

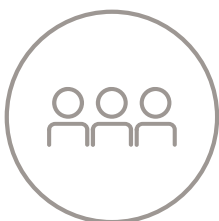


# Immobili in Svizzera – 1T 2024

## Effetti collaterali del diritto delle locazioni

**Editore: Raiffeisen Svizzera società cooperativa**

Raiffeisen Economic Research  
Fredy Hasenmaile  
Economista capo  
The Circle 66  
8058 Zurigo-Aeroporto

**Autori**

Michel Fleury  
Francis Schwartz  
Domagoj Arapovic

[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)

**Chiusura redazionale**

01.02.2024

**Altre pubblicazioni Raiffeisen**

Qui potete abbonarvi alla presente e ad altre pubblicazioni di Raiffeisen.

[Link diretto al sito web](#)



## **Editoriale, Management Summary, panoramica del mercato**

Editoriale	4
Management Summary	5
Panoramica del mercato	7



## **Contesto di mercato**

Condizioni quadro economiche	8
Mercato ipotecario	9
Investimenti immobiliari	10



## **Segmenti di mercato**

Proprietà	11
Locazione	13
Superfici retail	15



## **Focus**

Effetti collaterali del diritto delle locazioni	17
---	----



## **Allegato**

Tipi di comuni e regioni	23
Abbreviazioni utilizzate	24

Care lettrici, cari lettori,

il danno è fatto e il malessere aumenta trimestre dopo trimestre. La Svizzera sta scivolando irrefrenabilmente in una penuria di abitazioni. Proprio ora, dopo che nel 2023 la Svizzera ha registrato un'immigrazione netta pari a circa 100'000 persone, superando addirittura il record del 2008, i permessi di costruzione di abitazioni sprofondano al livello minimo degli ultimi 20 anni. Ciò non significa nient'altro che, nei prossimi anni, la penuria di abitazioni è destinata a inasprirsi ulteriormente.

Finora le discussioni in occasione della tavola rotonda non hanno prodotto alcuna soluzione. La situazione continua a essere sfruttata per fare campagna elettorale e difendere interessi particolari e non vi è ancora la consapevolezza che solo la costruzione di abitazioni potrà mitigare efficacemente il problema. A pagare lo scotto sono i locatari e i nuclei familiari, il cui sogno di comprare casa si allontana sempre più.

I tempi sono quindi maturi per analizzare spassionatamente le cause di questa situazione, senza timore di rivedere anche elementi considerati sacrosanti, come il diritto svizzero delle locazioni. Ci stiamo infatti permettendo una cattiva allocazione grottesca della superficie abitativa. Il diritto delle locazioni vigente provoca uno scollamento tra gli affitti in essere e quelli nuovi, al punto che a partire da una certa durata del contratto di locazione per molti nuclei familiari non conviene più ridurre la superficie abitativa. Circa un terzo dei locatari dispone così di una superficie abitativa eccessiva e circa un quindi di essi di una superficie insufficiente. Una miglior allocazione della superficie abitativa consentirebbe di risolvere il problema. La nostra analisi mostra che, con la superficie sottoutilizzata, oltre a risolvere il problema dei nuclei familiari stretti in abitazioni troppo piccole, si potrebbero anche liberare 170'000 appartamenti di 4 locali. Avremmo quindi ancora spazio per quasi mezzo milione di persone senza costruire un solo edificio in più. E risolveremmo di colpo il problema della penuria sempre più acuta di abitazioni. Il potenziale è incredibile. Proprio in un momento in cui tutti chiedono un contenimento della dispersione degli insediamenti e al contempo una rinuncia al consumo inutile di risorse.

È chiaro che una soluzione è ancora lontana. Gli interessi in gioco sono troppi. Ma il potenziale è così grande che ci autopuniremmo se non cercassimo di escogitare una soluzione.

Vi auguro buona lettura dello studio elaborato dal mio team!

Fredy Hasenmaile  
Economista capo Raiffeisen Svizzera

### Management Summary

#### Condizioni quadro economiche

L'inflazione è in calo su scala mondiale, facendo lievitare ulteriormente i tassi reali. Per evitare una politica monetaria troppo restrittiva, le banche centrali stanno già vagliando la possibilità di ridurre nuovamente i tassi durante l'anno in corso. Benché riteniamo che le aspettative del mercato siano eccessive, a partire dall'estate 2024 intravediamo un margine per prime riduzioni dei tassi di riferimento. Anche in Svizzera, dove entro la fine dell'anno prevediamo una o eventualmente due riduzioni dei tassi. Molti elementi indicano inoltre un atterraggio morbido dell'economia mondiale. In Svizzera, finora non si è assistito a un'estensione al settore dei servizi delle prospettive offuscate per gli affari dell'industria. E benché nel 2024 rischino un'ulteriore leggera erosione del potere di acquisto, in Svizzera i nuclei familiari limitano solo marginalmente i consumi. Le prospettive congiunturali sono tuttavia ancora orientate verso il basso e i rischi per la crescita restano elevati.

#### Consolidamento del mercato delle abitazioni di proprietà

Verso la fine dell'anno scorso è proseguito l'indebolimento della dinamica dei prezzi sul mercato delle abitazioni di proprietà a uso proprio. Nel giro di due anni, la crescita dei prezzi è più che dimezzata a causa della flessione della domanda in seguito all'inversione dei tassi. S'intravedono tuttavia anche primi segni di una stabilizzazione del processo di raffreddamento. Il superamento del picco dei tassi ha placato un po' l'incertezza diffusa sul fronte degli acquirenti. La crescita dei prezzi è sul filo di lama e non è escluso che nel corso dell'anno scivoli in zona negativa. Per ora sono ancora offerti in vendita molti più oggetti che non durante la pandemia. Spesso, però, le aspettative di prezzo dei venditori e degli acquirenti divergono, poiché i primi sono irremovibili sui loro prezzi. La commercializzazione delle proprietà per piani e delle case unifamiliari risulta quindi complicata, come attestano il persistente incremento della durata d'inserzione nonché un ulteriore forte calo dei passaggi di proprietà effettivi. Con il rialzo dei tassi, gli incentivi finanziari ad acquistare una proprietà sono diminuiti ed è riapparso il precedente tradizionale premio di proprietà. Dovrebbe tuttavia trattarsi solo di un breve intermezzo. Con la prospettiva di una flessione dei tassi di riferimento a partire dal secondo semestre del 2024 e l'impennata degli affitti, a medio termine il vantaggio dell'abitazione di proprietà in termini di costi abitativi dovrebbe riaffermarsi.

#### Prospettive fosche per i locatari

La popolazione svizzera cresce a un ritmo elevato, spinta dall'immigrazione, che l'anno scorso ha segnato un record assoluto con una stima netta di 100'000 nuovi arrivati. Cresce quindi anche la domanda di spazio abitativo, proprio in una fase in cui la produzione di nuove abitazioni persiste al livello più basso da 20 anni a questa parte. In sempre più regioni tutti gli indicatori attestano fenomeni di penuria vieppiù pressanti. In appena 1.5 anni, il numero di oggetti offerti è dimezzato. La crescita annua degli affitti è accelerata, raggiungendo una media del 4.7%. Gli sfitti eccedentari dell'ultimo decennio sono stati pian piano smaltiti e a molti locatari non resta quindi altro che dar fondo ancora di più alle proprie finanze. Crescenti difficoltà nella ricerca di un alloggio e affitti iniziali in rapida crescita resteranno una realtà sul mercato degli appartamenti in locazione ancora per un po'. Malgrado i fenomeni di penuria sempre più evidenti, sul fronte della costruzione continuano a non intravedersi reazioni: la produzione di abitazioni non accenna ad aumentare. Manifestamente, le prospettive d'investimento non sono ancora sufficienti per superare gli attuali problemi strutturali dell'offerta di spazio abitativo, ossia penuria acuta di terreni edificabili e densificazione stentata. Per i locatari, le prospettive sono quindi tutt'altro che rosee. Prossimamente, la crescita degli affitti supererà il rincaro generale, anche se i tassi sono già in calo. Vi sono buone notizie solo per i locatari attuali. Con l'apice dei tassi raggiunto recentemente e le prospettive di imminenti riduzioni dei tassi di riferimento, per il momento il rialzo del tasso ipotecario di riferimento del dicembre scorso dovrebbe essere stato l'ultimo.

### **Cattiva allocazione grottesca**

Malgrado molteplici critiche, nel complesso il diritto svizzero delle locazioni funziona bene, come attesta l'elevata soddisfazione dei locatari e dei locatori. Il nostro diritto delle locazioni rappresenta un compromesso sempre molto conteso tra protezione dei locatari e sufficienti incentivi agli investimenti, affinché venga creato lo spazio abitativo necessario. Il diritto delle locazioni vigente ha tuttavia un effetto collaterale gravido di conseguenze: con il passare del tempo, si crea infatti un crescente squilibrio a causa dello scollamento tra gli affitti in essere e quelli offerti. Le ampie differenze generano incentivi perversi: i nuclei familiari che riducono la superficie abitativa sono infatti puniti anziché premiati. Già dopo una breve durata del contratto, traslocare in un appartamento più piccolo comporta un nuovo affitto superiore a quello in essere. Il risultato è sotto gli occhi di tutti: nessuno riduce il proprio spazio. Molti nuclei familiari, soprattutto formati da ultrasessantenni, vivono in abitazioni sottoccupate. Più della metà dei locatari in questa fascia di età ha almeno due locali in più del numero di componenti. Oltretutto sono sempre più numerosi e di conseguenza il consumo pro capite medio di superficie abitativa aumenta continuamente – attualmente siamo a 46.6 m<sup>2</sup>. Al contempo cresce il numero di nuclei familiari costretti a stringersi in abitazioni sovraoccupate. Questi incentivi perversi favoriscono inoltre le disdette dei contratti di interi immobili e una minor mobilità dei locatari (effetto lock-in). L'impennata dei nuovi affitti attesa nei prossimi anni inasprirà ulteriormente la problematica. Già solo il potenziale di ottimizzazione migliorando l'allocazione è enorme: se tutti gli appartamenti in locazione comprendessero solo un locale in più del numero di persone che vi abitano, si raggiungerebbe un consumo «ideale» di superficie pari a circa 38m<sup>2</sup> pro capite. Oltre a eliminare la sovraoccupazione, un'allocazione più efficiente della superficie liberebbe 170'000 appartamenti da 100m<sup>2</sup>, creando spazio abitativo per quasi mezzo milione di persone. E tutto ciò senza dover costruire un solo edificio. Considerando l'enorme potenziale inutilizzato, anche dal punto di vista ecologico e sociale bisognerebbe esigere da un lato l'eliminazione della causa della cattiva allocazione, che affonda nel diritto delle locazioni, e dall'altro una riflessione su come affrontare in modo intelligente il trasferimento di superficie.

### **La trasformazione strutturale si estende al mercato delle superfici di vendita**

Dopo un decennio di fatturati ristagnanti, durante la pandemia di coronavirus il settore del commercio al dettaglio ha chiuso gli esercizi in positivo. Negli ultimi due anni, in termini reali è però stata registrata una leggera flessione e la trasformazione strutturale ha messo nuovamente sotto pressione i classici inquilini di superfici di vendita. Dalle cifre del mercato delle superfici di vendita lo s'intravede solo in parte. Frequenti cambiamenti, maggiori investimenti, bisogno di sussidi e periodi sfitti gravano tuttavia sui ricavi dei proprietari di superfici. La locazione di superfici di vendita si rivela quindi difficoltosa, fatta eccezione per le ubicazioni più gettonate. A sostenere il mercato sono unicamente la scarsa creazione di nuove superfici nonché, in alcune regioni, la forte crescita demografica.

### **Crollo dei rendimenti degli investimenti immobiliari**

Nei portafogli degli investitori istituzionali, nel 2023 le stime degli immobili a reddito sono state abbassate su larga scala. Si chiude così un'era, durata circa 20 anni, di costanti utili di rivalutazione degli investimenti immobiliari. È sulle superfici adibite a ufficio e sulle superfici di vendita che gli investitori hanno dovuto mettere in conto le maggiori rettifiche di valore. A causa dell'inversione dei tassi, per la prima volta hanno però dovuto essere leggermente ritoccate verso il basso anche le stime degli immobili a uso abitativo. Benché queste correzioni delle stime rappresentino una cesura dopo due decenni grassi, di fronte alla brusca e vigorosa inversione dei tassi finora le svalutazioni sono risultate relativamente modeste. Da un lato ciò è dovuto ai cuscinetti legato alle stime sotto forma di riserve occulte, che ora dovrebbero essersi dissolte nei libri contabili, perlomeno in parte. Dall'altro, la bassa volatilità delle stime è da ricondurre alla metodologia utilizzata del discounted cash flow. A causa della lunga durata di vita degli immobili, gli shock temporanei legati all'inflazione e ai tassi considerati nei modelli hanno un peso esiguo. L'adeguamento dei tassi di sconto all'andamento effettivo del mercato avviene solo con grande lentezza. Anche la crescente penuria di spazio abitativo si sta rivelando uno stabilizzatore: nei prossimi anni è quindi prevedibile un aumento degli affitti nettamente superiore al rincaro generale.

