizzera tedesca prevediamo ancora un assestamento dei prezzi, che si impone sempre di più anche nelle regioni più economiche. Nella Svizzera romanda, dove i prezzi delle proprietà evidenziano già un calo, la flessione dei prezzi dovrebbe rallentare. Diverranno più interessanti i movimenti degli interessi ipotecari. Raccomandiamo ai beneficiari di un credito ipotecario, che prediligono di norma le ipoteche fix, di utilizzare eventuali ribassi dei tassi per sfruttare la correlazione con le durate lunghe. La svolta a livello dei tassi negli USA sembra ormai assodata. Ciò dovrebbe rendere difficile superare nuovamente i minimi assoluti raggiunti di recente in Svizzera. Nemmeno la proprietà abitativa è comunque totalmente immune alle crescenti sfide per gli immobili da reddito. Prevediamo maggiori trasformazioni degli appartamenti in affitto in proprietà per piani, poiché le vendite dei numerosi appartamenti in affitto nuovi dovrebbero rallentare ulteriormente.

**2017 con luci e ombre per i proprietari; buone notizie per gli utenti e i produttori**

Riassumendo, si può affermare che il 2017 dovrebbe essere un anno caratterizzato da luci e ombre per i proprietari di immobili. Dal punto di vista degli investitori, i rendimenti continuano a dare soddisfazioni, e il terreno edificabile soggetto a una ripartizione per zone acquisirà in futuro ulteriormente valore nell'ottica dello sviluppo della pianificazione territoriale. Tuttavia la lotta per imporsi sui mercati delle locazioni diverrà più serrata e dovrebbe ripercuotersi negativamente sugli utili. Al contrario, i locatari dovrebbero trarne beneficio praticamente in tutti i segmenti. Nel 2017 godranno nuovamente di vantaggi sia in riferimento all'andamento dei prezzi delle locazioni che alla selezione. La scarsità di appartamenti dovrebbe rappresentare ancora un problema solo nei centri di grandi dimensioni. Tra i vincitori si può annoverare anche il comparto edilizio, che può affrontare un altro anno caratterizzato da fatturati più elevati e ordinativi solidi.

## Proprietà abitativa

# Focus sull'interesse calcolatorio

**In caso di abbassamento del tasso d'interesse calcolatorio, temporaneamente più economie domestiche potrebbero permettersi una proprietà abitativa. Il conseguente rialzo dei prezzi potrebbe mettere in pericolo l'attuale ritorno alla calma del mercato.**

### Tasso d'interesse ipotecario calcolatorio: un ostacolo per l'acquisto di una proprietà

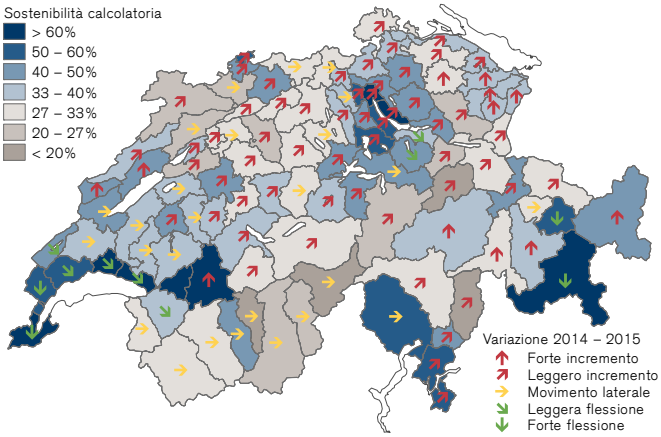
Il forte rialzo dei prezzi della proprietà abitativa ha comportato che in molte aree soprattutto le giovani famiglie, con un reddito non superiore alla media, non soddisfino più i criteri di sostenibilità per l'acquisto di un'abitazione. Questo rende molto difficoltoso, se non addirittura impossibile, realizzare il sogno di possedere una casa propria (cfr. fig. 1). È vero che recentemente i prezzi della proprietà abitativa sono saliti solo dello 0,5% in confronto all'anno precedente. Fino a pochi anni fa aumenti dei prezzi superiori al 6% all'anno non erano affatto rari (cfr. fig. 2). Nell'ambito dell'esame della sostenibilità il tasso d'interesse ipotecario calcolatorio rappresenta, accanto al requisito di possedere mezzi propri, il maggior ostacolo per l'acquisto di un'abitazione. L'esclusione parziale di certe categorie di reddito dall'acquisto di una proprietà abitativa è tuttavia voluta dal punto di vista regolamentare, in quanto categorie di reddito non sufficientemente in grado di affrontare dei rischi sono impossibilitate ad acquistare immobili costosi.

### Il calo del tasso d'interesse medio storico mette in discussione la soglia del 5%

Ai fini del calcolo della sostenibilità i costi calcolatori vengono confrontati col reddito. Attualmente la maggior parte delle banche calcola un tasso di interesse calcolatorio del 4,5% o del 5%, a cui si aggiunge l'1% per spese di manutenzione e ammortamento. Solo in casi eccezionali i costi finanziari possono complessivamente superare un terzo del reddito lordo e questo in base alle regole ormai acquisite in materia di finanziamento. Nell'ambito dell'autoregolamentazione le banche sono tenute a determinare il tasso d'interesse ipotecario calcolatorio sulla base di un tasso medio a lungo termine, tenendo presente che il tasso applicato non è fissato per legge. Il 5% corrisponde all'incirca al tasso d'interesse medio di un'ipoteca fix a 5 anni[1] per il periodo compreso tra il 1983 ed il 2010 (cfr. fig. 3). Tuttavia se il periodo viene esteso dal 1983 al 2015, il tasso d'interesse medio per un'ipoteca fix a 5 anni cala al 4,5% circa. La media scende ancor di più (2,9%) se il periodo parte solo dall'anno 2000. Partendo dal presupposto (non garantito) che i tassi resteranno bassi per lungo tempo, alcuni operatori di mercato si dichiarano a favore di una riduzione del tasso di interesse calcolatorio fino al 3%.

**Fig. 1: Sostenibilità calcolatoria**

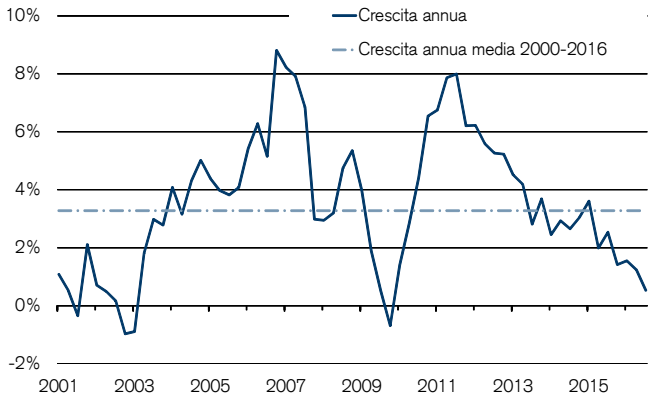
Per un'economia domestica media in % sul reddito, sulla base dei seguenti parametri: Interesse 5%, manutenzione 1%, prestito 80%, ammortamento su due terzi entro 15 anni




Fonte: Credit Suisse, Geostat

**Fig. 2: Crescita dei prezzi della proprietà abitativa**

Crescita dei prezzi delle transazioni rispetto al corrispondente trimestre dell'anno precedente




Fonte: Wüest Partner

[1] L'ipoteca fix a 5 anni rappresenta uno dei prodotti ipotecari più apprezzati in Svizzera. Pertanto tale durata è un buon fondamento per rilevare il tasso d'interesse ipotecario calcolatorio.

**L'allentamento dà necessariamente slancio alla crescita dei prezzi**

Considerando i tassi ipotecari storicamente bassi molte economie domestiche continuano ancora a desiderare di possedere una casa propria. In seguito a una diminuzione del tasso d'interesse ipotecario calcolatorio aumenterebbe – anche se solo temporaneamente – il numero di economie domestiche che soddisfano i criteri di sostenibilità. Considerato il calcolo attuale della sostenibilità, un'economia domestica svizzera che dispone di un reddito medio può permettersi di acquistare una proprietà abitativa fino a un valore di CHF 730'000 (cfr. fig. 4). Prendendo a base del calcolo un tasso d'interesse ipotecario del 3%, l'economia domestica media potrebbe acquistare una propria abitazione fino al valore di CHF 1'000'000, ammesso che disponga degli ulteriori mezzi propri necessari. A titolo di raffronto: sul mercato svizzero un oggetto di proprietà nuovo costava nel 3 trimestre del 2016 ca. CHF 850'000. Alcune famiglie avrebbero la possibilità di acquistare un immobile più grande oppure un immobile in una località più attraente, mentre altre potrebbero con quella somma effettuare l'acquisto. Facilitazioni nella concessione di crediti, e la conseguente maggior domanda, produrrebbero però inevitabilmente una ripresa dei prezzi. Attualmente si osserva un rialzo dei prezzi decisamente maggiore in quelle regioni in cui i prezzi della proprietà abitativa sono ancora accessibili, e in cui quindi la sostenibilità calcolatoria dell'economia domestica media è ancora relativamente bassa. Una sostenibilità migliore, grazie a tassi calcolatori più bassi, favorirebbe quindi un rialzo dei prezzi.

