

# Swiss Finance Institute Roundups

## Approfondimenti sul mercato immobiliare odierno – Occhio puntato sulla Svizzera

### Editoriale



Il settore immobiliare si trova alla confluenza di diverse trasformazioni importanti: aumento dell'inflazione, dei tassi di interesse e dei rischi ESG. In questo Roundup, esperti del mondo accademico, finanziario e normativo discutono di come gli investitori e le famiglie possano affrontare nuove sfide delicate nel contesto svizzero. Le incertezze macroeconomiche si ripercuoteranno sui prezzi e sul settore finanziario? Qual è il posto giusto dell'immobiliare nel portafoglio di un investitore? I proprietari di case dovrebbero ripensare le loro scelte di finanziamento? E le normative energetiche sempre più severe avranno un impatto sul mercato?

Vi auguriamo una piacevole lettura.



**Prof. François Degeorge**  
Managing Director

# Collaboratori

**Christoph Basten**

Christoph Basten è Professore assistente di *Banking* presso l'Università di Zurigo. Prima di entrare all'Università, ha lavorato come *risk manager* per l'Autorità svizzera di vigilanza sui mercati finanziari (Swiss Financial Market Supervisory Authority – FINMA), dove si è concentrato sui mercati ipotecari svizzeri. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia applicata presso l'Istituto Universitario Europeo (IUE).

**Lorenz Küng**

Lorenz Küng è Professore associato di Economia all'Università della Svizzera italiana. Prima di insegnare all'USI, ha ricoperto incarichi presso la Northwestern University e ha lavorato come Research Economist presso la Federal Reserve Bank di Chicago. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia presso l'Università della California, Berkeley.

**Roland Füss**

Roland Füss è Professore di Finanza immobiliare e Membro del consiglio di direzione dello Swiss Institute for Banking and Finance e della Scuola di Finanza dell'Università di San Gallo. Prima di entrare all'Università, è stato Professore presso la EBS Business School. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia presso l'Università di Friburgo in Brisgovia.

**Daniel Salzmann**

Daniel Salzmann è CEO della Luzerner Kantonalbank (LUKB) e membro del consiglio di amministrazione dell'Associazione delle Banche Cantionali Svizzere (VSKB) e dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB). Prima di entrare nella LUKB, ha lavorato per UBS, Credit Suisse e Banca Coop. Ha conseguito un Executive MBA presso l'Università di Scienze Applicate e Arti di Lucerna.

**Petra S. Häfliger**

Petra S. Häfliger è responsabile del Centro di competenza sul mercato ipotecario svizzero presso l'Autorità svizzera di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), dove osserva il mercato immobiliare e analizza vari aspetti dell'attività ipotecaria. Prima di passare alla FINMA, ha lavorato presso la Zürcher Kantonalbank come Senior Quant Structurer. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Fisica presso il Politecnico di Zurigo.

**Jörg Schläpfer**

Jörg Schläpfer è responsabile della Macroeconomia presso Wüest Partner, dove dal 2015 analizza il contesto economico e normativo del mercato immobiliare. Organizza la Wüest Academy, un programma di formazione continua per la conoscenza del settore immobiliare, ed è docente ospite in diverse università. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia presso il Politecnico di Zurigo.

# Alcuni fatti sul mercato immobiliare

## Se confrontiamo gli immobili con altri asset, come le azioni o le obbligazioni, quali sono le somiglianze e le differenze più evidenti?

► **L. Küng:** Per molti versi, il settore immobiliare è l'esatto contrario delle azioni *blue-chip*: è caratterizzato da bassa liquidità, alti costi di transazione e possibilità quasi nulle di vendere allo scoperto il mercato. Inoltre, nel caso di immobili occupati dai proprietari, questi ultimi sono sia investitori sia consumatori, poiché il valore della loro casa cambia nel tempo e inoltre ne beneficiano quotidianamente. In questo modo, essere proprietari di una casa aumenta la loro esposizione complessiva al rischio, in quanto i proprietari sono esposti sia ai cicli del mercato del lavoro sia a quelli del mercato immobiliare; questi due cicli sono inoltre altamente correlati.