## Contesto di mercato

---

### Domanda

---



**Popolazione:** nel 2023, il saldo netto dell'immigrazione nella Confederazione ha raggiunto un livello record. Benché, per motivi congiunturali, per il 2024 sia prevista una minor domanda di forza lavoro, la vigorosa crescita della Svizzera dovrebbe proseguire, dato che la sua economia se la cava meglio rispetto ai paesi limitrofi.



**PIL:** la contrazione dell'industria globale prosegue. Nel 2024 la forza economica dell'Eurozona dovrebbe stabilizzarsi o addirittura indebolirsi leggermente. Anche la Svizzera non potrà sottrarsi del tutto agli sviluppi in atto sul suo principale mercato di sbocco. Nel 2024, con lo 0.8% l'economia svizzera dovrebbe crescere un po' meno rispetto all'anno precedente (1%).



**Redditi:** l'utilizzazione delle capacità nell'industria diminuisce anche in Svizzera, costringendo sempre più aziende industriali a ricorrere al lavoro ridotto o addirittura a licenziamenti. Siccome finora il settore dei servizi, nettamente più ampio, ha sofferto poco, i redditi reali aggregati aumentano.



**Finanziamenti:** nel 2024, molto probabilmente i tassi caleranno. A breve, il forte calo dell'inflazione su scala mondiale non giustificherà più i livelli elevati dei tassi. Per impedire un apprezzamento del franco, entro la fine dell'anno anche la BNS interverrà abbassando il tasso di riferimento. Se le ipoteche SARON diventeranno vantaggiose solo a quel punto, per le ipoteche fisse queste aspettative sono già date per scontate.



**Investimenti:** nel 2023 per la prima volta la stima di molti immobili a reddito è stata ritoccata verso il basso, dopo due decenni di continui apprezzamenti. La flessione dei tassi, la riduzione dei rischi di sfitti e l'impennata dei nuovi affitti riducono i rischi al ribasso sul mercato degli oggetti a reddito.

### Offerta

---



**Attività edilizia:** si continua a non intravedere segni dell'offensiva edilizia attesa urgentemente nel settore abitativo. Il numero di domande di costruzione di abitazioni resta fermo a un livello molto basso.



**Sfitti:** il numero di appartamenti in locazione liberi continua a implodere. Gli appartamenti in locazione offerti sono sempre meno e praticamente tutto ciò che viene immesso sul mercato viene assorbito molto rapidamente.

### Prospettive dei prezzi

---



**Proprietà:** la dinamica dei prezzi delle abitazioni di proprietà si allenta ulteriormente. Stando ai principali indicatori dell'offerta e della domanda, questo processo di raffreddamento dovrebbe proseguire. Nel 2024 non è escluso un lieve calo temporaneo dei prezzi. Con il nuovo miglioramento delle condizioni di finanziamento, però, in futuro la proprietà tornerà a essere più interessante della locazione.



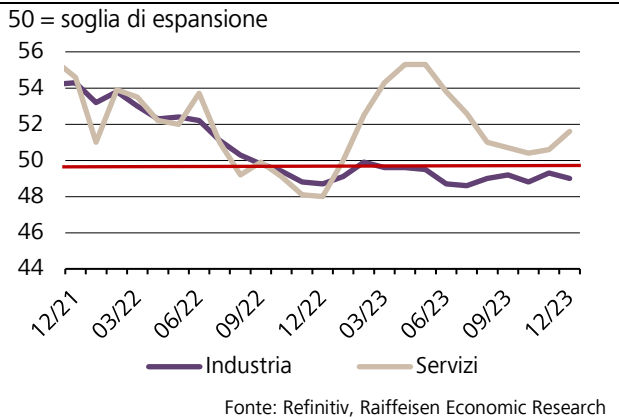
**Affitti:** nel 2023 gli affitti offerti sono saliti alle stelle, segnando una crescita che sfiora il 5%. La crescente penuria di spazio abitativo continuerà a rincarare sensibilmente i nuovi affitti.

# Condizioni quadro economiche

**Prosegue la contrazione dell'industria globale. Sempre più aziende svizzere ricorrono quindi al lavoro ridotto. Finora il settore dei servizi è però stato praticamente risparmiato, salvo che nell'Eurozona. Attualmente molti elementi indicano un atterraggio morbido dell'economia mondiale. Le prospettive congiunturali sono tuttavia ancora orientate verso il basso e i rischi per la crescita restano elevati.**



## Purchasing Managers Index globale

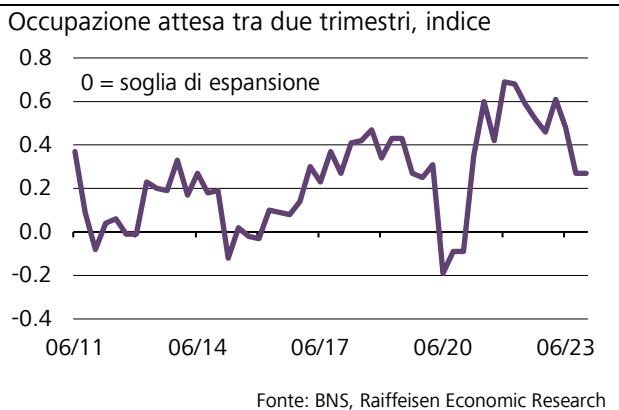


È proseguita la contrazione dell'industria globale. Non riescono a lasciarsi alle spalle la crisi in particolare i fabbricanti europei. L'industria svizzera se la cava meglio, ma anche qui gli ordini continuano a diminuire. L'utilizzazione delle capacità è quindi calata ulteriormente, costringendo sempre più aziende industriali a ricorrere al lavoro ridotto o addirittura a licenziamenti.

Il settore dei servizi, nettamente più ampio, continua a cavarsela meglio e a soffrire poco. In Svizzera, per esempio, le imprese di servizi intendono assumere più personale anche nei prossimi due trimestri. Il tasso di disoccupazione resta molto basso. Come in altri paesi, anche qui molti elementi preannunciano quindi un atterraggio morbido dell'economia.



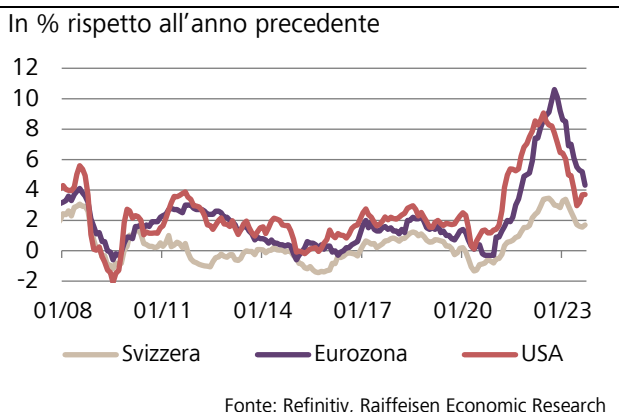
## Mercato svizzero del lavoro



Le prospettive congiunturali globali restano tuttavia orientate verso il basso. Nell'industria non s'intravedono ancora segnali di svolta e i tassi elevati non hanno ancora prodotto tutto il loro impatto. Anche il settore dei servizi rischia quindi di perdere slancio, in particolare nell'Eurozona, che risente già della recessione in Germania. Negli Stati Uniti sarà difficile mantenere il ritmo di crescita elevato dello scorso anno e la dinamica dei consumi è destinata a rallentare. Vista la persistente crisi immobiliare, per ora anche dalla Cina non sono attesi nuovi impulsi consistenti alla crescita. Nel 2024 anche l'economia svizzera sarà quindi confrontata con un ulteriore rallentamento della crescita.



## Prezzi al consumo



Nella lotta contro l'inflazione sono invece stati fatti maggiori progressi. Il rincaro è in calo su scala mondiale e l'obiettivo delle banche centrali per quanto riguarda l'inflazione non sembra più lontano. La pressione sui prezzi si è allentata soprattutto per i beni, mentre per i servizi la normalizzazione della dinamica dei prezzi è frenata dalla forte crescita dei salari. Le banche centrali sottolineano pertanto che è ancora troppo presto per cantare vittoria sull'inflazione.

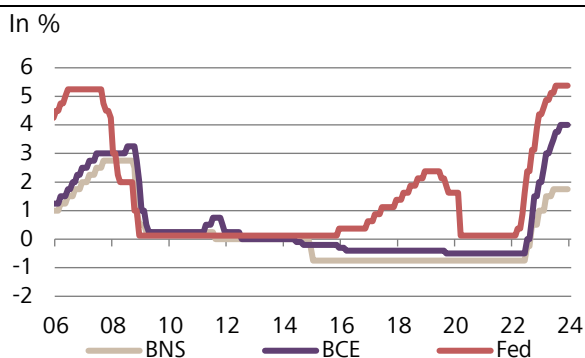


# Mercato ipotecario

L'inflazione è calata sensibilmente, facendo lievitare ulteriormente i tassi reali. Per evitare una politica monetaria troppo restrittiva, le banche centrali stanno già vagliando nuove riduzioni dei tassi. Benché le speranze dei mercati di un allentamento rapido e percettibile siano premature, nel 2024 vi sarà un margine per prime riduzioni dei tassi. Grazie alle aspettative sui tassi, le ipoteche fisse svizzere sono già diventate nettamente più vantaggiose.



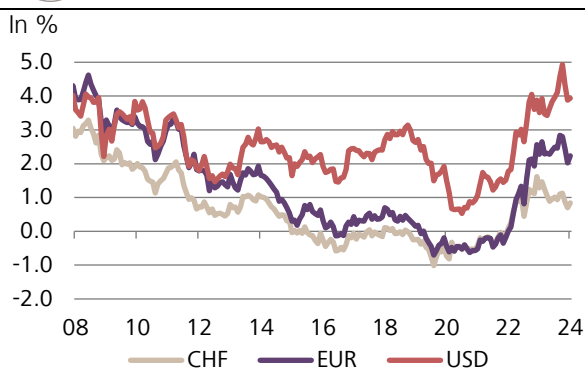
## Tassi di riferimento delle banche centrali



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



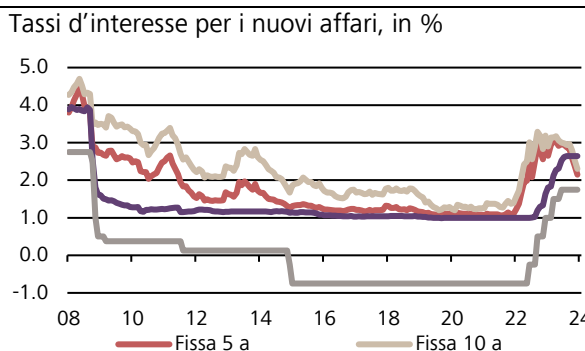
## Rendimento dei titoli della Confederazione a 10 anni



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## Tassi ipotecari



Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research

Dall'ultimo rialzo dei tassi in luglio e settembre, le due maggiori banche centrali, la Fed e la BCE, hanno una posizione attendista. Negli ultimi mesi, la pressione inflazionistica sulle due sponde dell'Atlantico si è allentata notevolmente. La tendenza al ribasso del rincaro ha fatto lievitare ulteriormente i tassi reali, il che però in realtà non è più necessario agli occhi delle banche centrali. Per evitare una politica monetaria ancora più restrittiva, nel 2024 prevedono quindi già riduzioni dei tassi.

Sui mercati a termine, per quest'anno è addirittura già dato per scontato un netto calo dei tassi e la prima riduzione è già attesa in primavera. Le banche centrali non escludono nessuna opzione e ribadiscono che opereranno in funzione dei dati. A differenza dei cicli precedenti, questa volta non vi è alcuna crisi nell'economia reale o sui mercati finanziari che richieda forti riduzioni dei tassi. Inoltre la dinamica salariale resta superiore alla media, il che potrebbe ostacolare l'ultimo miglio verso la stabilità dei prezzi.

In occasione dell'ultima valutazione della situazione, in dicembre anche la BNS non ha più aumentato i tassi. Con il livello moderato dei tassi all'1.75%, in realtà, da noi non urgono riduzioni. In caso di riduzione dei tassi da parte della BCE, la BNS potrebbe però voler evitare un ulteriore assottigliamento dello scarto rispetto ai tassi nell'Eurozona per scongiurare la minaccia di un ulteriore apprezzamento del franco. Entro la fine dell'anno sono quindi dati per scontati tassi di riferimento più bassi anche in Svizzera.