**Il nuovo rafforzamento della crescita dei prezzi accrescerebbe il rischio di mercato**

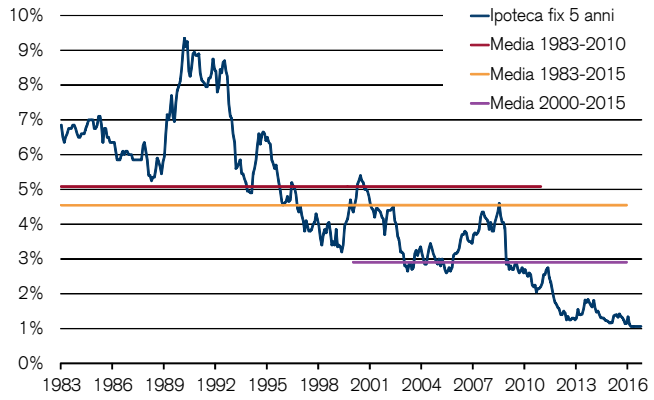
Una nuova intensificazione della crescita dei prezzi non favorirebbe la stabilità del mercato della proprietà abitativa. È nell'interesse di tutti gli operatori di mercato che i prezzi degli immobili si sviluppino in modo sostenibile. Già oggi nella maggior parte delle regioni svizzere i prezzi non sono più a un livello sostenibile nel lungo termine, in quanto, negli ultimi 16 anni, sono aumentati molto più di quanto siano cresciuti i redditi. L'attuale assestamento del mercato è da attribuirsi essenzialmente ai provvedimenti di autoregolamentazione. Se la crescita dei prezzi dovesse subire di nuovo un'accelerazione, in molte zone del paese gli squilibri tornerebbero su nuovi massimi. Si presenterebbe di nuovo il pericolo di una bolla dei prezzi immobiliari e aumenterebbe la potenziale caduta dei prezzi degli immobili. In considerazione della politica monetaria espansiva, che è stata applicata in molti paesi del mondo, è estremamente difficile fare valutazioni in merito a un futuro livello sostenibile dei tassi di interesse. Solo al termine di questa fase anormale del mercato sarà possibile giudicare se l'attuale tasso d'interesse calcolatorio applicato può essere classificato come «estremamente prudente».

**Presenza di alternative**

Per sostenere la propensione al rischio di determinati scaglioni di reddito ci sarebbero altre misure che non una generale diminuzione del tasso di interesse calcolatorio. Nel concedere il credito le banche dispongono senz'altro di un determinato spazio di manovra e nell'ambito della loro politica commerciale possono adeguare le direttive per i finanziamenti alla rispettiva situazione di bilancio. Le direttive definiscono solo una parte dei parametri per la concessione di un credito lasciando intenzionalmente uno spazio di manovra per trovare soluzioni individuali. Oltre a ciò la regolamentazione di settore ammette anche delle eccezioni. In questo modo tutte le banche possono optare, in un certo numero di casi, per soluzioni individuali. È così che si possono inoltre evitare gli effetti collaterali della lievitazione dei prezzi, che una diminuzione forfettaria del tasso d'interesse calcolatorio comporterebbe.

**Fig. 3: Andamento storico ipoteca fix 5 anni**

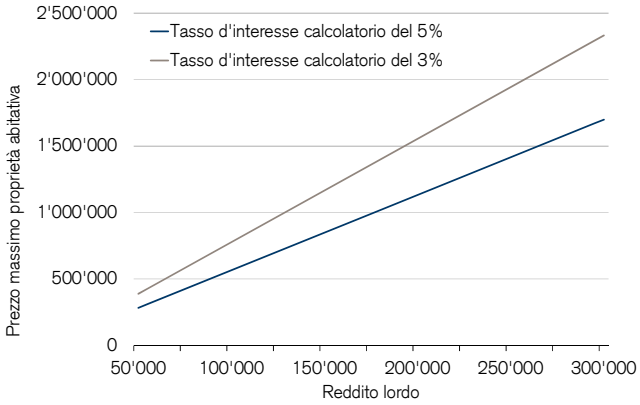
Tasso d'interesse ipoteca fix a 5 anni




Fonte: Credit Suisse, Datastream

**Fig. 4: Prezzo massimo sostenibile per la proprietà abitativa**

Grado del prestito: 80%, calcolo della sostenibilità compresa manutenzione (1%) e ammortamento su due terzi in 15 anni




Fonte: Credit Suisse

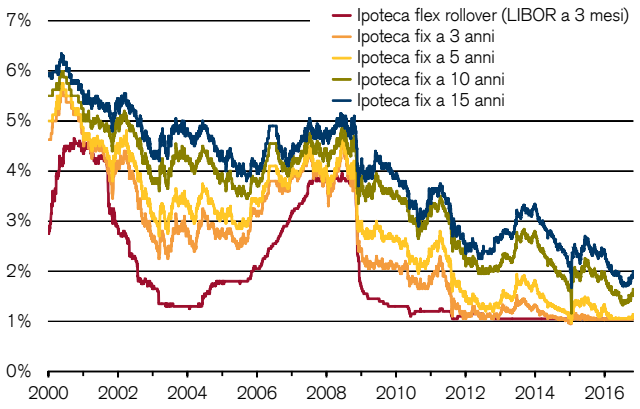
# Proprietà abitativa

### Nonostante i recenti rialzi, gli interessi ipotecari restano bassi

Per via del robusto andamento congiunturale negli USA e delle maggiori aspettative sull'inflazione a seguito delle elezioni presidenziali statunitensi, gli interessi ipotecari sul lungo termine sono cresciuti significativamente. Nonostante gli ultimi rialzi, gli interessi permangono su livelli bassi su base comparativa: al 23.11.2016, un'ipoteca fix a 10 anni si poteva ottenere all'1,81%, il che batte il valore medio dal 2005 (3,06%) di 125 punti base (1,25 punti percentuali). Ci attendiamo che nei prossimi 12 mesi la Banca nazionale svizzera (BNS) lascerà invariata la fascia target degli interessi di riferimento tra –1,25% e –0,25%. Per gli interessi nel breve termine ci attendiamo pertanto un movimento laterale, mentre per le scadenze medio-lunghe occorrerà mettere in conto un andamento ancora volatile.

### Fig. 5: Interessi ipotecari con scadenze diverse

Tasso d'interesse in caso di nuova stipulazione



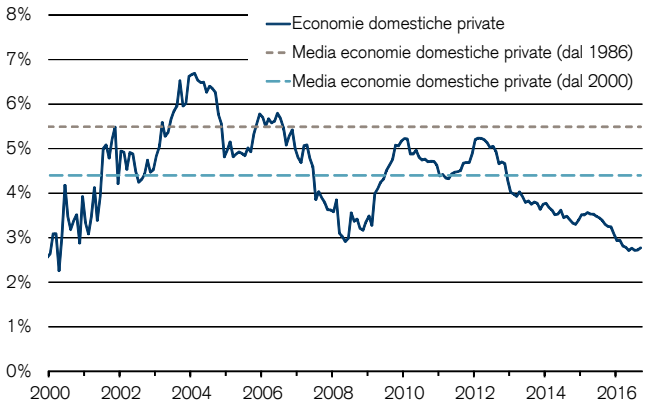

Fonte: Credit Suisse

### Ulteriore freno della crescita dei volumi ipotecari

Mentre le condizioni favorevoli di finanziamento continuano a rendere interessante l'acquisto di una proprietà abitativa, i provvedimenti di (auto)regolamentazione – insieme agli alti livelli dei prezzi raggiunti nel frattempo – frenano la domanda di proprietà abitativa. Questo non si riflette solo nell'aumento dei prezzi della proprietà abitativa, la cui dinamica continua a diminuire (cfr. fig. 2), bensì anche nell'andamento del volume dei crediti ipotecari delle economie domestiche private. Quest'ultimo è aumentato ancora del 2,8% nell'agosto 2016, venendo a trovarsi molto al di sotto della media a partire dal 2000 (4,5%) ed ancor più marcatamente sotto la media a partire dal 1986 (5,5%). L'ultima volta una crescita più bassa è stata registrata nell'aprile 2000.