► **D. Salzmann:** Per l'investitore, un investimento diretto nel settore immobiliare, che comporta l'acquisto di una proprietà specifica, è simile all'acquisizione di una piccola o media impresa (PMI); comporta una gestione attiva quotidiana, che può essere affidata a un gestore immobiliare. In alternativa, chi fa un investimento indiretto, che avviene tramite l'acquisizione di azioni di una società proprietaria di immobili, si espone al gioco e alle regole del mercato finanziario e richiede la fiducia nel gestore del fondo affinché prenda le decisioni giuste.

► **R. Füss:** Anche l'orizzonte di investimento gioca un ruolo importante. Gli investimenti immobiliari diretti sono solitamente a lungo termine, a causa della grande illiquidità e dei costi di transazione che comportano. Gli investimenti indiretti presentano molte analogie con le azioni e le obbligazioni nel breve periodo, con costi di transazione inferiori e un ampio bacino di inquilini. A lungo termine, gli investimenti indiretti nel settore immobiliare forniscono anche una copertura contro l'inflazione ed è dimostrato che sono scarsamente correlati con le azioni e le obbligazioni o con altre soluzioni di investimento liquide.

► **J. Schläpfer:** Gli investimenti indiretti, come i Real Estate Investment Trusts (REITs), sono effettivamente un modo efficiente per ottenere un'esposizione al mercato immobiliare e per diversificare ulteriormente un portafoglio finanziario. Tuttavia, gli investitori devono essere consapevoli del fatto che un determinato REIT si concentra solitamente su un tipo specifico di proprietà, come gli immobili industriali o i centri di dati, all'interno di un'area geografica, e non è quindi rappresentativo dell'intero mercato immobiliare.

## Quali sono i metodi di valutazione abituali per stimare il prezzo degli investimenti immobiliari?

► **P. S. Häftiger:** Dipende dal tipo di immobile che si vuole stimare. Nel caso di immobili occupati dai proprietari, il metodo edonico rappresenta l'approccio standard. Considera le diverse caratteristiche di un'abitazione, compresa la sua ubicazione, ed è calibrato sui prezzi di transazioni recenti per immobili simili. Nel caso di immobili a reddito, il metodo dei flussi di cassa scontati è il più appropriato. In questo caso si utilizzano i futuri flussi di cassa in entrata provenienti dai redditi di locazione e i flussi di cassa in uscita dovuti agli investimenti. Si noti che il tasso di sconto include un premio di rischio basato sullo stato dell'immobile e sulla sua ubicazione, e che gli immobili commerciali tendono ad avere un premio di rischio maggiore rispetto agli immobili residenziali.

► **C. Basten:** Il modello edonico funziona bene per gli immobili residenziali standard, quando si dispone di un numero sufficiente di osservazioni di compravendita di immobili simili nel passato. Al contrario, quando si valutano case più insolite, è spesso più appropriato un approccio basato sui costi, che aggiunge il valore del terreno e i costi di costruzione, e sottrae l'ammortamento.



### Quali sono i diversi metodi per finanziare gli investimenti immobiliari?

► **R. Füss:** I proprietari di case di solito non hanno altra alternativa che adottare un approccio ad alta leva finanziaria che prevede un mutuo, mentre gli investitori istituzionali, più vincolati dal punto di vista normativo, tendono ad acquistare immobili con un aiuto finanziario esterno limitato. Negli ultimi 15 anni, quando la liquidità era abbondante, gli investitori istituzionali hanno gradualmente escluso i proprietari di case dal mercato immobiliare residenziale, a causa dei requisiti di diversificazione e delle limitate opportunità di investimento nei mercati azionari e obbligazionari. Un altro effetto collaterale dell'eccessiva liquidità è stato il ruolo crescente degli operatori finanziari, in particolare negli Stati Uniti, che acquistano un'ampia gamma di case unifamiliari e le raggruppano in un portafoglio fatto su misura per il mercato azionario o per un investitore istituzionale.