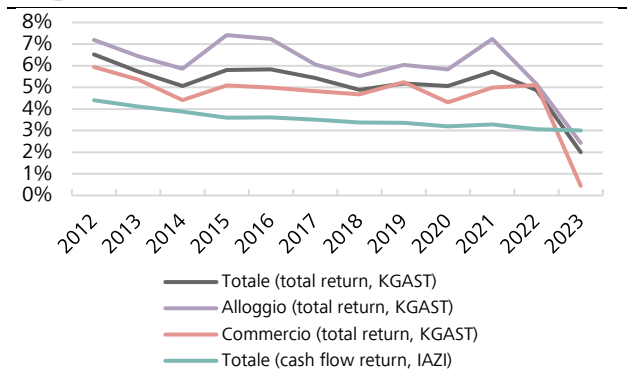
Viste le aspettative di riduzione dei tassi, anche i tassi del mercato svizzero dei capitali sono già visibilmente calati. Le ipoteche fisse sono ora generalmente più vantaggiose delle ipoteche SARON. A meno di un collasso congiunturale, a breve termine il potenziale di un ulteriore ribasso è però esiguo. Le condizioni per le ipoteche SARON, che si orientano sostanzialmente all'andamento del tasso di riferimento della BNS, dovrebbero diventare più vantaggiose solo più in là nel corso dell'anno.

# Investimenti immobiliari

**L'era dei costanti utili di rivalutazione degli investimenti immobiliari è terminata. Finora le rettifiche di valore sono però state modeste e, con la prospettiva di un calo dei tassi di riferimento e l'impennata degli affitti, i restanti rischi al ribasso diminuiscono.**



## Rendimenti degli oggetti d'investimento

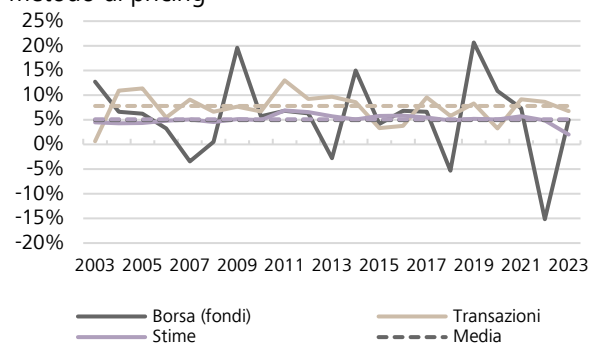


Fonte: IAZI, KGAST, Raiffeisen Economic Research



## Rendimenti a confronto

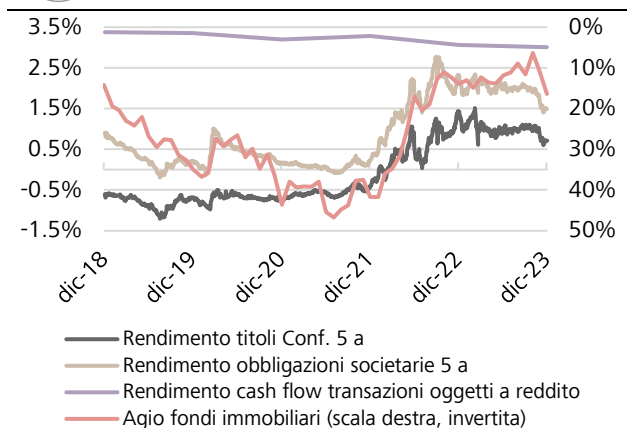
Total Return degli oggetti d'investimento, secondo il metodo di pricing



Fonte: IAZI, KGAST, SIX, Raiffeisen Economic Research



## Tassi, aggi e rendimenti



Fonte: IAZI, SFP, BNS, Raiffeisen Economic Research

Nei portafogli degli investitori istituzionali, nel 2023 le stime degli immobili a reddito sono state abbassate su larga scala. Sul mercato immobiliare svizzero si chiude così un'era, durata circa 20 anni, di costanti utili di rivalutazione dell'oro di cemento. È sulle superfici adibite a ufficio e sulle superfici di vendita che gli investitori hanno dovuto mettere in conto le maggiori rettifiche di valore. A causa dell'inversione dei tassi, per la prima volta hanno però dovuto essere leggermente ritoccate verso il basso anche le stime degli immobili a uso abitativo. Benché queste correzioni delle stime rappresentino una cesura dopo due decenni grassi, di fronte alla brusca e vigorosa inversione dei tassi finora le svalutazioni sono risultate relativamente modeste. Da un lato ciò è dovuto ai cuscinetti legato alle stime sotto forma di riserve occulte, che ora dovrebbero essersi dissolte nei libri contabili, perlomeno in parte. Negli ultimi 20 anni, sui mercati delle transazioni si registrava infatti un rendimento complessivo annualizzato compreso tra il 7% e l'8% a seconda dell'indice, mentre il total return basato sulle stime si aggirava «solo» sul 5.1% circa. Dall'altro, la bassa volatilità delle stime è da ricondurre alla metodologia utilizzata del discounted cash flow. A causa della lunga durata di vita degli immobili, gli shock temporanei legati all'inflazione e ai tassi considerati nei modelli hanno un peso esiguo. L'adeguamento dei tassi di sconto all'andamento effettivo del mercato avviene solo con grande lentezza. Attualmente, anche la crescente penuria di spazio abitativo si sta rivelando uno stabilizzatore. Nei prossimi anni è prevedibile un aumento degli affitti nettamente superiore al rincaro generale. A ciò si aggiunge il fatto che dai mercati delle transazioni non giungono più segnali univoci e affidabili che impongano maggiori svalutazioni. Il volume persistentemente bassissimo di oggetti negoziati di cui sono disponibili dati sui prezzi ostacola una valutazione seria dell'andamento dei prezzi di mercato, a cui dovrebbero orientarsi le stime. Attualmente, le serie di prezzi vanno in una direzione o nell'altra in modo abbastanza aleatorio. In ogni caso non è possibile individuare alcuna tendenza. È chiaro però che, dopo il crollo del mercato delle transazioni a causa dello shock dei tassi, i rischi al ribasso degli immobili detenuti direttamente supera ampiamente le chance di un rialzo dei prezzi. In ogni caso, con il superamento del picco dei tassi questi rischi si sono già leggermente attenuati. Sul mercato degli immobili detenuti indirettamente, dove è già dato per scontato un grande pessimismo, la prospettiva di un calo dei tassi offre invece opportunità di accesso.

# Proprietà

**La dinamica dei prezzi delle abitazioni di proprietà si indebolisce ulteriormente, soprattutto a causa del rialzo dei tassi, che rende l'acquisto più costoso della locazione. L'attuale svantaggio in termini di costi abitativi avrà però vita molto breve. Con la flessione dei tassi, tra non molto abitare in casa propria ridiventerà più interessante, anche dal punto di vista finanziario. L'accesso a questo vantaggio in termini di costi abitativi resterà però anche in futuro un privilegio riservato a pochi.**

Verso la fine dell'anno scorso è proseguito l'indebolimento della dinamica dei prezzi sul mercato delle abitazioni di proprietà a uso proprio. Alla fine del 2021, all'apice dell'assalto alle abitazioni di proprietà scatenato dal coronavirus, il rincaro annualizzato – ossia l'andamento medio dei prezzi delle case unifamiliari e delle proprietà per piani – sfiorava ancora il 9%. Con la cessazione di questo boom della proprietà e lo shock dei tassi verificatosi subito dopo, nel giro di due anni, entro la fine del 2023, la crescita dei prezzi delle abitazioni di proprietà è più che dimezzata, scendendo al 4%.

### Nuova flessione della domanda

Per i prossimi trimestri, i principali indicatori della domanda e dell'offerta danno chiari segni di un proseguimento di questo processo di raffreddamento. Nel quarto trimestre del 2023 – dopo una temporanea stabilizzazione a un livello basso nei primi tre trimestri del 2023 – il numero di famiglie in cerca di abitazioni di proprietà è calato ulteriormente. Al contempo sono ancora offerti in vendita molti più oggetti che non durante la pandemia. La domanda in calo e l'offerta in crescita complicano la commercializzazione delle proprietà per piani e delle case unifamiliari. È quanto attesta anche il persistente incremento della durata d'inserzione degli oggetti di proprietà offerti nei portali immobiliari.

### Aspettative di prezzo invariate da parte dei venditori

La dinamica ancora positiva dei prezzi malgrado questi evidenti segni di raffreddamento si spiega con il fatto che, nel complesso, i venditori mantengono le loro aspettative di prezzo. Le stime degli acquirenti divergono quindi sempre più da quelle dei venditori, il che si traduce in un ulteriore forte calo del numero di passaggi di proprietà. I trapassi di proprietà su base volontaria sono ormai già inferiori del 25% rispetto a un anno fa. I segnali inviati dai prezzi di queste vendite mancate non confluiscono però nella statistica dei prezzi di transazione. Di conseguenza, attualmente gli indici dei prezzi basati sulle transazioni sopravvalutano leggermente la dinamica dei prezzi sul mercato svizzero delle abitazioni di proprietà.

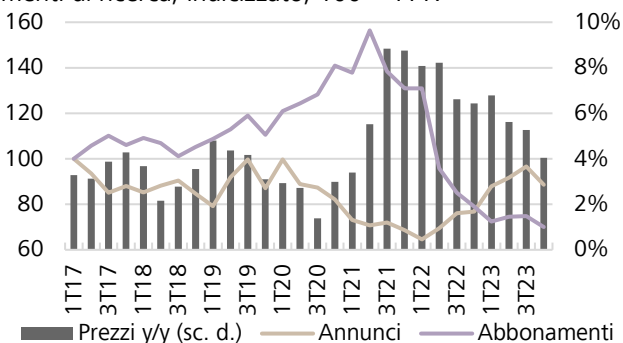
### Maggior potere negoziale per gli acquirenti

Dopo che per anni nelle trattative i venditori hanno avuto il coltello dalla parte del manico, recentemente la posizione negoziale degli acquirenti è progressivamente migliorata, soprattutto grazie al fatto che, dopo l'inversione dei tassi, mancano gli incentivi finanziari ad acquistare una proprietà. A seconda del modello di finanziamento, i costi abitativi della proprietà sono a tratti quasi raddoppiati a causa delle condizioni di finanziamento rincarate. Attualmente in un appartamento in locazione, a patto di trovarne uno libero, si vive quindi a un costo nettamente inferiore rispetto a quello da sostenere per l'acquisto delle proprie quattro mura mediante un credito.



### Offerta, domanda e prezzi delle proprietà

Valori medi CUF e PPP, numero di annunci e abbonamenti di ricerca, indicizzato, 100 = 1T17

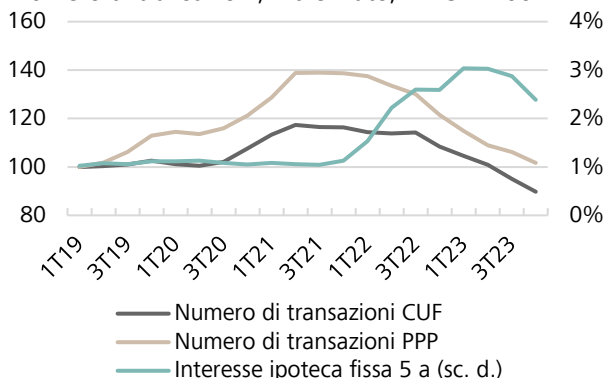


Fonte: Meta-Sys, Reamatch360, SRED, Raiffeisen Economic Research



### Volume delle transazioni e tassi ipotecari

Numero di transazioni, indicizzato, 1T19 = 100



Fonte: SRED, Raiffeisen Economic Research

## Segmenti di mercato

### Anomalia storica?

L'inversione dei tassi ha quindi posto fine a un periodo di quasi 15 anni, in cui la proprietà prometteva vantaggi in termini di costi abitativi. Nel contesto di tassi minimi, nell'abitazione di proprietà si pagava fino a un terzo in meno rispetto a un appartamento in locazione paragonabile. Prima della metà degli anni 2000, per decenni valeva l'opposto. Per il privilegio di possedere la propria abitazione, bisognava sempre pagare un determinato premio di proprietà. Tra il 1970 e il 2000, il supplemento per la proprietà ammontava mediamente a poco più del 20%.

### Vita breve

Con tutta probabilità il premio di proprietà, riapparso, avrà però vita breve. Con la nuova flessione dei tassi delle ipoteche fisse, la proprietà per piani finanziata tramite ipoteche di durata media costa nuovamente pressoché come la locazione di un'abitazione paragonabile. Con la prospettiva di una flessione dei tassi di riferimento a partire dal secondo semestre del 2024, a medio termine il vantaggio dell'abitazione di proprietà in termini di costi abitativi dovrebbe riaffermarsi – per tutti i tipi di finanziamento correnti. Per le ipoteche SARON, attualmente ancora costose, sarà sufficiente un rialzo dei tassi di 25 punti base entro la fine del 2024 per far sì che, per i nuovi acquirenti, la proprietà costerà tanto quanto la locazione, anche perché gli affitti stanno crescendo vigorosamente e per le abitazioni di proprietà nel 2024 ci aspettiamo cali di prezzo minimi.