### Fig. 6: Crescita dei volumi ipotecari economie domestiche private

Crescita annua dei volumi ipotecari delle economie domestiche private, nominale



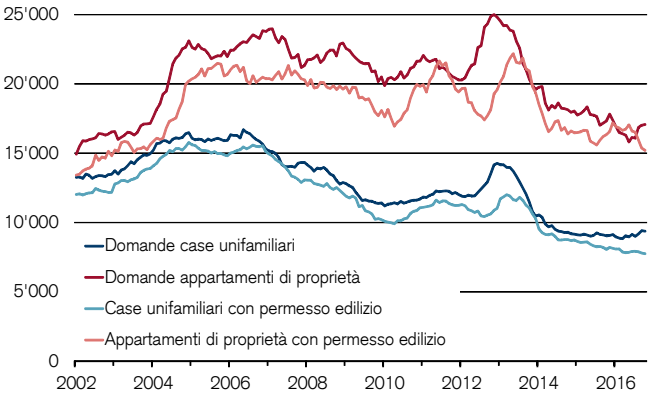

Fonte: Banca nazionale svizzera, Credit Suisse

### La costruzione di nuovi appartamenti di proprietà e di case unifamiliari dovrebbe tornare a crescere leggermente

Il contenimento della domanda di proprietà abitativa ha frenato la progettazione di nuovi complessi edilizi. A settembre il totale annuale di appartamenti di proprietà a cui è stato concesso un permesso edilizio ammontava a 15'200 unità. L'ultima volta che sono stati approvati così pochi appartamenti di proprietà è stata a fine 2002. Nel segmento delle case unifamiliari sono state approvate in settembre solo 7800 unità – il valore più basso registrato a partire dall'inizio del monitoraggio nel 2002. L'andamento delle richieste in entrambi i segmenti lascia però supporre che presto saranno approvati e realizzati più progetti per unità abitative di proprietà. Grazie ai bassi tassi di interesse il desiderio di una casa propria è ancora molto accentuato, e quindi ora l'ampliamento si dovrebbe stabilizzare lentamente.

### Fig. 7: Progettazione di proprietà abitativa

Numero di unità abitative, somma mobile su 12 mesi




Fonte: Baublatt, Credit Suisse

## Abitazioni secondarie

# Flessione dei prezzi a seguito dell'approvazione dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie

**L'approvazione dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie ha interrotto la crescita dei prezzi della proprietà abitativa nei comuni in cui sono presenti abitazioni secondarie. Invece di registrare ancora un andamento dinamico, i prezzi sono leggermente calati. Lo si evince da un'analisi che ha esaminato per la prima volta in modo isolato l'effetto dell'approvazione dell'iniziativa.**

Nel marzo 2012 una maggioranza ridottissima del 50,6% dei votanti ha approvato l'iniziativa sulle abitazioni secondarie. Tale approvazione rappresenta una dura ingerenza sul mercato immobiliare delle regioni interessate. Di conseguenza si è discusso e speculato a fondo sugli effetti dell'iniziativa. Oggi, oltre quattro anni dopo la votazione, esiste una sufficiente quantità di dati per poter valutare l'effetto dell'iniziativa sui prezzi delle proprietà. Sono già state prodotte le prime analisi in tal senso, ma in queste analisi non si è stati in grado di isolare chiaramente l'effetto dello stop alle abitazioni secondarie da altri fattori d'influenza, come lo shock del franco. Con apposite metodologie statistiche (cfr. pagina successiva) è ora possibile quantificare l'effetto causale dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie.

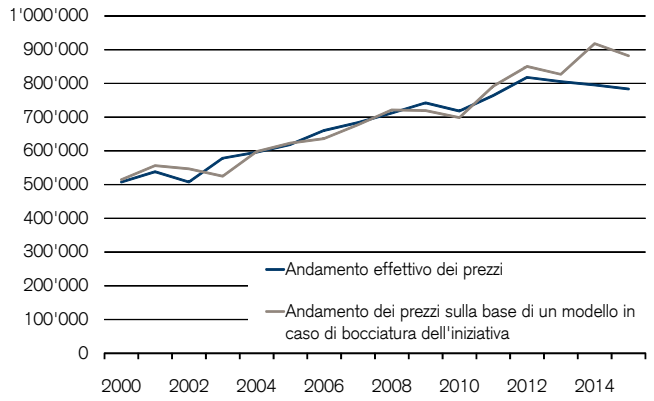
**Netta flessione dei prezzi a seguito dell'approvazione dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie**

La figura 8 riporta un raffronto tra l'andamento dei prezzi effettivo nei comuni interessati dall'iniziativa sulle abitazioni secondarie e un andamento dei prezzi sulla base di un modello per lo scenario in cui l'iniziativa fosse stata bocciata. Da ciò emerge che l'iniziativa sulle abitazioni secondarie ha avuto un effetto negativo sui prezzi della proprietà abitativa. Negli anni 2012 e 2013 non si percepiscono ancora delle chiare discrepanze tra i due andamenti dei prezzi. Tuttavia, nel 2014, a seguito dell'approvazione dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie, i prezzi sono mediamente più bassi del 15,4% rispetto ai prezzi calcolati nello scenario di un respingimento dell'iniziativa. Nel 2015 i prezzi medi si attestano ancora del 12,6% al di sotto dei prezzi stimati in caso di bocciatura dell'iniziativa.

**2015: prezzi delle proprietà più bassi di CHF 100'000 a seguito dell'approvazione dell'iniziativa**

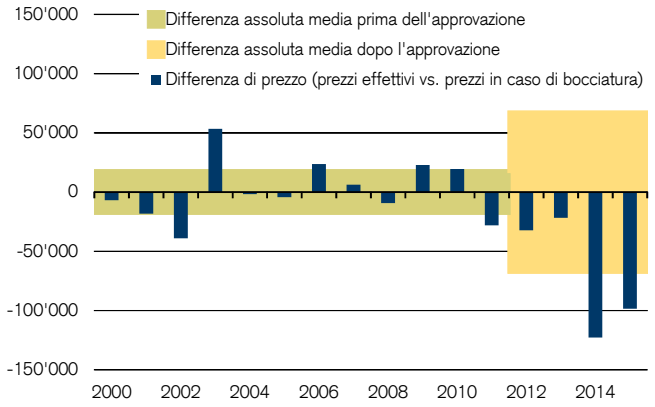
In cifre assolute, ciò significa che il prezzo medio della proprietà abitativa nei comuni in cui sono ubicate abitazioni secondarie diminuirà, considerato il risultato della votazione, di circa CHF 70'000 per appartamento o casa unifamiliare rispetto al caso di una bocciatura dell'iniziativa (cfr. fig. 9). Nel 2014 tale riduzione dei prezzi ammontava addirittura alla cifra complessiva di CHF 122'000 e, anche nel 2015, con una cifra media di CHF 100'000, era ancora consistente.

**Fig. 8: Prezzi della proprietà nei comuni delle abitazioni secondarie**
Prezzi medi delle transazioni, in CHF




Fonte: SRED, Ufficio federale dello sviluppo territoriale

**Fig. 9: Differenza dei prezzi: andamento effettivo vs. andamento in caso di bocciatura dell'iniziativa**
Differenza in CHF




Fonte: SRED, Ufficio federale dello sviluppo territoriale

Così l'iniziativa sulle abitazioni secondarie ha determinato una notevole flessione dei prezzi nei comuni dove sono ubicate abitazioni secondarie. I risultati sono altamente significativi a livello statistico, e sono stati controllati anche altri effetti, come ad esempio lo shock del franco.

**Flessione dei prezzi per via di boom edilizio di breve termine, incertezze giuridiche e cautela degli acquirenti**

A prima vista una limitazione della costruzione di abitazioni secondarie lascerebbe ipotizzare un incremento dei prezzi. Si pone pertanto la domanda su quale sia la ragione di tale flessione dei prezzi. Le relative cause dovrebbero essere ricercate sia sul fronte dell'offerta che della domanda. Sul fronte dell'offerta, il panico dell'ultimo momento a seguito dell'approvazione dell'iniziativa ha determinato un'elevata attività di pianificazione al di sopra della media. Molti proprietari terrieri hanno voluto rapidamente sopredificare i loro terreni con abitazioni secondarie, dal momento che sussisteva la minaccia di un'elevata perdita di valore per il rispettivo terreno. Per via dei ricorsi, non tutti gli immobili progettati sono stati effettivamente edificati. Ciononostante, l'approvazione dell'iniziativa ha determinato un ampliamento dell'offerta nel breve termine, il che dovrebbe aver influenzato negativamente i livelli dei prezzi. Al contrario, sul fronte della domanda, le incertezze giuridiche che hanno predominato fino alla presentazione della legge sulle abitazioni secondarie nel marzo 2015 dovrebbero aver indotto i potenziali acquirenti ad assumere un atteggiamento di cautela. Ulteriori influssi – come l'andamento congiunturale, gli elevati requisiti nell'ambito della concessione di crediti ipotecari e la rivalutazione del franco svizzero – sono stati controllati nella metodologia applicata e quindi non possono essere addotti come spiegazioni.