► **D. Salzmann:** Se è richiesto un finanziamento bancario, non c'è alcuna differenza significativa se l'acquisto è effettuato da un proprietario di casa o da un investitore; lo strumento sottostante rimane un mutuo. Ma le sfumature si trovano nei vari requisiti per i rapporti prestito/valore e nei metodi di valutazione applicati. Nel caso di investitori sofisticati, possiamo immaginare uno strumento di finanziamento che comprenda una base di prestito e linee di credito.

### Quali sono i principali limiti riguardo ai dati sugli investimenti immobiliari?

► **L. Küng:** Il basso numero di transazioni è chiaramente il problema principale. Se a questo si aggiunge il fatto che tali dati vengono in genere compilati solo poche volte all'anno, che praticamente ogni immobile è diverso dall'altro, che le sue caratteristiche cambiano nel tempo (a causa di miglioramenti o della mancanza di manutenzione) e che il sistema fiscale può variare in modo significativo da una località all'altra, si ottiene un quadro molto confuso del mercato. La raccolta dei dati è migliorata in molti Paesi, tra cui la Svizzera, ma ci vorranno ancora molti anni prima di poter accedere ai dati in modo simile a quanto avviene negli Stati Uniti.

► **J. Schläpfer:** Non c'è dubbio che gli Stati Uniti abbiano un vantaggio in termini di dati. Essendo la Svizzera un piccolo Paese, il numero assoluto di transazioni è notevolmente basso. Ogni anno avvengono solo poche centinaia di transazioni dirette che creano reddito, la qual cosa rende la creazione di un indice dei prezzi un compito difficile, anche se affascinante. Un altro limite che dobbiamo affrontare è che, sebbene la raccolta dei dati sia migliorata in modo

significativo negli ultimi 20 anni, il mercato immobiliare in Svizzera ha avuto una tendenza al rialzo durante questo periodo. Sapere come calibrare un modello per un mercato in discesa e riuscire a isolare le anomalie dei dati rappresenta una sfida. È interessante notare che i dati alternativi, come gli annunci online, stanno diventando sempre più preziosi.

### Quanto è diverso il mercato immobiliare svizzero da quello di altri Paesi?

► **L. Küng:** Il tasso di proprietà di un'abitazione è chiaramente il parametro che spicca quando guardiamo alla Svizzera, poiché è probabilmente uno dei più bassi dell'OCSE. Sebbene molti fattori possano spiegare questo dato, ritengo che l'alto livello di protezione degli inquilini e la presenza di liquidità nel mercato degli affitti, così come la tassazione dei valori locativi per i proprietari di case, siano gli elementi chiave. Inoltre, le norme svizzere in materia di finanziamento sono molto severe, la qual cosa può spiegare perché le variazioni dei prezzi negli ultimi 20 anni siano state più moderate rispetto ad altri Paesi.

► **C. Basten:** Grazie agli incentivi fiscali, il rapporto tra il debito dei nuclei familiari e il reddito disponibile in Svizzera è vicino al 230%, uno dei più alti dell'OCSE. Certamente questa cifra riflette il debito lordo e non quello netto, e il debito dei nuclei familiari può includere altri tipi di debito oltre ai mutui, ma questa cifra sarebbe notevolmente più alta se il tasso di proprietà di un'abitazione non fosse di circa il 40%, come è attualmente in Svizzera, ma si avvicinasse alla media del 70% propria dell'UE. A causa della limitata disponibilità dei dati, non sappiamo come siano distribuiti il debito e il patrimonio. Pertanto, abbiamo una conoscenza limitata della rapidità con cui i beni propri sarebbero disponibili se necessari, ad esempio, per pagare gli interessi o rimborsare il debito ipotecario dopo un aumento dei tassi di interesse.