### Ritorno dell'argomento di vendita

Secondo il nostro scenario di base, per i prossimi anni acquistare l'abitazione tornerà a essere vantaggioso in tutti i casi. Benché non prevediamo un ripristino del livello estremamente basso dei tassi dell'ultimo decennio, dopo il superamento del rialzo dell'inflazione entro la fine dell'anno ci aspettiamo una stabilizzazione dei tassi a un livello nettamente inferiore a quello

attuale, ma pur sempre superiore rispetto all'ultimo decennio. A seconda del modello di finanziamento, dalla metà del 2025 il vantaggio della proprietà in termini di costi abitativi dovrebbe aggirarsi sul 10%-20%. Benché questo risparmio sui costi abitativi sia nettamente inferiore rispetto alla fase dei tassi ultrabassi dell'ultimo decennio, a medio termine il ritorno del vantaggio finanziario delle abitazioni di proprietà dovrebbe tuttavia ridare slancio alla domanda e di riflesso anche ai prezzi delle proprietà.

### Aumento moderato dei prezzi

Dopo l'anno di transizione 2024, partiamo quindi dal presupposto che la proprietà dell'abitazione diventerà nuovamente più cara. La dinamica dei prezzi risulterà tuttavia sensibilmente più debole rispetto alla fase dei tassi bassi, non da ultimo perché, con il livello attuale dei prezzi, nel frattempo i requisiti di capitale proprio e di sostenibilità limitano la cerchia di acquirenti al punto che semplicemente manca la pressione della domanda per alimentare una maggior crescita dei prezzi.

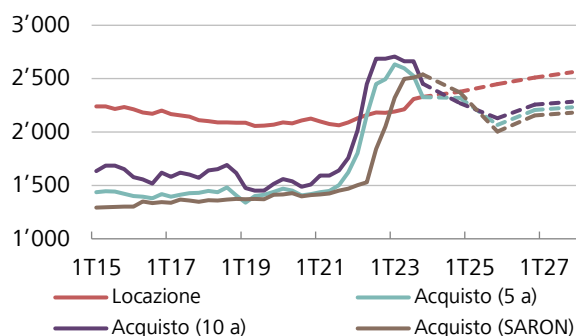
### Il capitale in sostituzione del reddito

Fintanto che la forbice prezzi-redditi non si richiuderà leggermente, gli acquirenti dovranno iniettare una maggior quota di capitale proprio per soddisfare i requisiti delle linee guida di sostenibilità per stipulare un'ipoteca. I requisiti di capitale non dovrebbero tuttavia più crescere come negli ultimi anni. Oltre a un moderato aumento dei prezzi, per il futuro ci aspettiamo infatti anche una crescita leggermente superiore dei salari nominali soprattutto perché, per motivi strutturali, i tassi d'inflazione resteranno superiori rispetto all'ultimo decennio. Le prospettive per i locatari desiderosi di diventare proprietari non sono destinate a migliorare sensibilmente, ma se non altro la situazione non si degraderà allo stesso ritmo come negli ultimi due decenni.



### Costi abitativi della locazione e dell'acquisto a confronto

Costi abitativi correnti al mese per un appartamento di 4 locali, in CHF, scenario di base dal 1T24

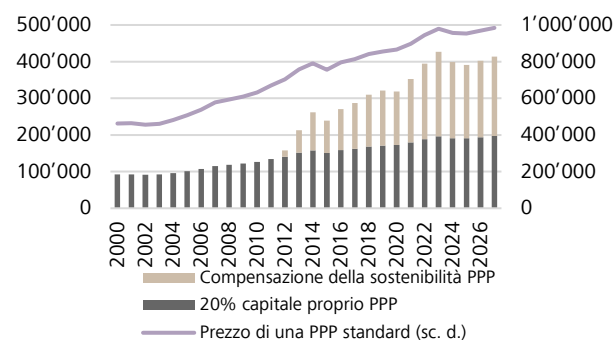


Fonte: Meta-Sys, BNS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



### Sostenibilità e compensazione mediante capitale proprio

Capitale proprio necessario a una famiglia media per soddisfare le linee guida di sostenibilità, scenario di base dal 2024



Fonte: UST, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

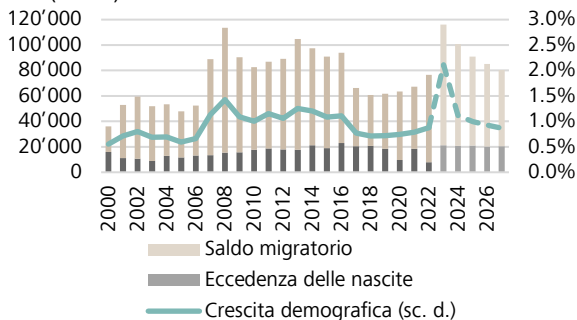
# Locazione

**Il mercato svizzero degli appartamenti in locazione si surriscalda ulteriormente. Attualmente il numero di abitazioni offerte è sceso a un livello che non si vedeva più da 10 anni, facendo salire alle stelle gli affitti offerti. All'orizzonte non s'intravede ancora un raffreddamento. I locatari con un contratto in essere possono però tirare un sospiro di sollievo. Una volta raggiunto l'apice dei tassi, perlomeno non sono previsti ulteriori rialzi del tasso ipotecario di riferimento.**



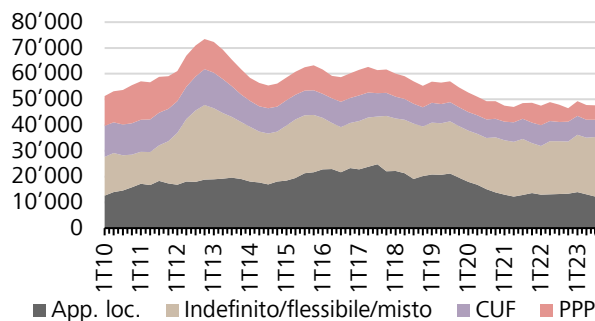
## Crescita demografica

Crescita della popolazione permanente, in persone e in % (sc. d.)



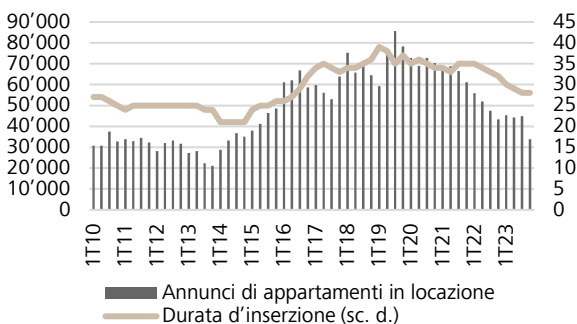
## Domande di costruzione

Abitazioni nelle domande di costruzione, somma dei 4 trimestri



## Offerta e durata di commercializzazione

Numero di appartamenti offerti in locazione su Internet e durata d'inserzione, mediana in giorni (sc. d.)



La popolazione svizzera cresce a un ritmo elevato. La nostra economia, robusta rispetto ai paesi limitrofi, continua ad attirare moltissime persone, desiderose di vivere e lavorare nel nostro paese – leggi: penuria di manodopera qualificata. Benché le cifre ufficiali dell'immigrazione a dicembre non siano ancora state pubblicate, è già assodato che il 2023 ha segnato un record assoluto. Nel conteggio ufficiale finale, il saldo migratorio della popolazione permanente – ossia la differenza tra immigrazione ed emigrazione – sfiorerà le 100'000 persone, superando così il precedente record del 2008. A titolo di paragone: tra il 2017 e il 2022, con poco più di 50'000 persone il saldo migratorio medio è stato di circa la metà. Naturalmente, alla fine anche il mercato dell'alloggio risente di questa crescita demografica straordinariamente elevata. Il forte aumento della domanda supplementare di spazio abitativo coincide proprio con una fase in cui la produzione di nuove abitazioni persiste al livello più basso dal 2010. Ci è voluto un po' prima che la brusca frenata dell'attività di progettazione a partire dalla fine degli anni 2010 facesse sentire tutto il suo impatto. In cambio, adesso la riduzione nelle nuove domande di costruzione da oltre 60'000 abitazioni all'anno tra il 2015 e il 2017 ad appena 48'000 recentemente (v. grafico al centro) è ancora più dolorosa.

### Tensione su larga scala

Di fronte a questo evidente squilibrio tra la domanda e l'attività edilizia relativamente scarsa per quanto riguarda le nuove costruzioni, l'intensificazione della tensione sul mercato degli appartamenti in locazione che si delinea su larga scala non è certo una sorpresa. Come nei trimestri precedenti, in sempre più regioni tutti gli indicatori attestano fenomeni di penuria viepiù pressanti. L'ulteriore riduzione degli oggetti offerti in locazione sui grandi portali immobiliari, che avevano già raggiunto un livello molto basso, la dice lunga. Alla fine del 2023 erano offerti ancora solo 35'000 appartamenti in locazione, il che corrisponde a un dimezzamento dell'offerta in appena 1.5 anni – e la tendenza è al ribasso. Sono 10 anni che non si registravano più così pochi annunci online.

## Segmenti di mercato

### Rapido aumento degli affitti offerti

Questa straordinaria penuria dell'offerta sulla scia di una domanda estremamente dinamica è ormai percettibile anche sul piano degli affitti. Nel corso dell'ultimo anno, gli affitti offerti sono aumentati del 4.7%, un tasso record (v. grafico a sinistra). Negli ultimi 20 anni, gli affitti sono aumentati più rapidamente solo nel 2008, precedente anno record per l'immigrazione. Negli ultimi trimestri, la dinamica di crescita degli affitti offerti ha quindi subito una vera e propria accelerazione. Ora che nella maggior parte delle regioni gli sfitti eccedentari creatisi durante il boom della locazione dell'ultimo decennio sono stati pian piano smaltiti, a molti locatari che devono cambiare casa non resta altro che dar fondo ancora di più alle proprie finanze.

### Per i locatari le prospettive restano fosche

Crescenti difficoltà nella ricerca di un alloggio e affitti iniziali in rapida crescita resteranno una realtà sul mercato degli appartamenti in locazione ancora per un po' di tempo. Anche se quest'anno la spinta migratoria dello scorso anno dovesse allentarsi leggermente, a medio termine bisogna continuare a mettere in conto un'immigrazione relativamente elevata (v. grafico in alto nella pagina precedente). Malgrado la persistente crisi economica, la sete di manodopera qualificata della nostra economia non si placherà in fretta. Inoltre non bisogna dimenticare che le annate dei babyboomer, con una forte natalità, raggiungeranno l'età pensionabile e dovranno essere sostituite sul mercato del lavoro solo nei prossimi anni. Nei prossimi anni, quindi, la domanda di spazio abitativo dovrebbe restare elevata. Al tempo stesso, malgrado i fenomeni di penuria sempre più visibili continuano a non intravedersi reazioni sul fronte della costruzione (v. grafico al centro nell'ultima pagina). Benché grazie alla rapida flessione degli sfitti, al forte aumento dei ricavi iniziali e al recente

calo dei tassi, dal punto di vista degli investitori il mercato degli appartamenti in locazione stia tornando a essere attrattivo, continua a prevalere una grande cautela sul fronte della costruzione. Manifestamente, queste prospettive allettanti non sono ancora sufficienti per superare gli attuali problemi strutturali dell'offerta di spazio abitativo (penuria acuta di terreni edificabili, densificazione stentata ecc.). Purtroppo, finora anche da parte della politica c'è poco attivismo da questo punto di vista. Per evitare che i locatari finiscano ancora più sotto pressione, occorre semplicemente costruire più abitazioni.

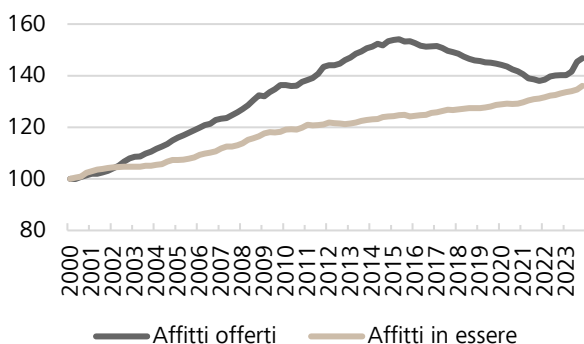
### Il tasso di riferimento non aumenta più

Queste prospettive sono tutt'altro che rosee per i locatari, perlomeno per quelli che dovranno mettersi in cerca di un'abitazione prossimamente. Per tutti gli altri vi sono però buone notizie. Con l'apice dei tassi raggiunto recentemente e le prospettive di imminenti riduzioni dei tassi di riferimento, per il momento il rialzo del tasso ipotecario di riferimento del dicembre scorso dovrebbe essere stato l'ultimo. Attualmente prevediamo che il tasso di riferimento resterà invariato sull'1.75% almeno fino alla fine del 2025 (v. grafico a destra). Considerando le aspettative attuali per quanto riguarda i tassi, tornano a essere probabili addirittura riduzioni del tasso di riferimento. Al termine del ciclo di rialzo degli affitti sulla scia degli ultimi due aumenti del tasso di riferimento, gli affitti nei rapporti di locazione già in essere non dovrebbero più subire ulteriori forti incrementi. In futuro, tuttavia, in tutta la Svizzera anche la forbice tra gli affitti offerti e quelli in essere ricomincerà ad allargarsi molto più rapidamente. Con tutti gli incentivi perversi e le spiacevoli conseguenze che comporta questo effetto collaterale indesiderato del diritto svizzero delle locazioni (v. il capitolo Focus).