**Sul lungo termine si deve mettere in conto un'inversione dei prezzi?**

Il settore edilizio, per via dell'iniziativa, ha perso molte commesse. Grazie a una solida domanda di prime abitazioni in molti comuni nelle valli e nei centri delle regioni montuose, le preoccupazioni peggiori non si sono concretizzate. Ciononostante, nei comuni delle abitazioni secondarie, il numero degli appartamenti e delle case autorizzati è calato di quasi il 50% rispetto al 2011. Ciò colpisce al cuore il settore edilizio e ha significato la fine per alcune imprese edilizie. Anche i comuni dovrebbero fare i conti con un gettito più basso. La tassazione dei proprietari di seconde abitazioni quale possibile nuova fonte di entrata per finanziare le infrastrutture è stata imposta solo in pochi comuni. La maggior parte dei comuni mostra una certa ritrosia e vuole legare in altro modo i titolari di abitazioni secondarie. Col passare del tempo, le restanti incertezze relative alla prassi di implementazione per la legge sulle abitazioni secondarie dovrebbero affievolirsi, e il prevalente eccesso di offerta per le abitazioni secondarie dovrebbe ridimensionarsi. Successivamente, l'effetto della limitazione alla costruzione di abitazioni secondarie diverrà gradualmente percepibile e contribuirà a far salire i prezzi. Possono trarne vantaggio, in particolare, i titolari di appartamenti soggetti al diritto precedente, che potranno continuare a venderli anche come seconde abitazioni.

*Metodo sottostante:* per determinare l'effetto causale di un intervento e isolarlo da altri influssi, è necessario un gruppo di controllo, con qualità quanto più possibile simili al gruppo interessato. L'idea è che il gruppo di controllo mostra come si sarebbe sviluppato il gruppo interessato in assenza dell'intervento. Nell'ambito dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie, i comuni con una quota di oltre il 20% di abitazioni secondarie possono essere presi come gruppo interessato e tutti gli altri come gruppo di controllo. In questo senso è comunque problematico che i comuni interessati dall'iniziativa sulle abitazioni secondarie non sono simili ai comuni oggetto del controllo e pertanto questo metodo non fornisce risultati affidabili. Così, in questa analisi, è stato impiegato il «Synthetic Control Method». Nell'ambito di questo metodo, per ogni singolo comune vengono selezionati e ponderati sulla base di dati solo quei comuni oggetto del controllo quanto più possibile simili ai rispettivi comuni interessati. Così, per ogni comune oggetto dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie, viene creato un comune di controllo sintetico, con caratteristiche quanto più possibile simili al comune in cui sono ubicate abitazioni secondarie. La differenza dell'andamento dei prezzi tra il comune in cui sorgono abitazioni secondarie e il comune oggetto del controllo sintetico riflette l'effetto causale e isolato dell'approvazione dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie.

# Appartamenti in affitto

### Immigrazione 2016: un livello così basso non si registrava dal 2010

L'immigrazione della popolazione residente straniera si è nettamente ridimensionata nel corso dell'anno. A seguito della stagnazione dell'occupazione e di una minore offerta di posti di lavoro, in Svizzera sono immigrate meno persone. Nel mentre è aumentata l'emigrazione per via della ripresa economica nei paesi d'origine. A fine settembre, il saldo migratorio cumulativo ammontava all'incirca a 48'200 persone, il 18% in meno sulla base di un raffronto con l'anno precedente. Da quando vige l'accordo sulla libera circolazione delle persone, il saldo migratorio si era attestato solo nel 2010 a un livello così basso. Si è quindi indebolita la domanda di appartamenti in affitto, il che ha determinato nel 2016, accanto all'elevato ampliamento degli appartamenti in affitto, un incremento degli appartamenti sfitti.

### La pianificazione di nuovi appartamenti in affitto si indebolisce a un livello elevato

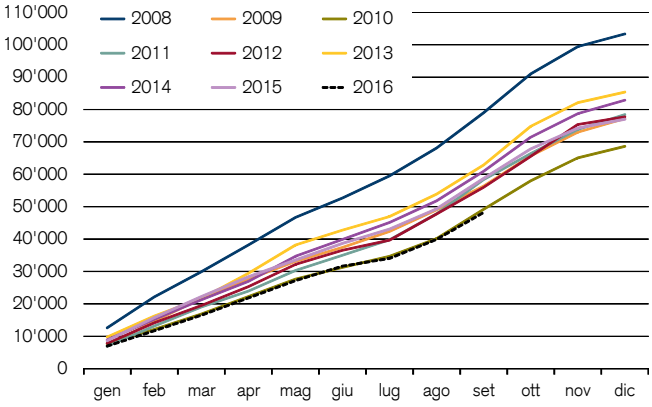
Dato l'attuale scenario dei bassi tassi di interesse, acquistare immobili risulta molto più interessante rispetto a molti investimenti a lungo termine. Conseguenza: molti fondi fluiscono quindi nella costruzione di appartamenti in affitto. Il numero dei progetti approvati per appartamenti in affitto è leggermente diminuito (–1,9%) dopo aver raggiunto il picco nel luglio 2016. In confronto al valore dell'anno precedente il numero delle autorizzazioni attuali si attesta comunque a un alto livello (+13%). Al raggiungimento di questi alti valori (+16%) ha contribuito – oltre all'attività di progettazione peraltro sempre elevata nei centri – in particolare l'aumento nei comuni di agglomerato. Al livello attuale il numero delle domande presentate è in leggera diminuzione. Per contro, l'attività edile dovrebbe continuare a crescere grazie innanzitutto al maggior numero di autorizzazioni a beneficio delle commesse.

### Nel 2017 il tasso di riferimento dovrebbe calare all'1,5%

Dato questo scenario di tassi bassi, la maggioranza delle ipoteche continua a essere rinnovata a tassi di interesse più bassi e quindi il tasso medio raggiunto al 1° dicembre 2016 è diminuito di 3 punti base portandosi all'1,67%. In questo modo il tasso di riferimento permane all'1,75%. Il valore soglia, pari all'1,625%, rilevante per la prossima diminuzione, si avvicina sempre più ed è attualmente distante di soli 4,5 punti base. Ci aspettiamo quindi che il prossimo valore soglia nel giugno 2017 sia inferiore e che il tasso d'interesse ipotecario di riferimento venga di nuovo, ma per l'ultima volta, diminuito. Date le maggiori richieste di diminuzione dei canoni di locazione i relativi redditi locativi dei proprietari di immobili dovrebbero venire a trovarsi sotto pressione.

**Fig. 10: Saldo migratorio della popolazione residente straniera**

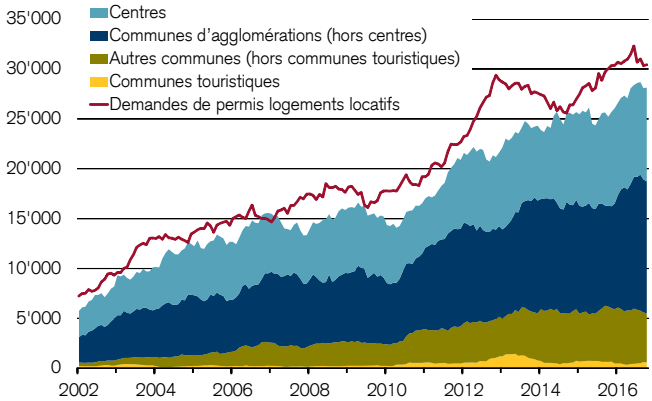
Saldo migratorio cumulativo della popolazione residente straniera permanente, escluse le correzioni dei registri




Fonte: Segreteria di Stato della migrazione, Credit Suisse

**Fig. 11: Domande di costruzione e autorizzazioni edilizie di nuovi appartamenti in affitto**

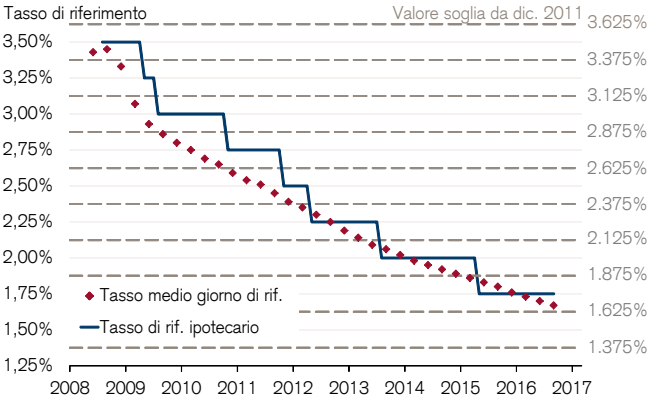
Autorizzazioni edilizie secondo la tipologia di comune e domande di costruzione complessive per numero di unità abitative, somma mobile su 12 mesi