► **R. Füss:** Il mercato svizzero degli affitti è altamente regolamentato, cosa che si traduce non solo in bassi tassi di proprietà di una casa, ma anche in una notevole eterogeneità nei prezzi degli affitti. Non è raro vedere grandi appartamenti, affittati alla stessa famiglia per decenni, con prezzi significativamente inferiori a quelli di appartamenti più piccoli, con un alto tasso di ricambio degli inquilini. La tassazione è una differenza altrettanto interessante. In Svizzera, una casa occupata dal proprietario è considerata un investimento per il quale i costi di manutenzione sono deducibili dalle tasse, ma per il quale i proprietari sono soggetti a una tassazione del valore locativo. In Germania, invece, accade il contrario: i costi di

manutenzione non sono deducibili dalle tasse, e il concetto di valore locativo non esiste. Nel corso degli anni, queste differenze hanno creato mercati molto diversi.

### Da un punto di vista macroeconomico, il settore immobiliare è il motore principale dell'attività economica?

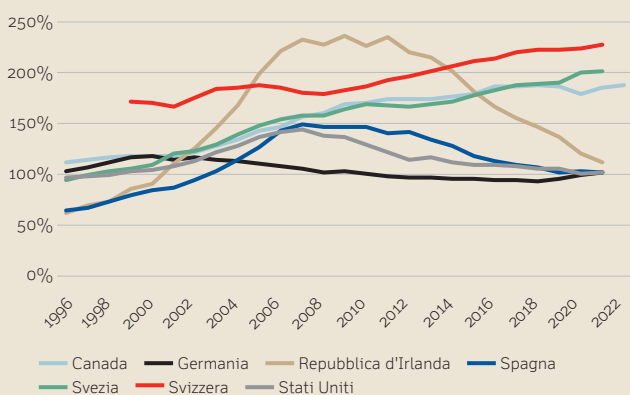
► **J. Schläpfer:** Il mio modello economico preferito mostra che la domanda di costruzioni immobiliari è innescata da un aumento del prezzo degli immobili esistenti, a sua volta innescato da un'economia forte. Nel caso della Svizzera gli effetti sono lenti, a causa del fatto che rimane solo un po' di terreno cui è stata assegnata la destinazione d'uso, ma che non è stato sviluppato e, di questo, solo una quantità limitata è effettivamente disponibile per l'acquisto e lo sviluppo.

► **P. S. Häftiger:** Ci si potrebbe anche chiedere: la crescita economica è un fattore determinante per i prezzi degli immobili? Tuttavia, è dimostrato che i prezzi degli immobili, sia quelli ad uso abitativo sia quelli a reddito, hanno una certa correlazione con la crescita economica. In Svizzera, i prezzi degli immobili residenziali sono in costante aumento da oltre due decenni e il volume dei mutui è oggi pari a 1,5 volte il PIL del Paese. Il settore immobiliare è

quindi al centro delle attività di vigilanza della FINMA. Gli stress test condotti su banche selezionate dimostrano che, in caso di grave crisi immobiliare, sono prevedibili perdite considerevoli nei portafogli ipotecari delle banche. A causa degli effetti del contagio, una situazione del genere creerebbe enormi difficoltà all'intero sistema finanziario. Alla FINMA abbiamo recentemente applicato algoritmi di *machine learning*, utilizzando uno spazio di caratteristiche altamente dimensionale, e abbiamo dimostrato che il PIL, così come i tassi di interesse reali, ha un forte impatto sul mercato immobiliare degli immobili occupati dai proprietari. È probabile che anche la ricchezza privata giochi un ruolo importante, ma a causa di una serie temporale troppo breve non è possibile fornire una risposta statisticamente valida a questa domanda.