### Affitti

Indice degli affitti offerti e in essere (100 = 1T00)

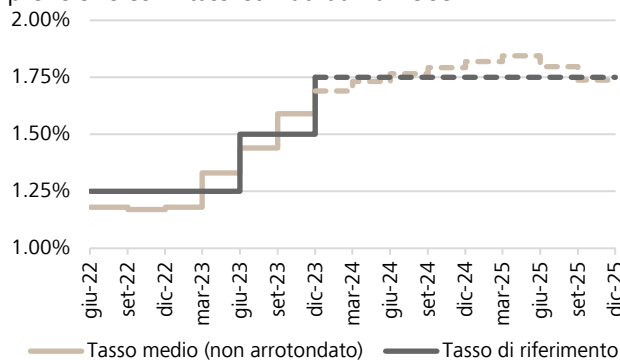


Fonte: UFS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



### Tasso ipotecario di riferimento

Tasso ipotecario di riferimento e tasso medio, dal 1T24 previsione con i tassi stimati da Raiffeisen



Fonte: UFAB, Raiffeisen Economic Research

# Superfici di vendita

**Dopo un decennio di fatturati ristagnanti, durante la pandemia di coronavirus il settore del commercio al dettaglio ha chiuso gli esercizi in positivo. Negli ultimi due anni, in termini reali è però stata registrata una leggera flessione e la trasformazione strutturale ha messo nuovamente sotto pressione i classici inquilini di superfici di vendita. La locazione di superfici di vendita si rivela quindi difficoltosa, fatta eccezione per le ubicazioni più gettonate. A sostenere il mercato sono unicamente la scarsa creazione di nuove superfici nonché, in alcune regioni, la forte crescita demografica.**

Il commercio al dettaglio svizzero aveva vissuto un decennio complicato già prima dello scoppio della pandemia di coronavirus. In questo settore, in passato fiorente, la crescita dei fatturati si è interrotta verso la fine del primo decennio del millennio. Tra il 2009 e il 2019 gli affari del settore sono quindi stati contraddistinti soprattutto da una stagnazione (v. grafico a sinistra), un'evoluzione dovuta anzitutto alla crescente saturazione dei consumi delle famiglie svizzere. Questo effetto è inoltre stato potenziato dall'esplosione dell'attrattiva degli acquisti all'estero in seguito all'abolizione del tasso minimo di cambio nei confronti dell'euro nel gennaio 2015. La situazione dei dettaglianti stazionari si è poi inasprita a causa della crescente popolarità del commercio online, che si è accaparrato una fetta sempre più grande della torta che non cresceva più. Non sorprende che questi anni complicati e le prospettive poco rosee abbiano causato un sensibile calo degli effettivi di imprese e personale in questo settore sottoposto a un'aspra concorrenza (v. grafico a destra). E come di consuetudine in simili fasi di contrazione, gli aggiustamenti sono andati anzitutto a scapito delle imprese più piccole.

## Il coronavirus ha messo le ali al commercio al dettaglio

Durante le fasi più calde della pandemia di coronavirus, il commercio al dettaglio è stato uno dei settori maggiormente penalizzati. Durante i due «lockdown» federali nella prima vera del 2020 e nell'inverno successivo, tutti i negozi

non essenziali hanno dovuto restare chiusi. Persino ai dettaglianti stazionari con un ampio assortimento è stato vietato di vendere articoli non di uso quotidiano. In questi anni, il settore è tuttavia riuscito a realizzare fatturati record. La crescita dei fatturati durante la crisi si spiega probabilmente soprattutto con la compensazione del consumo di servizi, molto limitato, e risparmi eccedentari a causa della rinuncia a spese per le vacanze e il tempo libero. Da allora, malgrado l'umore negativo la voglia di consumi degli svizzeri si è rivelata abbastanza robusta. In termini reali è tuttavia stata registrata una leggera flessione.

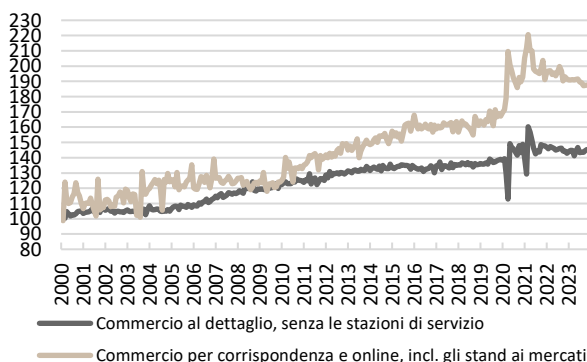
## I piccoli negozi sono però penalizzati

Non tutti gli operatori del mercato hanno però approfittato nella stessa misura della temporanea ripresa. Buona parte del maggior fatturato è andato ai commercianti online, grazie alla spinta alla digitalizzazione post-Covid, nonché ai grandi dettaglianti. L'incremento degli effettivi di personale e imprese in questo settore, osservato nuovamente per la prima volta dopo molto tempo, dovrebbe quindi aver riguardato anzitutto i commercianti online e le grandi imprese (v. grafico a destra). La trasformazione strutturale, già marcata in questo settore, ha quindi beneficiato di una nuova forte spinta. Con tutta probabilità, le tendenze a una concentrazione e il continuo spostamento verso i canali online proseguiranno anche in futuro.



### Fatturati del commercio al dettaglio

Fatturati destagionalizzati nel commercio al dettaglio, in termini reali, indicizzati 100 = gennaio 2000

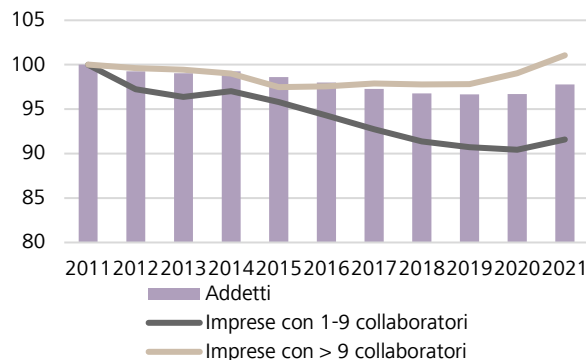


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



### Imprese e addetti

Numero di imprese e di addetti nel commercio al dettaglio (senza le stazioni di servizio), indicizzato 100 = 2011



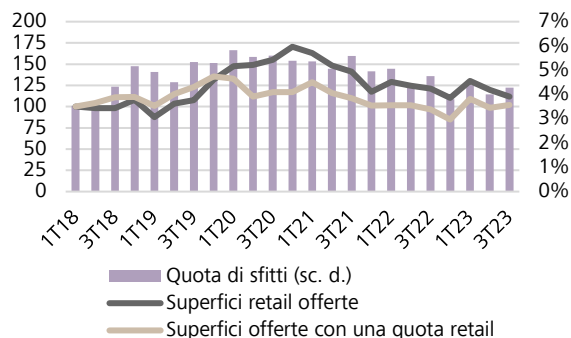
Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

## Segmenti di mercato



### Sfitti e annunci

Superfici retail offerte in locazione in m<sup>2</sup> (indicizzate, 100 = 01.01.18) e quota di sfitti in % (sc. d.)

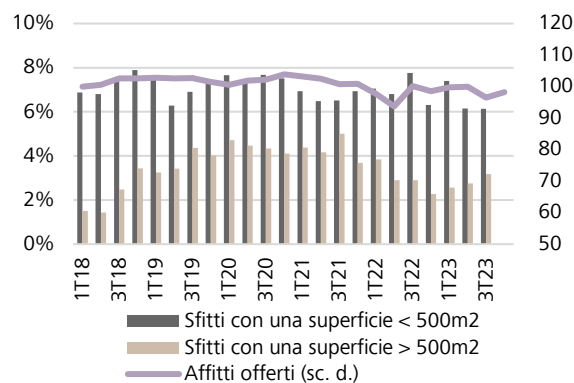


Fonte: Meta-Sys, REIDA, Raiffeisen Economic Research



### Affitti e sfitti

Quota di sfitti seconda la grandezza in % e affitti offerti indicizzati, 100 = 1T18 (sc. d.)

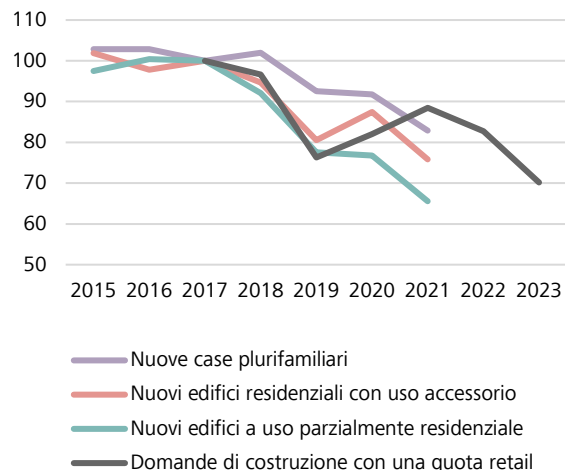


Fonte: REIDA, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



### Attività edilizia

Numero di nuovi edifici e domande di costruzione per edificio con uso retail, indicizzato 100 = 2017



Fonte: UST, Docu Media, Raiffeisen Economic Research

### Flessione degli sfitti

Per ora il mercato delle superfici di vendita risente però poco delle crescenti sfide con cui è confrontata buona parte dei classici locatari. Dopo essere continuamente cresciuti verso la fine del secondo decennio del millennio, dall'inizio della fase post-pandemica gli sfitti hanno addirittura registrato un netto calo, passando dal 5.5% all'apice all'inizio del 2020 al 4% circa alla fine del 2023. Nello stesso periodo, le superfici offerte su Internet sono diminuite di circa un terzo (v. grafico a destra). Anche l'andamento degli affitti mostra solo timidi segni di accelerazione della trasformazione strutturale (v. grafico al centro). Dopo una netta flessione sulla scia della pandemia, gli affitti si sono stabilizzati su livelli leggermente superiori (-4% dalla metà del 2020).

### Domanda robusta

Questa fotografia assolutamente sorprendente del mercato è dovuta a vari fattori. Sul fronte della domanda, il mercato è sostenuto soprattutto dal numero sempre molto elevato di nuove aperture tra i locatari tradizionali di tali superfici. In particolare, negli ultimi anni attività economiche in realtà estranee al settore, come ristoranti, saloni di manicure o agenti immobiliari, sono diventati inquilini sempre più importanti delle classiche superfici retail. Al contempo, in questi settori restano a livelli relativamente bassi anche i fallimenti, benché recentemente abbiano segnato un leggero aumento in seguito a determinati effetti di recupero post-Covid. Attualmente, le superfici di vendita offerte in locazione possono quindi contare su una domanda intatta, seppur con minori disponibilità finanziarie, in particolare nelle ubicazioni interessanti.

### La scarsa attività edilizia sostiene il mercato

Sul fronte dell'offerta, a contribuire all'attuale situazione di mercato è soprattutto la recente netta contrazione dell'attività edilizia. Negli ultimi anni, la produzione di nuove superfici retail è calata sensibilmente. Tra il 2018 e il 2023 è stato presentato ad esempio circa il 30% di domande di costruzione di nuove superfici di vendita in meno (v. grafico in basso). Potrebbe benissimo trattarsi di una reazione alle crescenti difficoltà di commercializzazione di queste superfici rispetto a prima della pandemia. Tra le cause di questa evoluzione figura però anche il recente crollo dell'edilizia abitativa. Una parte essenziale delle nuove superfici retail costruite negli ultimi anni è infatti nata sulla scia della costruzione di appartamenti in locazione sotto forma di destinazioni obbligatorie d'uso del pianterreno. Se il boom della costruzione di appartamenti in locazione degli anni 2010 aveva fatto lievitare gli sfitti sul mercato delle superfici di vendita, il ristagno dell'edilizia abitativa riduce ora l'offerta di superfici di vendita.



# Effetti collaterali del diritto delle locazioni

**Malgrado principi problematici e un'incertezza del diritto relativamente elevata, nel complesso il diritto svizzero delle locazioni funziona bene. Un effetto collaterale indesiderato merita tuttavia maggiore attenzione: la forbice tra affitti offerti e in essere si allarga sempre più proprio a causa del diritto delle locazioni, creando crescenti incentivi perversi a un uso inefficiente dello spazio abitativo. Un miglior uso del parco locativo consentirebbe di mitigare sensibilmente la penuria sempre più acuta di abitazioni.**

Dal punto di vista dell'economia di mercato, l'alloggio è un bene come tutti gli altri. In un ordinamento economico di questo genere, basterebbero le leggi della domanda e dell'offerta per garantire la produzione e l'allocatione ottimali dello spazio abitativo di cui ha bisogno la società. Siccome però l'alloggio è un bisogno di base irrinunciabile, in particolare sul mercato degli appartamenti in locazione emerge il bisogno di proteggere i locatari da minacce esistenti nonché di limitare i guadagni abusivi da parte dei locatori. Per questo motivo, anche nelle economie di mercato liberali la libertà contrattuale è fortemente limitata mediante disposizioni giuridiche sulle locazioni, con conseguenze non solo positive per i locatari. La maggior sfida nell'impostare il quadro normativo sulle locazioni consiste nel conciliare i bisogni dei locatari con quelli dei locatori. Una protezione adeguata dei locatari o definizioni per calcolare gli affitti leciti non dovrebbero limitare eccessivamente gli incentivi agli investimenti nel parco immobiliare esistente e le nuove costruzioni, al fine di garantire un'offerta sufficiente di spazio abitativo. Nel raffronto internazionale del rigore normativo sul mercato degli appartamenti in locazione, la Svizzera si colloca a metà classifica (v. grafico). All'insegna della buona tradizione elvetica, il nostro sistema politico ha imboccato una via di mezzo tra un mercato degli appartamenti in locazione completamente libero e uno disciplinato troppo rigorosamente, sfociando a conti fatti in un diritto delle locazioni molto complicato.