Fonte: Baublatt, Credit Suisse

**Fig. 12: Tasso di riferimento e aliquota media**

Tasso di riferimento ipotecario e aliquota media nel giorno di riferimento




Fonte: Ufficio federale delle abitazioni, Credit Suisse

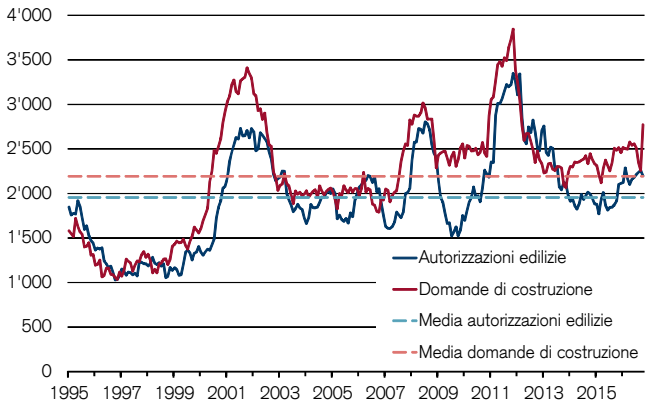
# Immobili commerciali

### Superfici a uso ufficio: pianificazione di nuovi edifici (troppo) elevata per via dei tassi

Sebbene sul mercato delle superfici a uso ufficio sul fronte della domanda si riscontrino solo pochi impulsi – a causa della stagnazione nell'andamento occupazionale e dei mutamenti strutturali (terziarizzazione e automazione dei posti di lavoro) – vengono costantemente pianificati nuovi progetti. Attualmente il totale su 12 mesi delle autorizzazioni edilizie supera del 12% la media pluriennale dal 1995, vale a dire di CHF 240 milioni. La ragione è da attribuirsi ai bassi tassi di interesse, per cui gli investitori sono disposti ad accettare una percentuale più alta di locali sfitti e rendimenti più bassi. Il forte aumento delle richieste nell'ottobre 2016 è da attribuirsi alla Roche-Tower (edificio 2) di Basilea, valutata CHF 550 milioni, nella quale in futuro lavoreranno circa 1700 persone.

### Fig. 13: Progettazione di nuove superfici a uso ufficio

Somma edilizia in mio. di CHF, nuove costruzioni, somma mobile a 12 mesi



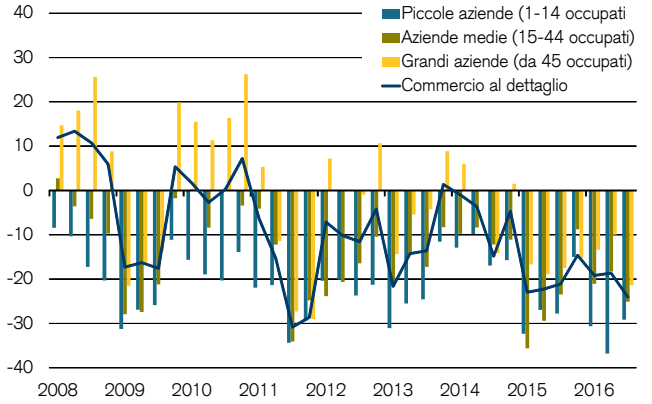

Fonte: Baublatt, Credit Suisse

### Superfici di vendita: sul fronte della domanda impulsi scarsamente positivi

Il commercio al dettaglio attraversa un mutamento strutturale a causa dello spostamento dei fatturati nel canale online. E come se questo non bastasse non ci si deve attendere nessun miglioramento sul fronte dell'andamento dei fatturati. A gravare sui fatturati è in particolare il turismo degli acquisti (sia online che fisico). Da giugno a settembre 2016 i fatturati al dettaglio sono diminuiti dell'1,2% in confronto all'anno precedente, il che è totalmente riconducibile allo scarso andamento nel segmento non-food (–3,00%). I commercianti al dettaglio intervistati dal KOF hanno valutato in modo analogamente negativo la situazione dei ricavi negli ultimi tre mesi. La domanda di superfici di vendita risulta di conseguenza molto contenuta.

### Fig. 14: Inchiesta tra i commercianti al dettaglio sulla situazione dei ricavi

Saldo della quota delle risposte positive (= miglioramento) e negative (= peggioramento). Risposte sulla situazione dei ricavi negli ultimi 3 mesi



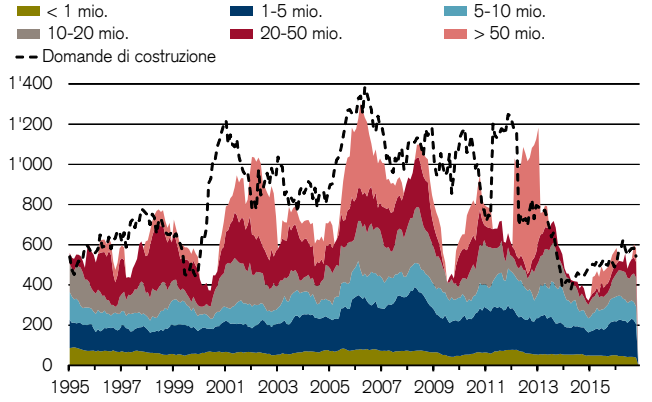

Fonte: Centro di ricerca congiunturale del Politecnico federale di Zurigo (KOF)

### Superfici di vendita: andamento delle nuove superfici fermo a un livello sotto la media

Il mercato delle superfici di vendita è quindi caratterizzato da molti sfitti e da rendimenti più bassi. Questo è riconducibile non tanto alle distorsioni del mercato dovute ai tassi di interesse nell'ambito dell'ampliamento delle superfici, ma piuttosto alla scarsità della domanda (vedi sopra) e a un atteggiamento di prudenza da parte degli investitori. Il totale edilizio (a 12 mesi) delle superfici di vendita approvate ha raggiunto nell'ottobre 2016 la somma di CHF 580 mio. Trattasi del 14% in più rispetto all'anno precedente, ma sempre di ca. il 20% in meno rispetto alla media a partire dal 1995. La ritrosia degli investitori si manifesta particolarmente nella modesta progettazione di importanti progetti per le superfici di vendita. L'unico progetto, il cui valore supera la somma di CHF 50 mio., è l'ampliamento, approvato nel settembre 2016, del centro commerciale di Tenero.

### Fig. 15: Progettazione di nuove superfici di vendita

Autorizzazioni edilizie per dimensioni dei progetti e domande di costruzione totali in mio. di CHF somma edilizia, nuove costruzioni, somma mobile su 12 mesi




Fonte: Baublatt, Credit Suisse

## Investimenti immobiliari indiretti

# Il rialzo degli interessi sul lungo termine incide negativamente sui fondi immobiliari

**Il rialzo dei tassi delle ultime settimane ha lasciato tracce anche sui fondi immobiliari. Essi hanno evidenziato una visibile flessione, pur mostrando, per l'anno in corso, un rendimento nettamente superiore rispetto al mercato europeo in generale.**

**Le aspettative sull'inflazione più elevate negli USA fanno crescere a livello globale gli interessi sul lungo termine**

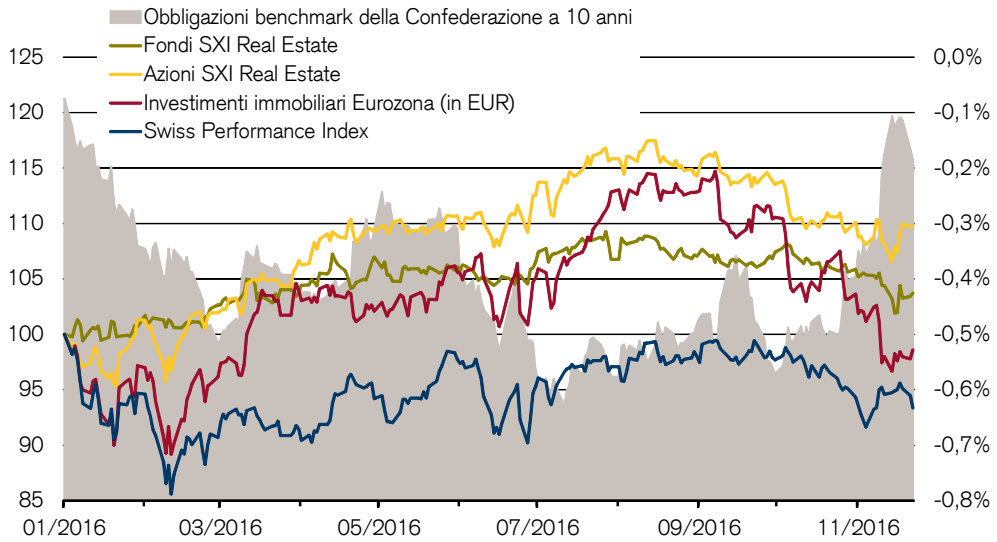
Dopo la sorprendente elezione del presidente Donald Trump i tassi d'interesse a lungo termine sono notevolmente aumentati. Il motivo di questo aumento sono le aspettative sull'inflazione più elevate negli USA a causa dell'annuncio da parte del presidente neoeletto di una politica fiscale più espansiva. Maggiori investimenti pubblici, ad esempio per un rinnovamento delle infrastrutture, potrebbero portare a un ritorno dell'inflazione. Questo limiterebbe lo spazio di manovra della banca centrale statunitense e renderebbe più probabili incrementi dei tassi di riferimento. Sebbene attualmente nulla lasci supporre che, nel prossimo futuro, anche la Banca nazionale svizzera considererà la possibilità di aumentare i tassi di interesse, anche qui la curva degli interessi si è notevolmente verticalizzata. Con massimi giornalieri poco al di sotto di –0,1%, nel 2016 il rendimento delle obbligazioni benchmark della Confederazione a 10 anni si è avvicinato al massimo annuale (cfr. fig. 16).