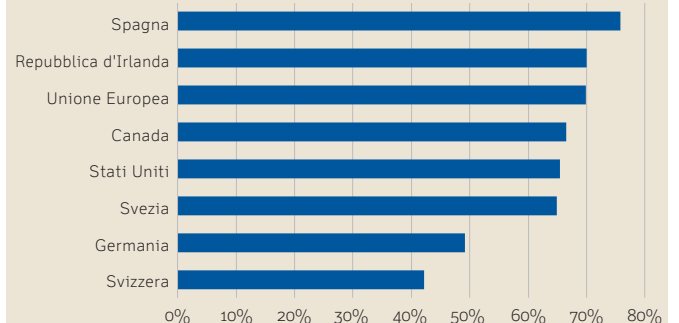
► **L. Küng:** I limiti dei dati e il fatto che ogni ciclo economico sia unico rendono difficile fornire una risposta definitiva, ma la ricerca accademica mostra che la leva finanziaria dei proprietari di case è spesso il principale fattore determinante in gioco. Se la Svizzera volesse adottare una posizione più prudente, forse le regole di ammortamento potrebbero essere modificate per ridurre ulteriormente la relazione tra l'attività economica complessiva e il mercato immobiliare.

Debito totale delle famiglie, % del reddito netto disponibile



Fonte: Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico

Tasso di proprietà delle abitazioni (%)



Fonti: Eurostat, Statistics Canada e US Census Bureau



# Il passato recente e il contesto odierno

**All'indomani della "Crisi finanziaria globale" del 2008, le banche centrali di tutto il mondo hanno ridotto significativamente i tassi di interesse. Che impatto hanno avuto queste politiche sul mercato immobiliare?**

► **C. Basten:** Nelle analisi condotte in vari Paesi a partire dal 2008, i tassi di interesse storicamente bassi sembrano essere il principale motore dell'aumento dei prezzi degli immobili. In seguito all'aumento dei tassi di interesse dall'inizio del 2022, si prevede che questi aumenti dei prezzi rallentino o facciano marcia indietro. Tuttavia, a causa dei mutui a lungo termine a tasso fisso e della scarsa frequenza delle compravendite immobiliari, c'è un notevole ritardo prima che le variazioni dei tassi di interesse si ripercuotano sui prezzi delle case.

► **L. Küng:** Sebbene alcune ricerche dimostrino che i tassi di interesse sono in calo da circa 100 anni, la novità degli ultimi 15 anni è l'apparizione di tassi di interesse fissati allo 0% o addirittura al di sotto dello 0%. In generale, i tassi di interesse rimangono ancora al di sotto del tasso di inflazione, nonostante i recenti aumenti dei tassi di interesse. Il mio punto di vista è che il mercato immobiliare, insieme a quello azionario, si è ripreso con notevole rapidità dopo la crisi finanziaria globale, se consideriamo la gravità della crisi economica e il tempo necessario al mercato del lavoro per tornare alla normalità. Sarà quindi interessante vedere come evolveranno il mercato finanziario e l'economia reale nei prossimi anni.

► **P. S. Häftiger:** Il problema principale è che il recente periodo di tassi di interesse negativi in Svizzera ha portato a una maggiore assunzione di rischi e a standard di prestito meno conservativi, la qual cosa ha aumentato l'esposizione complessiva al rischio sia dei proprietari di case sia del mercato finanziario. I costi di finanziamento storicamente bassi hanno rafforzato la domanda di immobili a uso proprio e di immobili a reddito, a causa della mancanza di soluzioni alternative con tassi di rendimento positivi. Questo eccesso di domanda ha portato a un aumento della crescita dei prezzi nel mercato immobiliare residenziale svizzero.

► **D. Salzmann:** Non c'è dubbio che le politiche monetarie, come il *quantitative easing*, abbiano causato un massiccio aumento dei prezzi degli immobili. Sebbene le conseguenze di questa tendenza siano numerose, la più evidente è che, nel corso degli anni, gli appartamenti acquistati per essere poi affittati sono diventati soluzioni di investimento sempre più interessanti sia per gli investitori privati sia per quelli istituzionali.