## Diritto delle locazioni: il pomo della discordia

Malgrado questa via di mezzo ideologica, il moderno diritto svizzero delle locazioni è rimasto un pomo della discordia politica anche dopo la revisione del 1990. Negli ultimi 30 anni, tutti gli sforzi volti ad adeguare ulteriormente il rapporto conflittuale tra i rappresentanti degli interessi dei locatari e dei locatori sono falliti. Da decenni, gli affitti vincolati ai tassi ipotecari o disposizioni contraddittorie sull'abusività degli affitti e dei rendimenti sono tra i temi politici più controversi. Oltre al carattere fondamentale di questi meccanismi del diritto delle locazioni, in primo piano vi è spesso anche il fatto che non funzionano come dovrebbero o a volte sono troppo difficili da applicare. Su molte questioni, inoltre, oggi vige molta incertezza del diritto. Alla fine

la «soluzione» di molti problemi deve passare da un tribunale, il che sfocia tutt'al più in una concretizzazione puntuale tramite una sentenza. Non è tuttavia chiaro in che misura tali sentenze abbiano un effetto al di là del singolo caso. Malgrado tutte le inadeguatezze non bisogna però farsi troppe illusioni quanto a un miglioramento in occasione della prossima revisione del diritto delle locazioni. Purtroppo i fronti tra le associazioni dei locatari e dei proprietari restano bloccati.

## Elevata soddisfazione nei confronti del diritto delle locazioni

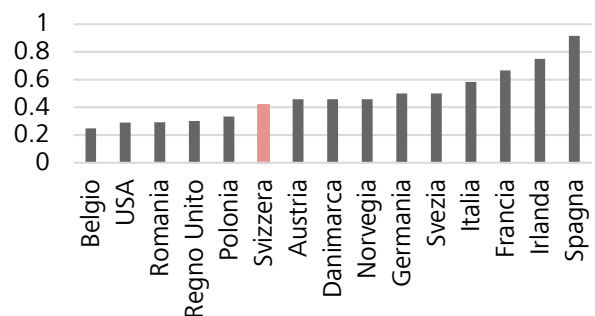
Malgrado questi molteplici punti controversi, sorprendentemente nella prassi quotidiana il diritto svizzero delle locazioni funziona relativamente bene. Ciò potrebbe essere dovuto anzitutto all'approccio pragmatico e amichevole tra le parti del contratto di locazione. Per la maggioranza dei locatari e dei locatori, le difficoltà del diritto delle locazioni abbozzate sopra sono infatti pressoché irrilevanti nella vita di tutti i giorni. Principi come l'utilizzo accurato della cosa locata o la protezione contro la disdetta sono sostanzialmente rispettati dalla maggioranza delle parti. E con tutta probabilità chi non impugna l'affitto iniziale, aumenta solo moderatamente l'affitto in caso di cambiamento di locatario o raggiunge un accordo amichevole in caso di rialzo del tasso di riferimento non si vedrà mai confrontato con gli



## Normativa applicabile al mercato degli appartamenti in locazione

Indice del rigore normativo sul mercato degli appartamenti in locazione,

0 = nessuna normativa, 1 = normativa molto rigorosa



Fonte: ReMaln, Raiffeisen Economic Research

aspetti problematici del nostro diritto delle locazioni. Ciò si manifesta tra l'altro in un grado di soddisfazione relativamente elevato dei locatari e dei locatori nei confronti del diritto delle locazioni. Come evidenzia il grafico in basso, quasi due terzi dei diretti interessati si dicono soddisfatti del quadro giuridico vigente. A essere insoddisfatti sono solo i rappresentanti degli interessi delle due parti del contratto di locazione: meno del 40% di essi esprime soddisfazione nei confronti delle disposizioni del nostro diritto delle locazioni. Accanto a un certo interesse a cavalcare il problema, ciò si spiega probabilmente con il fatto che, per motivi professionali, sono confrontati quotidianamente con i – nel complesso pochi – casi problematici.

**Il mercato degli appartamenti in locazione funziona**

Anche uno sguardo all'intero mercato federale degli appartamenti in locazione permette di concludere che la via di mezzo normativa imboccata ha prodotto risultati assolutamente soddisfacenti – perlomeno in un'ottica media. Dall'introduzione del diritto delle locazioni, per la maggior parte delle famiglie svizzere il carico delle spese di locazione, per esempio, è aumentato solo molto moderatamente. Al contempo l'attività d'investimento in immobili abitativi sembra aver risentito poco di queste disposizioni normative. Nel confronto internazionale, il parco locativo svizzero presenta uno standard molto elevato in termini di qualità e stato. Al tempo stesso, in Svizzera negli ultimi decenni sono state costruite anche molte nuove abitazioni. In particolare nella fase di interessi minimi dell'ultimo decennio è praticamente impossibile parlare di un effetto di freno agli investimenti del diritto delle locazioni. Persino l'attuale scarsa attività edilizia è dovuta più a condizioni macroeconomiche nonché

a disposizioni in materia di pianificazione del territorio e diritto della costruzione che non di diritto delle locazioni. La mancata volontà di sottoporre il diritto delle locazioni a revisioni in realtà attese si spiega probabilmente anche con il fatto che finora il nostro diritto delle locazioni non ha provocato grandi contraccolpi economici e sociali. Manifestamente, la pressione non è abbastanza dolorosa da spingere a scendere a patti.

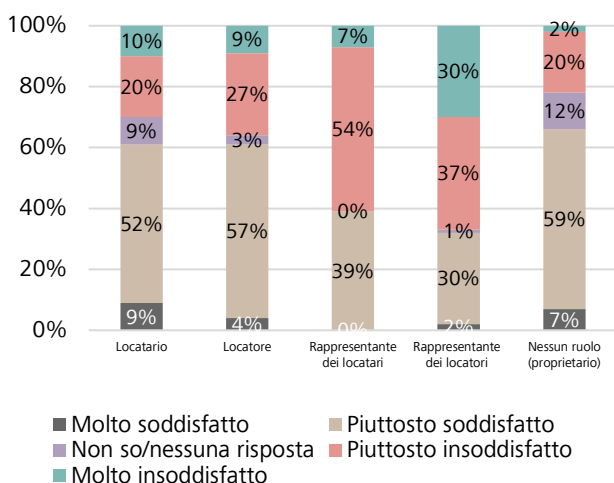
**Effetto collaterale gravido di conseguenze**

Pur avendo, nel complesso, contribuito a un mercato degli appartamenti in locazione che funziona relativamente bene, il nostro diritto delle locazioni ha anche un effetto collaterale gravido di conseguenze. In virtù della disposizione, secondo cui una volta concluso il contratto gli affitti delle abitazioni possono essere adeguati solo a condizioni molto restrittive (adeguamenti del tasso di riferimento, rincaro e investimenti che accrescono il valore), nella maggior parte delle regioni gli affitti in essere si sono sganciati dagli affitti offerti. Mentre nella prassi concreta gli affitti offerti sono determinati dalla domanda e dall'offerta, sugli affitti in essere le condizioni di mercato mutate non sono ripercosse o lo sono con un fortissimo ritardo. Gli adeguamenti degli affitti al livello di mercato sono infatti possibili solo in caso di cambiamento di locatario. In particolare nelle regioni urbane con mercati dell'alloggio surriscaldati si è così aperta una forbice, nel frattempo molto ampia, tra gli affitti di mercato e quelli in essere. Nelle cinque maggiori città (Basilea, Berna, Ginevra, Losanna e Zurigo), ad esempio, nei contratti di locazione in essere un vecchio appartamento standard di 4 locali costa circa CHF 1'900 al mese. Chi vuole accaparrarsi un appartamento analogo sul mercato libero degli appartamenti



**Soddisfazione per il diritto delle locazioni**

Soddisfazione nei confronti dell'attuale diritto delle locazioni secondo il ruolo, 2021, in %

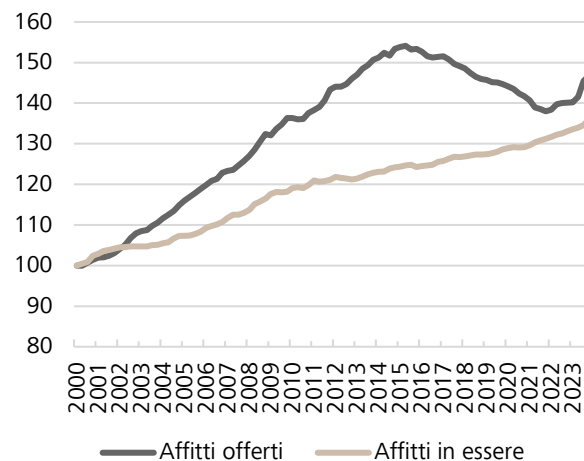


Fonte: UFAB, gfs.bern, Raiffeisen Economic Research



**Affitti**

Affitti offerti e in essere (100 = 1T00)



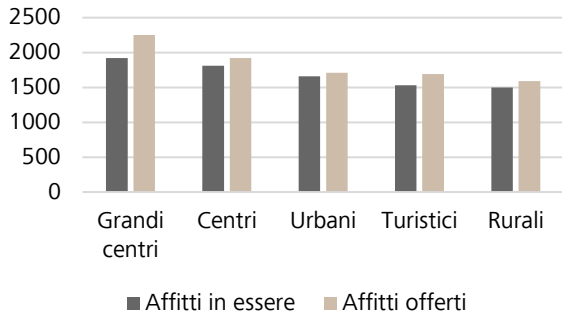
Fonte: UST, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



### Affitti in essere e offerti a confronto

Affitti mensili offerti e in essere per tipo di comune, stima di modello, 2018-2022.

Oggetto di riferimento: 4 locali, 100 m<sup>2</sup>, 20 anni.



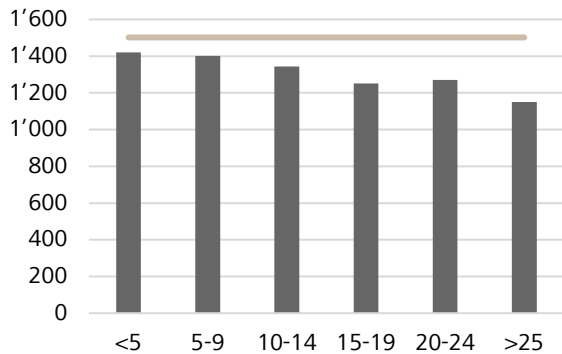
Fonte: UST, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research



### Affitto secondo la durata del contratto

Affitti mensili offerti e in essere secondo la durata del contratto, mediana, 2018-2022

Oggetto di riferimento: 80-110 m<sup>2</sup>, 20 anni

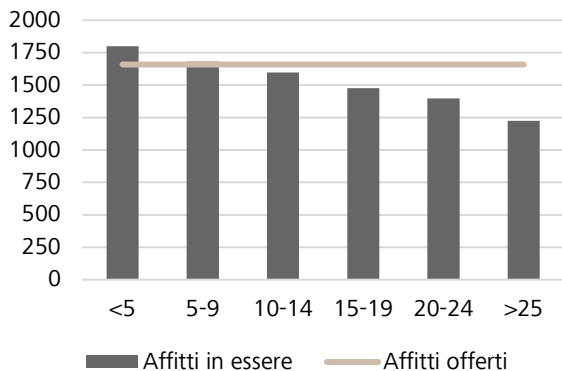


Fonte: UST, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research



### Affitto in caso di riduzione della superficie abitativa

Affitti mensili in essere secondo la durata del contratto (oggetto di rif.: 80-110 m<sup>2</sup>, 20 anni) e offerti in caso di riduzione del 25% della superficie, grandi centri, mediana



Fonte: UST, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

### Traslocare costa

Ampie differenze tra i nuovi affitti e gli affitti in essere creano incentivi perversi. Basti pensare per esempio alla forte attrattiva delle disdette dei contratti di locazione di interi immobili per ottimizzare il rendimento su un mercato surriscaldato. Nella situazione attuale, contraddistinta da una crescente penuria, anche l'inibizione della mobilità dei locatari è problematica. In gergo specialistico viene comunemente detta «effetto lock-in». Siccome con il passare degli anni, sulla scia del crescente benessere, gli affitti di mercato sono cresciuti sensibilmente, vi è una correlazione diretta tra la durata del contratto e l'affitto pagato (v. grafico al centro): più a lungo si vive nello stesso appartamento, più bassi sono i costi abitativi. Ciò significa che man mano che aumenta la durata del contratto diminuiscono gli incentivi a traslocare. Nell'esempio proposto, il trasferimento in un appartamento identico dopo 10-14 anni comporterebbe un rincaro dell'affitto di circa CHF 160 (+12%), dopo oltre 25 anni l'aumento medio si aggira sui CHF 350 (+30%). Il «bonus di permanenza», che consiste nel fatto che dopo alcuni anni la propria abitazione è già visibilmente più vantaggiosa di abitazioni paragonabili offerte in locazione a nuovi inquilini, immobilizza i locatari. Traslocherà infatti solo chi è veramente costretto a farlo. A essere ancora più problematico è però il fatto che, con il passare degli anni, non conviene più neanche traslocare in un appartamento più piccolo. Il grafico in basso confronta gli affitti in essere secondo la durata del contratto con l'affitto medio offerto per un'abitazione del 25% più piccola. Nell'esempio proposto, nelle cinque maggiori città svizzere a fronte di un risparmio mensile medio di CHF 20 già dopo cinque anni praticamente non conviene più ridurre la superficie abitativa. Per i contratti di lunga durata, anche una sensibile riduzione della superficie abitativa comporta un forte aumento dei costi abitativi. Benché nella media svizzera la situazione non sia estrema come nei grandi centri, anche a livello nazionale dopo dieci anni praticamente non conviene più ridurre la superficie.