**Fondi immobiliari svizzeri: nonostante consistenti flessioni dei prezzi, una solida performance annua**

In conseguenza dell'incremento dei tassi d'interesse sul lungo termine, i prezzi dei fondi immobiliari svizzeri hanno recentemente perso notevolmente terreno (cfr. fig. 16). La performance da inizio anno, che alla fine del terzo trimestre ammontava ancora al +7,4%, si attesta nel frattempo solo al +3,7% (22.11.2016). Ciononostante, attualmente i fondi immobiliari elvetici evidenziano ancora un rendimento migliore rispetto agli investimenti immobiliari dell'Eurozona (–1,4%) e alle azioni svizzere (–6,6%). Persino più positiva è la performance complessiva delle azioni immobiliari elvetiche (+9,7%). In quest'ultimo caso il rischio di ulteriori correzioni dei prezzi dovrebbe comunque non essere irrilevante, dal momento che l'attività si concentra principalmente sui mercati delle superfici a uso ufficio e di vendita, caratterizzati da eccessi di offerta e da canoni di locazione in calo.

**Fig. 16: Raffronto della performance complessiva dei fondi immobiliari svizzeri quotati**

Indice: 1° gennaio 2016 = 100 (scala di sinistra), rendimento dell'obbligazione benchmark svizzera a 10 anni in % (scala di destra)




La performance conseguita in passato non offre alcuna garanzia per gli andamenti di valore futuri. La performance può risentire di provvigioni, commissioni e altri costi, oltre che delle oscillazioni dei tassi di cambio.

Fonte: Datastream, Credit Suisse

**Improbabile una fuga dall'oro del cemento nel medio termine**

A quota 24,8% (22.11.2016), gli aggi si attestano ancora chiaramente al di sopra della media pluriennale (dal 1990), pari al 15,8%, e comunque nettamente al di sotto dei valori in parte sopra il 35% nel primo semestre dell'anno. Dovrebbe permanere la domanda di fondi immobiliari, e i rendimenti da distribuzione, pari attualmente al 2,8%, restano sostanzialmente interessanti anche dopo l'ultimo rialzo dei tassi. Nel contempo la pressione sul franco svizzero resta elevata, e non è in vista un passo indietro della Banca nazionale svizzera dalla rispettiva politica caratterizzata da tassi d'interesse negativi.

# Avvertenze sui rischi

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

Per una discussione dei rischi correlati agli investimenti nei titoli citati nel presente rapporto, fai riferimento al seguente link Internet:
https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure

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

Il prezzo, il valore e gli utili conseguiti con i titoli o gli strumenti finanziari menzionati all'interno del presente rapporto possono registrare oscillazioni al rialzo o al ribasso. Il valore dei titoli e degli strumenti finanziari può essere influenzato da variazioni dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio a pronti e forward, indicatori economici, posizione finanziaria dell'emittente o dell'emittente di riferimento, ecc. che potrebbero incidere positivamente o negativamente sul prezzo o sugli utili correlati a tali titoli o strumenti finanziari. Con l'acquisto di titoli o strumenti finanziari gli investitori potrebbero subire una perdita o una perdita superiore al capitale investito in seguito a fluttuazioni dei corsi di borsa o di altri indici finanziari, ecc. Gli investitori in titoli come le ADR, il cui valore è influenzato dalla volatilità valutaria, si assumono a tutti gli effetti questo rischio.

Le commissioni d'intermediazione sulle transazioni corrisponderanno alle tariffe commissionali pattuite tra Credit Suisse e l'investitore. Per le operazioni condotte su base principal to principal tra Credit Suisse e l'investitore, il prezzo di acquisto o di vendita costituirà il corrispettivo totale (total consideration). Le transazioni condotte su base principal to principal, comprese le operazioni su derivati over-the-counter, saranno riportate a un prezzo di acquisto/denaro o di vendita/lettera per il quale può esistere una differenza o spread. Le commissioni relative alle transazioni saranno concordate prima della negoziazione come previsto dalle leggi e dai regolamenti applicabili. Prima dell'acquisto, leggere attentamente la documentazione pre-negoziazione, ecc. fornita per una spiegazione dei rischi e delle commissioni, ecc. relativamente ai titoli o agli strumenti finanziari in questione.

I titoli strutturati sono degli strumenti complessi, implicano di norma un elevato livello di rischio e sono destinati unicamente a essere venduti a investitori ricercati in grado di comprendere e farsi carico dei relativi rischi. Il valore di mercato dei titoli strutturati può risentire dei cambiamenti dei fattori economici, finanziari e politici (tra cui, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, i tassi d'interesse e i tassi di cambio a pronti e a termine), del tempo restante alla scadenza, delle condizioni di mercato e della volatilità, e della qualità creditizia degli emittenti o degli emittenti di riferimento. Gli investitori interessati all'acquisto di un prodotto strutturato dovrebbero effettuare in prima persona delle ricerche e delle analisi del prodotto e rivolgersi ai rispettivi consulenti professionali per quanto attiene ai rischi correlati all'effettuazione di tale acquisto.

Alcuni investimenti menzionati in questo rapporto presentano un livello elevato di volatilità. Gli investimenti caratterizzati da una volatilità elevata possono registrare delle flessioni improvvise e consistenti del rispettivo valore, che determinano delle perdite al momento della realizzazione dell'investimento in questione. Tali perdite potrebbero corrispondere all'importo inizialmente investito. Di fatto, per alcuni investimenti le perdite potenziali potrebbero essere superiori all'importo inizialmente investito, e in circostanze di questo tipo l'investitore potrebbe essere tenuto a effettuare ulteriori pagamenti per far fronte a tali perdite. Le rendite degli investimenti potrebbero essere soggette a fluttuazioni e, di conseguenza, il capitale iniziale versato per effettuare l'investimento potrebbe essere impiegato come parte di tale rendita. Alcuni investimenti potrebbero non essere di facile realizzazione e potrebbe essere difficoltoso venderli o realizzarli. Analogamente, potrebbe essere difficile ottenere informazioni attendibili relative al valore di tali investimenti o ai rischi a cui sono esposti. Per qualsiasi domanda, rivolgersi alproprio Relationship Manager.

**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.**

### Sensibilità

Per analisi della sensibilità si intende l'analisi della variazione del valore di mercato (ad es. prezzo) di uno strumento finanziario in funzione di una data variazione di un fattore di rischio e/o di un'ipotesi utilizzata per il modello. Nello specifico, il valore di mercato di qualsiasi strumento finanziario può risentire dei cambiamenti dei fattori economici, finanziari e politici (tra cui, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, i tassi d'interesse e i tassi di cambio a pronti e a termine), del tempo restante alla scadenza, delle condizioni di mercato e della volatilità, e della qualità creditizia di un emittente o di un emittente di riferimento.

### Rischi dei mercati finanziari

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

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

### Mercati emergenti

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

### Investimenti alternativi

Gli hedge fund non sono soggetti alle numerose normative di tutela degli investitori che si applicano agli investimenti collettivi autorizzati regolamentati e i gestori di hedge fund sono sostanzialmente non sottoposti ad alcuna regolamentazione. Gli hedge fund non sono vincolati da una particolare disciplina d'investimento o strategia di negoziazione e mirano a trarre profitto da ogni genere di mercato facendo ricorso a leva finanziaria, strumenti derivati e complesse strategie d'investimento speculative che possono aumentare il rischio di perdita degli investimenti.
Le operazioni in materie prime comportano un grado elevato di rischio e potrebbero non essere adatte a molti investitori privati. L'entità della perdita dovuta alle oscillazioni dei mercati può essere notevole ed è anche possibile registrare una perdita totale.

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

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

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

# Divulgazioni

Le informazioni e le opinioni espresse nel presente rapporto (all'infuori dei contributi agli articoli da parte dei responsabili delle strategie d'investimento) sono state redatte dalla sezione Research, divisione International Wealth Management di Credit Suisse alla data di pubblicazione e potrebbero essere modificate senza preavviso. I giudizi espressi in riferimento a un particolare titolo all'interno del presente rapporto potrebbero divergere o non essere in linea con le osservazioni e i giudizi della sezione Research, divisione Investment Banking del Credit Suisse, a causa di differenze nei criteri di valutazione.