**La popolazione mondiale è aumentata di oltre il 30% – quasi due miliardi di persone – dall'inizio del secolo e oggi quasi il 60% della popolazione vive in un'area urbana, rispetto al 47% del 2000. Quali sono gli elementi più evidenti di questi cambiamenti?**

► **C. Basten:** La demografia gioca un ruolo importante nell'andamento dei prezzi degli immobili. Con l'aumento del numero di persone che desiderano vivere in città e l'offerta limitata di edifici, i prezzi degli immobili nelle aree urbane sono naturalmente destinati ad aumentare. Se da un lato vedo che la tendenza all'urbanizzazione continua, dall'altro è possibile che nei prossimi anni si verifichino tendenze opposte, come il maggior ricorso al lavoro da casa o all'utilizzo di auto a guida autonoma.

**Cosa sappiamo dell'impatto della pandemia sul mercato immobiliare?**

► **L. Küng:** La pandemia ha chiaramente scosso il mercato immobiliare residenziale, con un aumento della domanda per immobili più grandi, con spazio aggiuntivo per l'ufficio e il giardino. Ma la gente sta tornando nei centri urbani, perché i servizi giocano un ruolo importante. Se si osservano i flussi demografici insieme ai prezzi degli immobili e agli affitti, si nota che, in tutto il mondo, le proprietà all'interno delle grandi città sono rimaste molto richieste.

**Quali sono stati i provvedimenti normativi più significativi che hanno interessato il mercato immobiliare negli ultimi due decenni?**

► **R. Füss:** Lo "Stop Wall Street Landlords Act" del 2022 è un caso interessante di enti di controllo che cercano di limitare la presenza di investitori istituzionali nel mercato immobiliare di case monofamiliari. I dati statunitensi mostrano che i proprietari-occupanti, gli investitori privati, gli investitori istituzionali a breve termine e gli investitori istituzionali a lungo termine si comportano tutti in modo molto diverso, in base ai loro profili di assunzione del rischio, all'interno di un determinato mercato immobiliare residenziale. I risultati mostrano inoltre che gli investitori istituzionali a breve termine hanno sovraperformato gli altri sfruttando le proprietà in difficoltà e un mercato globalmente tendente al rialzo. Nel processo, però, hanno escluso i proprietari di case, rendendo questa legge (Act) utile per garantire che essere proprietari di una casa rimanga accessibile a un vasto pubblico.

► **P. S. Häftiger:** Il nucleo delle norme internazionali sul credito è costituito dalle norme di Basilea, alle quali ogni Paese apporta le proprie "finiture". Ci sono stati molti cambiamenti da Basilea I a Basilea II, e ora siamo vicini all'attuazione di Basilea III. A livello svizzero abbiamo anche un'autoregolamentazione, riconosciuta e applicata come standard minimo dalla FINMA. Il mercato ipotecario ha due serie di queste autoregolamentazioni: una che riguarda gli standard minimi per l'emissione di un mutuo (come il rapporto prestito/valore e i requisiti di ammortamento), e un'altra che riguarda i requisiti strutturali (come i coefficienti di sostenibilità finanziaria) e monitora il portafoglio prestiti complessivo, comprese le "eccezioni alle politiche" e le regole di valutazione. Nel 2013, la decisione di autoregolamentazione di richiedere esplicitamente un acconto del 10% di "capitale proprio" per il finanziamento di proprietà immobiliari ha avuto un effetto frenante sulla crescita dei prezzi degli immobili residenziali. Nel 2020, le linee guida sono state inasprite per limitare il rapporto prestito/valore degli immobili residenziali a reddito al 75% e per introdurre requisiti di ammortamento più severi. Nel complesso, queste restrizioni hanno rallentato in modo significativo il numero di potenziali acquirenti e investitori con capitale limitato. Vorrei sottolineare che l'obiettivo di queste misure non è stato quello di controllare le dinamiche del mercato immobiliare, ma di ridurre la vulnerabilità del sistema finanziario limitando le potenziali perdite dovute a requisiti di rapporto prestito/valore troppo permissivi.