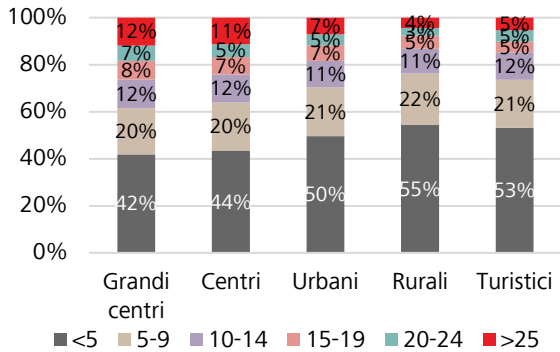
### Forte limitazione della mobilità nelle città

Ovviamente, con il passare degli anni questa continua crescita del costo dei cambiamenti di abitazione esercita un influsso misurabile sul comportamento dei locatari. Si può ad esempio osservare che, nei centri urbani, i contratti di locazione restano in essere molto più a lungo che nelle regioni rurali (v. grafico in alto nella prossima pagina). Nelle cinque maggiori città e negli altri centri, il 39% rispettivamente il 35% dei nuclei familiari in locazione abita nella stessa abitazione da più di 10 anni. Benché per principio nei comuni rurali ci si potrebbe aspettare una minor mobilità visti la struttura per età e il maggior



### Durata del contratto

Distribuzione della durata del contratto dei nuclei locatari in anni, per tipo di comune, 2022

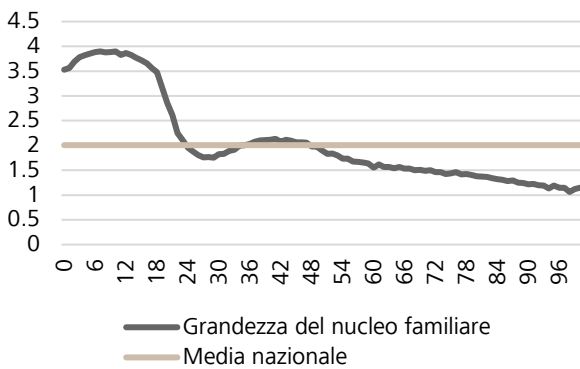


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



### Grandezza dei nuclei familiari

Grandezza media dei nuclei locatari secondo l'età, 2021

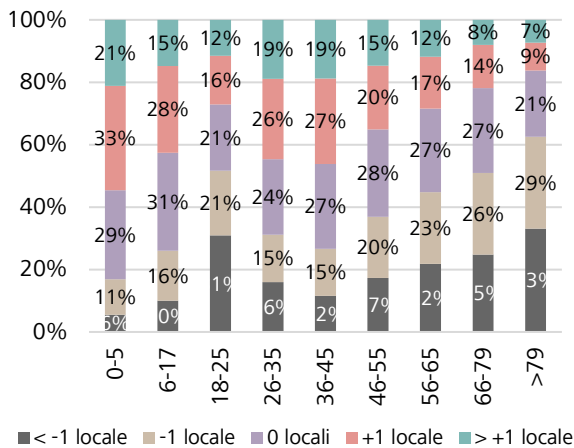


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



### Numero di locali dopo un trasloco

Distribuzione della variazione del numero di locali dopo un trasloco, secondo l'età, 2021



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

attaccamento locale, qui solo il 23% circa dei locatari vive nella stessa abitazione da più di 10 anni. Questa situazione, a prima vista un po' sorprendente, si spiega probabilmente con la mancanza di attrattiva dei traslochi, l'offerta sostanzialmente minore di appartamenti liberi in locazione nonché il parco immobiliare tendenzialmente più vecchio nelle zone urbane.

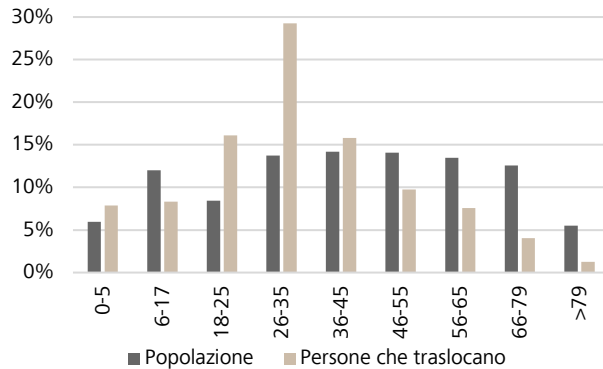
### L'effetto lock-in frena il rimpicciolimento dell'abitazione

Nel corso della vita di uno svizzero, la grandezza del nucleo familiare varia molto (v. grafico al centro). Dopo un iniziale rimpicciolimento del nucleo quando si lascia la casa dei genitori, poco prima dei 30 anni con la creazione di una famiglia la grandezza dei nuclei familiari in locazione ricomincia a crescere. Ecco perché tra i 26 e i 45 anni ci si trasferisce più spesso in abitazioni più grandi (v. grafico in basso). Oltre alla costituzione di una famiglia, tra i motivi di questo ingrandimento delle abitazioni figura anche l'aumento del reddito. Dopo i 45 anni, la grandezza dei nuclei familiari inizia a calare progressivamente. I motivi sono la partenza dei figli, separazioni e la crescente probabilità di decesso del partner. Con l'aumentare dell'età aumenta sensibilmente anche il rimpicciolimento del nucleo familiare dopo un trasloco. A partire dai 56 anni, il numero di locali diminuisce già in quasi il 50% dei traslochi. Chi ha bisogno di meno spazio e, dopo il pensionamento, deve cavarsela con un reddito inferiore, ha naturalmente tutto l'interesse a sfruttare in modo più efficiente il proprio spazio abitativo. In linea di principio, ciò è anche nell'interesse di un'allocatione corretta ed equa degli appartamenti in locazione. I nuclei familiari che hanno bisogno di meno spazio si trasferiscono in abitazioni più piccole, creando spazio per nuclei più giovani, che dopo aver costituito una famiglia hanno bisogno di una superficie maggiore. Il problema sta però nel fatto che l'«effetto lock-in» menzionato sopra intralcia fortemente questa ridistribuzione transgenerazionale dello spazio abitativo. Effettivamente con l'aumentare dell'età aumenta anche il rimpicciolimento dei nuclei familiari, come mostra il primo grafico nella prossima pagina, ma ciò avviene relativamente di rado. Il fatto che tra i giovani adulti i cambiamenti di casa siano frequenti non sorprende, visti la formazione, l'ingresso nel mondo del lavoro e la costituzione di una famiglia. A partire dai 45 anni circa, però, l'attività di trasloco diminuisce molto. Benché queste categorie di età rappresentino il 46% circa della nostra popolazione, solo il 23% circa di coloro che traslocano rientra in queste fasce di età. Manifestamente, per molti nuclei familiari nella seconda metà della vita non vi sono abbastanza incentivi per adeguare la superficie abitativa alle condizioni di vita mutate. Con tutta probabilità, la scarsissima mobilità dei locatari nelle fasce di età superiori si spiega in ampia misura con il fatto che, dopo aver occupato per anni la stessa abitazione, finanziariamente non conviene più traslocare, neanche in un oggetto molto più piccolo.



### Traslochi

Distribuzione delle persone che traslocano e della popolazione secondo l'età, 2021, in %

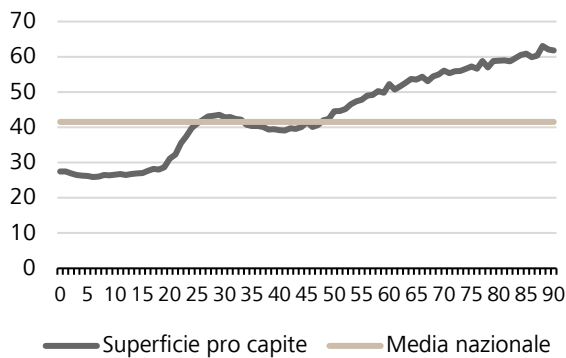


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



### Consumo di superficie

Consumo medio di superficie in locazione in m<sup>2</sup> pro capite secondo gli anni, 2021

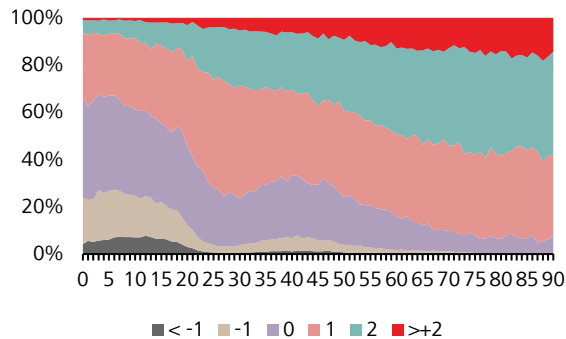


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



### Occupazione degli appartamenti in locazione

Distribuzione della differenza tra il numero di locali e la grandezza del nucleo familiare secondo l'età, 2021, in %



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

### Cattiva allocazione dello spazio abitativo

Nel frattempo, il mancato rimpicciolimento dell'abitazione nella seconda metà della vita ha contribuito a un consumo molto distorto della superficie a favore delle generazioni meno giovani. Come emerge dal grafico al centro, tra i 25 e i 50 anni la superficie degli appartamenti in locazione disponibile pro capite fluttua tra 39 e 45m<sup>2</sup> e dopo i 50 anni registra un'impennata. Poco dopo l'età pensionabile, in Svizzera i locatari dispongono in media di più di 55m<sup>2</sup> pro capite. Anche uno sguardo alla densità di occupazione mostra un quadro analogo (v. grafico in basso). A livello indicativo, per valutare l'adeguatezza dell'occupazione di un'abitazione sono considerate sottoccupate le abitazioni in cui il numero di locali supera il numero di componenti del nucleo familiare di più di un'unità. Le abitazioni in cui si contano più persone che locali sono generalmente considerate sovraoccupate. Secondo questa logica, l'ampia maggioranza dei locatari sotto i 50 anni vive in abitazioni che potrebbero essere classificate da sovraoccupate ad adeguate. Più del 50% delle persone di più di 60 anni ha invece almeno due locali in più rispetto al numero di componenti del nucleo e vive quindi in abitazioni sottoccupate.

### Evoluzione problematica

Di fronte alla persistente marcata penuria dell'offerta sul mercato dell'alloggio, questa distribuzione della superficie abitativa è un vero e proprio spreco. Molti nuclei familiari meno giovani vivono in abitazioni molto grandi pagando affitti lontanissimi dagli attuali affitti di mercato. Per questi nuclei, per svariati motivi non conviene traslocare in un'abitazione più piccola. I nuclei familiari più giovani, che hanno urgentemente bisogno di abitazioni più grandi, non trovano oggetti adeguati a causa della penuria dell'offerta, il che alla fine si traduce in una maggior sovraoccupazione. E se invece trovano l'oggetto adatto devono pagare molto di più dei vicini che vivono in un'abitazione paragonabile nello stesso complesso da più tempo. Accanto a interrogativi di fondo sulla giustizia intergenerazionale, questa situazione provoca anche distorsioni del mercato molto discutibili. Una volta locati, gli oggetti vengono sottratti al mercato dell'alloggio molto più a lungo di quanto non sarebbe veramente necessario. Alla fine, la conseguente inibizione della redistribuzione dello spazio abitativo in caso di condizioni di vita mutate provoca un costante aumento del consumo di superficie dei nuclei familiari, minando la strategia intelligente della densificazione interna e assottigliando ulteriormente l'offerta già scarsa di superfici abitative. Alla fine ciò fa schizzare ancora più alle stelle gli affitti di mercato, inasprendo ulteriormente

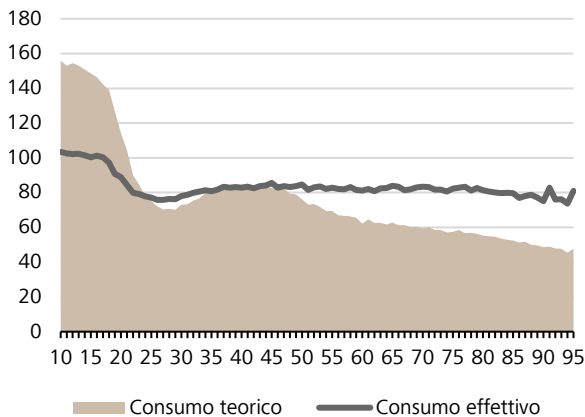
la problematica degli incentivi descritta. In linea di principio, nella nostra società liberale naturalmente non vi è nulla da ridire se un nucleo familiare vuole e può permettersi più spazio abitativo. Per la superficie utilizzata bisognerebbe però anche pagare un prezzo adeguato, che corrisponda alla verità dei costi. Nella situazione attuale, per molti locatari di vecchia data non è più il caso. Oggi il loro consumo eccessivo di superficie è sovvenzionato dal diritto delle locazioni vigente – a scapito delle giovani generazioni, degli immigrati e di tutti coloro che sono semplicemente costretti a cambiare casa.