I contributi agli articoli da parte dei responsabili delle strategie d'investimento non costituiscono rapporti di ricerca. I responsabili delle strategie d'investimento non fanno parte della sezione Research di Credit Suisse. Credit Suisse ha adottato politiche miranti a garantire l'indipendenza della propria sezione Research, tra le quali quelle relative alle restrizioni alla negoziazione dei titoli in questione prima della distribuzione di rapporti di ricerca. Queste politiche non si applicano ai responsabili delle strategie d'investimento.

Credit Suisse non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'utilizzo del materiale oggetto del presente rapporto. Questa esclusione di responsabilità non sarà tuttavia valida nella misura in cui la responsabilità in questione derivasse da specifiche condizioni o normative applicabili a Credit Suisse. Non ci si

deve basare sul presente rapporto rinunciando a esercitare il proprio giudizio indipendente. Credit Suisse potrebbe aver emesso, e potrebbe emettere in futuro, un'idea di negoziazione relativa al titolo in questione. Le idee di negoziazione sono opportunità di negoziazione di breve termine basate su avvenimenti e catalizzatori di mercato, mentre i rating delle società riflettono le raccomandazioni d'investimento fondate sul rendimento totale atteso nell'arco di un periodo di 6 - 12 mesi, secondo quanto definito nella sezione per le divulgazioni. Dal momento che le idee di negoziazione e i rating societari riflettono diverse ipotesi e metodi analitici, le idee di negoziazione possono differire a livello direzionale dal rating societario. Oltre a ciò, Credit Suisse potrebbe aver emesso, e potrebbe emettere in futuro, altri rapporti non in linea con le informazioni fornite nel presente rapporto o che giungono a conclusioni diverse. I rapporti in questione riflettono le diverse ipotesi, giudizi e metodi analitici degli analisti che li hanno redatti e Credit Suisse non è tenuto a garantire che tali rapporti vengano portati all'attenzione dei destinatari del presente rapporto.

### Certificazione degli analisti

Gli analisti identificati nel presente rapporto certificano che le opinioni relative alle società e ai titoli in esso discussi riflettono in modo accurato le loro opinioni personali in merito alle società e ai titoli in questione. Gli analisti certificano inoltre che nessuna parte dei loro indennizzi può essere ricondotta direttamente o indirettamente alle specifiche raccomandazioni od opinioni espresse nel presente rapporto.

Gli analisti KPO (Knowledge Process Outsourcing) citati nel presente rapporto sono collaboratori di Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited.

### Divulgazioni importanti

Credit Suisse pubblica e aggiorna i propri rapporti di ricerca/le proprie raccomandazioni con la frequenza che ritiene opportuna, in base agli sviluppi delle imprese, dei settori o dei mercati analizzati che potrebbero influire notevolmente sulle opinioni o i pareri espressi nei rapporti in questione. Credit Suisse pubblica esclusivamente ricerche sugli investimenti imparziali, indipendenti, chiare, eque e non fuorvianti.

Il codice di condotta del Credit Suisse, che deve essere rispettato da tutti i dipendenti, è accessibile anche tramite il nostro sito Web all'indirizzo:
http://www.credit-suisse.com/governance/en/code_of_conduct.html

Per maggiori dettagli, fai riferimento alle informazioni sull'indipendenza della ricerca finanziaria disponibili all'indirizzo:
https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf

L'analista/Gli analisti responsabile/i della redazione del presente rapporto di ricerca ha/hanno ricevuto un indennizzo basato su diversi fattori, tra cui i proventi complessivi di Credit Suisse, una parte dei quali viene generata dalle attività di Investment Banking del Credit Suisse.

### Ulteriori informazioni

**Regno Unito:** Per informazioni sui titoli a reddito fisso per i clienti di Credit Suisse (UK) Limited e Credit Suisse Securities (Europe) Limited, si prega di chiamare il numero +41 44 333 33 99.

**India:** Visitare il sito http://www.credit-suisse.com/in/researchdisclosure per le ulteriori divulgazioni previste dal Securities And Exchange Board of India (Research Analysts) Regulations, 2014.
Credit Suisse potrebbe avere una partecipazione nelle società menzionate in questo rapporto.
I rapporti di ricerca di Credit Suisse sono altresì disponibili all'indirizzo https://investment.credit-suisse.com/

Per informazioni sulle comunicazioni relative alle società oggetto di rating di Credit Suisse Investment Banking citate nel presente rapporto, vogliate fare rifermento al sito di divulgazione della divisione Investment Banking all'indirizzo:
https://rave.credit-suisse.com/disclosures

Per ulteriori informazioni, incluse le comunicazioni su eventuali altri emittenti, vogliate fare riferimento al sito di divulgazione della divisione Private Banking & Wealth Management all'indirizzo:
https://www.credit-suisse.com/disclosure

# Disclaimer globale / Informazioni importanti

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

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

**ESCLUSIONE DI DISTRIBUZIONE, SOLLECITAZIONE O 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, 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 in relazione agli investimenti riportati nel presente rapporto o a un investimento correlato a qualsivoglia società o emittente menzionato. Alcuni investimenti cui si fa riferimento nel presente rapporto saranno offerti da una singola entità o da un'associata di Credit Suisse oppure Credit Suisse potrebbe essere il solo market maker di tali investimenti. Credit Suisse è coinvolto in molte attività correlate alle società menzionate nel presente rapporto. Queste attività comprendono negoziazioni specializzate, arbitraggio dei rischi, market making e altre negoziazioni titoli per proprio conto. Credit Suisse ha stipulato un accordo con l'emittente in relazione alla fornitura di servizi di società d'investimento. **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.

### Distribuzione dei rapporti di ricerca

A meno che non diversamente specificato all'interno del presente documento, il presente rapporto viene redatto ed emesso da Credit Suisse SA, una banca svizzera autorizzata e soggetta alla regolamentazione dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari. **Australia**: Il presente rapporto è distribuito in Australia da Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) soltanto a clienti «Wholesale» secondo quanto definito nella sezione s761G del Corporations Act 2001. CSSB non garantisce il rendimento, né rilascia alcuna garanzia in merito alla performance, dei prodotti finanziari a cui il presente rapporto fa riferimento. **Austria:** Il presente rapporto viene distribuito da CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. La Banca è una filiale di CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., un istituto di credito debitamente autorizzato nel Granducato di Lussemburgo avente sede in 5, rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo. È altresì soggetta a vigilanza prudenziale da parte dell'autorità di vigilanza lussemburghese, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo nonché dell'autorità di sorveglianza austriaca, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna.