► **D. Salzmann:** Per quanto riguarda i limiti e i requisiti di finanziamento, ogni decennio comporta una serie di vincoli. Oltre alle misure di autoregolamentazione sopra descritte, il Consiglio federale ha la possibilità di attivare riserve di capitale anticicliche sulla base delle raccomandazioni della Banca nazionale svizzera. Questo strumento è stato attivato per la prima volta nel 2013 per il settore immobiliare residenziale e richiede alle banche di detenere più capitale proprio quando finanziano immobili residenziali; attualmente si trova al livello massimo consentito dalla legge.

► **J. Schlöpfer:** Ritengo che l'aggiornamento del 2014 della "Legge federale sulla pianificazione del territorio" sia il provvedimento normativo di maggior impatto in Svizzera negli ultimi dieci anni, in quanto rende molto restrittiva la costruzione in nuove zone. L'offerta di terreni, che era già scarsa, diventerà ancora più scarsa.

► **C. Basten:** Le leggi urbanistiche tendono effettivamente a essere sottovalutate nel dibattito sul ruolo e sul valore delle misure normative. Le leggi urbanistiche hanno, ovviamente, una solida motivazione nel garantire che le costruzioni siano realizzate per uno scopo reale e non a fini speculativi. Ma se utilizzate in modo troppo restrittivo, tali leggi possono ostacolare la costruzione di strutture abitative più dense, anche se queste possono essere molto più efficienti e, forse in modo controintuitivo, più ecologiche delle strutture che aumentano il traffico pendolare. Per quanto riguarda le riserve di capitale anticicliche, vorrei sottolineare il fatto che, a livello globale, la Svizzera è stato il primo Paese ad applicare tale strumento. Dalla mia ricerca è emerso che questa misura ha ridotto il rischio sistemico nel mercato dei mutui, ma non ha avuto effetti significativi sui prezzi degli immobili.

#### **L'attuale contesto inflazionistico ha provocato un'ondata di reazioni restrittive da parte delle banche centrali. Come ha reagito il mercato immobiliare?**

► **L. Küng:** Sebbene gli aumenti dei tassi di interesse abbiano rallentato l'aumento dei prezzi degli immobili o li abbiano spinti al ribasso, a seconda della regione, dobbiamo riconoscere che i tassi di interesse rimangono ancora bassi, soprattutto in termini reali. Gli investitori devono anche considerare quali sono le loro alternative nell'attuale contesto inflazionistico.

► **J. Schlöpfer:** L'aumento dei tassi di interesse ha chiaramente modificato il comportamento degli investitori. Per molti anni, l'eccesso di domanda si è tradotto in un aumento dei prezzi e in un discreto numero di transazioni immobiliari. Oggi, nel mercato svizzero non sta accadendo molto. La strategia di molti investitori in Svizzera è quella di aspettare. Nel complesso, le reazioni dei prezzi sono state limitate, forse a causa della copertura dai rischi dell'inflazione che gli immobili sono in grado di fornire.



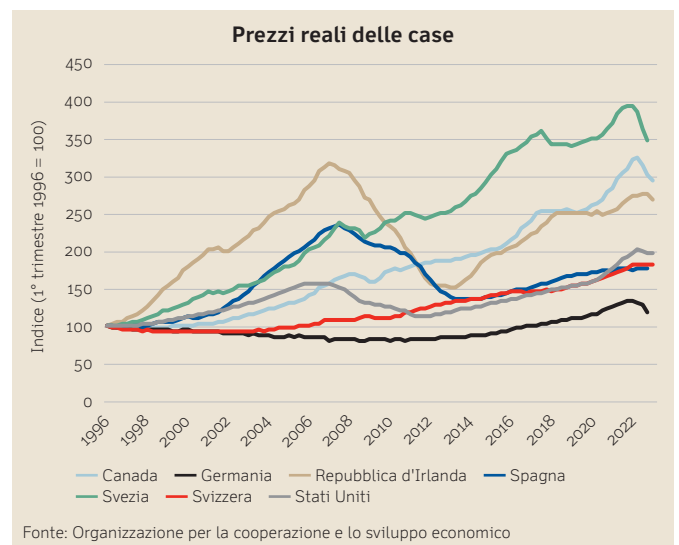
### Possiamo dire che la bolla immobiliare sta (finalmente) scoppiando?