**Ampio potenziale di ottimizzazione**

Nel frattempo, i problemi di distribuzione descritti hanno generato un enorme potenziale di ottimizzazione della superficie sul mercato degli appartamenti in locazione. Un uso più efficiente della superficie abitativa consentirebbe di alloggiare nel parco locativo svizzero molte più persone rispetto a oggi, il che avrebbe anche vantaggi ecologici, oltre che economici. Partendo dal presupposto che, per tutti gli appartamenti in locazione di più di un locale, il numero di locali debba superare il numero di persone di esattamente un'unità, si può calcolare un consumo «ideale» di superficie di circa 38m<sup>2</sup> pro capite. Il grafico a sinistra mostra il confronto tra la superficie utilizzata mediamente oggi dai nuclei familiari e quella teorica calcolata. Secondo questa logica, molti nuclei familiari meno giovani in locazione dovrebbero cedere un'ampia fetta di superficie, mentre a molte famiglie con bambini in realtà spetterebbe una maggior superficie abitativa (v. grafico a destra). Accanto a questa redistribuzione, in questo esempio di calcolo sarebbe inoltre disponibile per nuovi locatari un'eccedenza di quasi 17 milioni di

 **Potenziale di ottimizzazione**

Consumo di superficie in base alla grandezza del nucleo e consumo teorico (38m<sup>2</sup> pro capite) dei nuclei locatari, secondo l'età, in m<sup>2</sup>

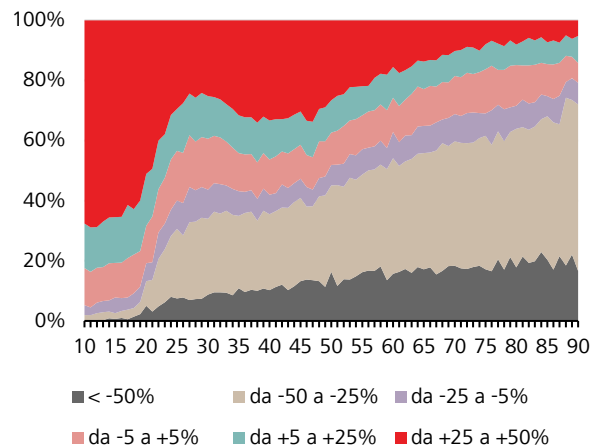


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

m<sup>2</sup>, il che corrisponde a circa 170'000 appartamenti in locazione da 100m<sup>2</sup> o a spazio abitativo per quasi 450'000 persone in più. Ovviamente, una riallocazione massiccia di questo genere resta un esercizio puramente teorico. Mostra però quanto potenziale si potrebbe liberare se si riuscisse a eliminare questo incentivo perverso creato dal diritto delle locazioni per quanto riguarda il consumo di superficie o perlomeno a limitarlo. Un uso più efficiente dello spazio abitativo consentirebbe di contrastare efficacemente la crescente penuria. Con ogni riduzione di un metro quadrato del consumo medio di superficie in locazione, sarebbero disponibili complessivamente circa 4,7 milioni di m<sup>2</sup> di superficie abitativa supplementare. Se attraverso l'eliminazione degli attuali incentivi perversi anche solo una quota leggermente superiore di nuclei familiari optasse per una riduzione della superficie dopo un cambiamento delle condizioni di vita, negli appartamenti in locazione esistenti potrebbero già vivere molte più persone. È evidente che, nell'imminente urgente discussione di fondo sulla nostra offerta di spazio abitativo, oltre agli sviluppi problematici sul fronte della produzione bisognerà assolutamente discutere anche dei principi vigenti nel diritto delle locazioni. O perlomeno di come si potrebbero contrastare gli ampi effetti collaterali indesiderati. Attualmente, attraverso l'ampia forbice tra affitti offerti e in essere il nostro diritto delle locazioni fornisce infatti un enorme contributo a un uso inefficiente e ingiusto dello spazio abitativo limitato disponibile. A ciò si aggiunge il fatto che, con la crescente penuria di spazio abitativo, nei prossimi anni la forbice si allargherà ancora di più e l'effetto lock-in causerà allocazioni dello spazio abitativo ancora più distorte.

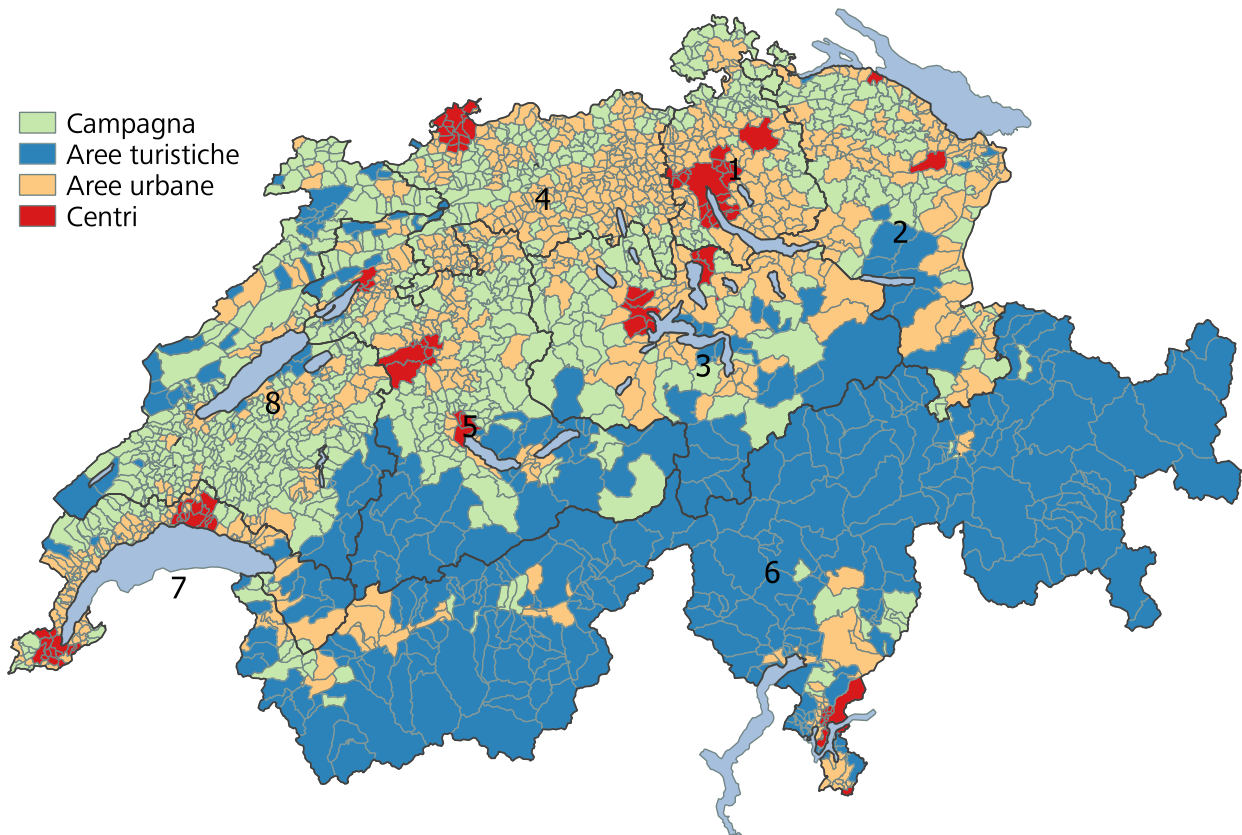
 **Effetto dell'ottimizzazione della superficie**

Distribuzione delle modifiche della superficie in caso di consumo teorico (38m<sup>2</sup> pro capite) secondo l'età, in %



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

## Tipi di comune e regioni



	Quota di appartamenti sfitti (2023) in %					Permessi di costruzione (2022) in % delle consistenza immobiliare				
	Totale	Centri	A.urb.	Camp.	A.tur.	Totale	Centri	A.urb.	Camp.	A.tur..
<b>Svizzera</b>	1.2	0.8	1.4	1.4	1	0.8	0.7	1	0.8	0.6
1 <b>Zurigo</b>	0.6	0.3	0.8	1	-	1	0.7	1.2	1	-
2 <b>Svizzera or.</b>	1.3	1.9	1.3	1	0.8	1	0.6	1.1	1	0.5
3 <b>Svizzera centr.</b>	0.7	1	0.6	0.8	0.7	0.9	0.6	1	1.1	0.8
4 <b>Svizz. nordocc..</b>	1.4	1	1.6	1.2	2.9	0.8	0.7	0.9	0.9	0.4
5 <b>Berna</b>	1.3	0.8	1.8	1.5	0.7	0.6	0.4	0.8	0.5	0.4
6 <b>Svizzera merid.</b>	1.7	3.2	2.4	2.2	1	0.8	0.8	1.1	1.1	0.6
7 <b>Lago Lemano</b>	0.7	0.5	0.9	1.4	1.4	0.8	0.9	0.6	0.5	1
8 <b>Svizzera occ.</b>	1.7	-	1.8	1.7	1.3	1	-	1.2	0.7	0.4

	Popolazione (2022) Con residenza fissa, totale e in %					Reddito imponibile (2019) Media, in CHF				
	Totale	Centri	A.urb.	Camp.	A.tur.	Totale	Centri	A.urb.	Camp.	A.tur..
<b>Svizzera</b>	8'815'385	30.2	49.5	14.2	6.1	63'000	67'000	64'000	56'000	49'000
1 <b>Zurigo</b>	1'66'5181	49.7	43.8	6.5	-	72'000	74'000	71'000	65'000	-
2 <b>Svizzera or.</b>	969'340	10.3	70.2	17.6	1.9	58'000	55'000	59'000	56'000	47'000
3 <b>Svizzera centr.</b>	870'460	26.9	51.6	17.6	3.9	76'000	78'000	82'000	58'000	65'000
4 <b>Svizz. nordocc.</b>	1'474'344	23.6	66.6	9.7	0.1	64'000	71'000	61'000	61'000	72'000
5 <b>Berna</b>	1'044'123	35.6	39	20.1	5.3	53'000	55'000	54'000	50'000	50'000
6 <b>Svizzera merid.</b>	832'295	11.6	40.4	6.3	41.7	50'000	63'000	49'000	45'000	47'000
7 <b>Lago Lemano</b>	1'127'683	60.6	30.7	4.9	3.9	68'000	61'000	85'000	75'000	51'000
8 <b>Svizzera occ.</b>	831'959	-	52.7	42.8	4.5	54'000	-	54'000	54'000	52'000

## Abbreviazioni utilizzate

<b>ARE</b>	Ufficio federale dello sviluppo territoriale	<b>KOF</b>	Centro di ricerca congiunturale
<b>UST</b>	Ufficio federale di statistica	<b>REIDA</b>	Real Estate Investment Data Association
<b>UFR</b>	Ex Ufficio federale dei rifugiati	<b>SFP</b>	Swiss Finance and Property
<b>UFAB</b>	Ufficio federale delle abitazioni	<b>SSIC</b>	Società Svizzera degli impresari-Costruttori
<b>AFC</b>	Amministrazione federale delle contribuzioni	<b>SECO</b>	Segreteria di Stato dell'economia
<b>DFF</b>	Dipartimento federale delle finanze	<b>SEM</b>	Segreteria di Stato della migrazione
<b>EMF</b>	European Mortgage Federation	<b>BNS</b>	Banca nazionale svizzera
<b>FRED</b>	Federal Reserve Economic Research Database	<b>SRED</b>	Swiss Real Estate Datapool
<b>FINMA</b>	Autorità di vigilanza sui mercati finanziari	<b>OCSE</b>	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico



## Importanti noti legali

### Esclusione di offerta

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

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

### Esclusione di responsabilità

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

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

### Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

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