**Bahrain**: Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse AG, Bahrain Branch, autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Bahrain (CBB) come Investment Firm Category 2. Credit Suisse AG, filiale del Bahrain, ha sede al Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Regno del Bahrain. **Dubai**: Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse AG (DIFC Branch), debitamente autorizzata e regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority («DFSA»). I relativi prodotti o servizi finanziari sono disponibili soltanto per i clienti professionisti o le controparti di mercato, secondo la definizione della DFSA, e non sono destinati a qualsivoglia altra persona. Credit Suisse AG (DIFC Branch) ha sede al Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Emirati Arabi Uniti.
**Francia:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France,, autorizzato dall'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) in qualità di fornitore di servizi d'investimento. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, è soggetto alla supervisione e al controllo dell'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution e dall'Autorité des Marchés Financiers. **Germania:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse (Deutschland) AG, che è autorizzata e regolamentata dal Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Gibilterra:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Gibraltar) Limited. Credit Suisse (Gibraltar) Limited è una persona giuridica indipendente, interamente controllata da Credit Suisse e regolamentata dalla Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Channel Islands) Limited, una persona giuridica indipendente registrata a Guernsey con n. 15197 e sede legale in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. Credit Suisse (Channel Islands) Limited è interamente controllato da Credit Suisse AG e regolamentato dalla Guernsey Financial Services Commission. Copie dell'ultimo bilancio soggetto a revisione contabile sono disponibili su richiesta. **Hong Kong:** Il presente rapporto è stato pubblicato 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 registrato ai sensi della Securities and Futures Ordinance (capitolo 571 delle disposizioni giuridiche di Hong Kong). **India:** Il presente rapporto viene distribuito da Credit Suisse Securities (India) Private Limited (n. CIN U67120MH1996PTC104392), soggetta alla regolamentazione del Securities and Exchange Board of India in qualità di Research Analyst (n. registrazione INH 000001030), di Gestore di portafoglio (n. registrazione INP000002478) e Intermediario in valori mobiliari (n. registrazione INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), e indirizzo registrato presso 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, India, T- +91-22 6777 3777. **Italia:** Il presente rapporto è distribuito in Italia da Credit Suisse (Italy) S.p.A., banca di diritto Italiano, iscritta all'albo delle banche e soggetta alla supervisione e al controllo di Banca d'Italia e CONSOB; è inoltre distribuito da Credit Suisse AG, banca svizzera autorizzata a fornire servizi bancari e finanziari in Italia. **Giappone:** Il presente rapporto è distribuito in Giappone unicamente da Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, membro di Japan Securities Dealers Association, Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association. Credit Suisse Securities (Japan) Limited non distribuirà né inoltrerà il presente rapporto al di fuori del Giappone. **Jersey:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, regolamentato dalla Jersey Financial Services Commission per l'esecuzione dell'attività d'investimento. La sede di Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, a Jersey è la seguente: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. **Libano:** Questa relazione viene distribuita da Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un istituto finanziario costituito in Libano e regolamentato dalla Banca centrale del Libano (Central Bank of Lebanon, «CBL»), con numero di licenza per l'istituto finanziario 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL è soggetta alle leggi e alle regolamentazioni della CBL, oltre che alle leggi e alle decisioni della Capital Markets Authority of Lebanon («CMA»). CSLF è una filiale di Credit Suisse SA e parte di Credit Suisse Group (CS). La CMA non si fa carico di alcuna responsabilità per i contenuti delle informazioni incluse nel presente rapporto, tra l'altro per l'accuratezza e la completezza di tali informazioni. La responsabilità per il contenuto di questo rapporto è di chi l'ha pubblicato, dei rispettivi amministratori e di altre persone, come gli esperti, le cui opinioni vengono incluse nel rapporto con il rispettivo consenso. La CMA non ha altresì valutato l'adeguatezza dell'investimento per un particolare investitore o tipologia di investitore. Gli investimenti sui mercati finanziari potrebbero implicare un livello elevato di complessità e di rischio e potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. La valutazione dell'adeguatezza di CSLF in riferimento all'investimento sarà eseguita sulla base delle informazioni che l'investitore avrebbe fornito a CSLF e in linea con le politiche e i processi interni di Credit Suisse. Si conviene che l'inglese verrà impiegato in tutte le comunicazioni e la documentazione fornite da CS e/o da CSLF. Accettando di investire nel prodotto, l'investitore conferma di non avere alcuna obiezione in merito all'utilizzo della lingua inglese. **Lussemburgo:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse (Luxembourg) S.A., una banca lussemburghese autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Queste informazioni sono distribuite da Credit Suisse (Qatar) L.L.C, autorizzato e regolamentato dalla Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) ai sensi del QFC n° 00005. Tutti i relativi prodotti o servizi finanziari saranno disponibili soltanto per Business Customers o Market Counterparties (come definiti dalle regole e dalle regolamentazioni della Qatar Financial Centre Regulatory Authority - QFCRA), inclusi i privati che hanno scelto di essere classificati come Business Customer, con attività liquide di oltre USD 1 milione, dotati di esperienze, conoscenze e competenze in materia finanziaria sufficienti per partecipare a operazioni aventi a oggetto tali prodotti e/o servizi. **Singapore:** Il presente rapporto è stato redatto e pubblicato ai fini della distribuzione a Singapore unicamente a investitori istituzionali, investitori accreditati e investitori esperti (ciascuna categoria come definita ai sensi dei Financial Advisers Regulations); è inoltre distribuito da Credit Suisse AG, Singapore Branch, a investitori stranieri (come definiti ai sensi dei Financial Advisers Regulations). Credit Suisse AG, Singapore Branch, può distribuire rapporti realizzati dalle proprie entità o affiliate estere nel quadro di un accordo ai sensi del Regulation 32C dei Financial Advisers Regulations. Per qualunque questione derivante dal presente rapporto o a esso attinente, gli interessati di Singapore devono rivolgersi a Credit Suisse AG, Singapore Branch, al numero +65-6212-2000. In virtù del tuo status di investitore istituzionale, investitore accreditato, investitore esperto o investitore estero, 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 fornirti. **Spagna:** Il presente rapporto è distribuito in Spagna da Credit Suisse AG, Sucursal en España, autorizzato dal Registro del Banco de España al numero 1460. **Thailandia:** Il presente rapporto è distribuito da Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, regolamentata dall'Office of the Securities and Exchange Commission tailandese, con sede legale in 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok, tel. 0-2614-6000. **Turchia** Le informazioni, i commenti e le raccomandazioni sugli investimenti contenuti nel presente documento non rientrano nell'attività di consulenza finanziaria. I servizi di consulenza finanziaria sono forniti dagli istituti autorizzati in modo personalizzato tenendo conto delle preferenze di rischio e di rendimento del singolo. I commenti e le raccomandazioni contenuti nel presente sono invece di natura generica. Le raccomandazioni potrebbero pertanto non essere adatte alla vostra situazione finanziaria o alle vostre preferenze di rischio e rendimento. Per questa ragione, qualsiasi decisione d'investimento presa esclusivamente sulla base delle informazioni fornite nel presente documento potrebbe non generare risultati in linea con le proprie aspettative. Il presente report è distribuito da Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, regolamentata da Capital Markets Board of Turkey, con sede legale presso Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul, Turchia **Regno Unito:** Il presente rapporto è pubblicato da Credit Suisse (UK) Limited e Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited e Credit Suisse (UK) Limited, entrambe autorizzate dalla Prudential Regulation Authority e regolamentate dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority, sono persone giuridiche associate al Credit Suisse ma indipendenti. Le tutele previste per i clienti retail dalla Financial Conduct Authority e/o dalla Prudential Regulation Authority non si applicano a investimenti o servizi forniti da soggetti al di fuori del Regno Unito; non sarà inoltre possibile avvalersi del Financial Services Compensation Scheme (piano di risarcimento per i servizi finanziari) qualora l'emittente degli investimenti non adempia ai suoi obblighi. Nella misura comunicata nel Regno Unito o tale da avere effetti nel Regno Unito, il presente documento costituisce una promozione finanziaria approvata da Credit Suisse (UK) Limited, autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority per quanto riguarda l'esercizio di attività d'investimento nel Regno Unito. La sede legale di Credit Suisse (UK) Limited è sita in Five Cabot Square, Londra, E14 4QR. Si prega di notare che le norme del Financial Services and Markets Act 2000 (legge del 2000 sui servizi e i mercati finanziari) concernenti la tutela dei clienti retail non trovano applicazione nel vostro caso e che non potete altresì disporre di qualsiasi potenziale compensazione accessibile a «eligible claimants» ossia «richiedenti idonei» in conformità al Financial Services Compensation Scheme (piano di compensazione dei servizi finanziari) del Regno Unito. Il regime fiscale dipende dalla situazione personale di ciascun cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.
**STATI UNITI:** LA PRESENTE RELAZIONE E LE EVENTUALI COPIE NON POSSONO ASSOLUTAMENTE ESSERE INVIATE, PORTATE O DISTRIBUITE NEGLI STATI UNITI O A SOGGETTI STATUNITENSI (SECONDO LA DEFINIZIONE DELLA REGULATION S AI SENSI DEL SECURITIES ACT STATUNITENSE DEL 1933 E RELATIVE MODIFICHE).

È proibito riprodurre il presente rapporto, in toto o in parte, senza il permesso scritto di Credit Suisse. Copyright © 2016 di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.
16C032A_R

# Altre pubblicazioni di Credit Suisse Economic Research

**Il reddito disponibile in Svizzera 2016**

Il costo della vita non è uguale ovunque. Lo studio «Il reddito disponibile 2016» analizza l'attrattiva residenziale finanziaria dei comuni svizzeri sulla base a vari fattori, come l'onere fiscale, i costi abitativi, i costi per il pendolarismo e, per la prima volta, i costi per la custodia dei bambini.

**8 dicembre 2016**

**Monitor Svizzera**
**4° trimestre 2016**

Il Monitor Svizzera analizza l'economia svizzera e fornisce previsioni sul suo andamento.

**14 dicembre 2016**

**Retail Outlook 2017**
**Radicale cambiamento del commercio al dettaglio svizzero**

Lo studio annuale sul commercio al dettaglio svizzero illustra le prospettive congiunturali per il settore e le sfide attuali. Nel tema che approfondiamo quest'anno, analizziamo le differenze di prezzo a livello internazionale nel commercio al dettaglio e le possibili cause.

**4 gennaio 2017**

**Manuale dei settori 2017**
**Strutture e prospettive**

Questa pubblicazione annuale è un'opera di consultazione dei settori svizzeri. I ritratti dei singoli comparti forniscono una panoramica approfondita sulle strutture e sulle prospettive congiunturali dei vari settori elvetici.

**10 gennaio 2017**

**Global Real Estate Monitor**
**1° trimestre 2017**

(disponibile in tedesco e inglese)

Il Global Real Estate Monitor presenta ogni trimestre una panoramica sui principali mercati immobiliari e sulle tendenze in tutto il mondo. Si occupa sia di investimenti immobiliari diretti sia di investimenti immobiliari indiretti.

**Gennaio/febbraio 2017**

**Indice costruzioni Svizzera**
**1° trimestre 2017**

L'indice costruzioni Svizzera, pubblicato trimestralmente, fornisce delle informazioni tempestive sulla congiuntura nel settore delle costruzioni e contiene stime e retroscena relativi all'andamento del fatturato nel settore edilizio.

**22 febbraio 2017**

## La pubblicazione Mercato immobiliare Svizzera 2017 uscirà il 7 marzo 2017.

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