► **J. Schläpfer:** È evidente che in alcuni Paesi, come Canada, Germania e Svezia, si stanno verificando delle correzioni. In Svizzera non prevedo un'esplosione, semplicemente perché sia gli investitori sia i proprietari di case, le hanno acquistate per utilizzarle – affittandole o occupandole – e non per rivenderle. Questo approccio limita chiaramente la speculazione.

► **D. Salzmann:** La risposta dipende dal "mercato" su cui ci si concentra, poiché in realtà non esiste un mercato immobiliare unico, ma una costellazione di sottomercati. Ovviamente, quando un sottomercato crolla, può avere ripercussioni sugli altri sottomercati. In Svizzera, le prospettive economiche rimangono solide, quindi non prevedo cambiamenti drammatici.

► **P. S. Häfliger:** Recentemente, il mercato immobiliare residenziale svizzero a reddito è stato caratterizzato da squilibri. Questi squilibri, tra l'aumento dei tassi di sfritto e la diminuzione degli affitti offerti rispetto all'aumento dei prezzi, sono stati innescati dai tassi di interesse negativi, in quanto gli investitori erano alla disperata ricerca di soluzioni di investimento. Con l'aumento dei tassi di interesse, questi squilibri si sono ridotti. Ciò non significa che si sia formata una bolla, né tantomeno che sia scoppiata. Ma è chiaro che i prezzi degli immobili in Svizzera sono a un livello molto alto e la vulnerabilità del mercato ipotecario svizzero è aumentata. Eventuali correzioni del mercato potrebbero essere innescate da ulteriori aumenti dei tassi di interesse. Il settore immobiliare rimarrà quindi al centro dell'attività di vigilanza della FINMA.

► **R. Füss:** Da una prospettiva internazionale, l'aumento dei prezzi degli immobili svizzeri è stato relativamente moderato negli ultimi 15 e più anni. Non credo quindi che ci sia una bolla nel mercato immobiliare svizzero. Se non ci saranno cambiamenti drastici nei tassi di interesse, nella demografia o in altri fattori fondamentali, non assisteremo a un calo significativo dei prezzi delle case. Ciò che potrebbe causare un cambiamento nel mercato, tuttavia, è una modifica del sistema fiscale, come quella attualmente in discussione in Parlamento. Si sta discutendo non solo della deducibilità degli interessi ipotecari e delle spese di manutenzione, ma anche della tassazione dei valori locativi.





# Alcune previsioni sul mercato immobiliare globale

## Chi sarà maggiormente colpito dagli aumenti dei tassi ipotecari?

► **L. Küng:** La risposta a questa domanda dipende dalla persistenza dell'inflazione e dalla valutazione delle banche centrali. Se l'inflazione è transitoria, come sembra che sia la percezione attuale, i tassi ipotecari dovrebbero stabilizzarsi. Ma le aspettative del mercato e le decisioni delle banche centrali estere, come la Fed e la Banca Centrale Europea, potrebbero riservarci qualche sorpresa.

► **D. Salzmann:** La questione ha diverse sfaccettature. I nuovi acquirenti saranno chiaramente i più colpiti dai nuovi tassi. Tuttavia, anche i proprietari di lunga data saranno colpiti quando i loro mutui a tasso fisso scadranno e dovranno rifinanziarsi. Infine, gli investitori privati con proprietà comprate per essere affittate potrebbero risentirne, a seconda della loro capacità di adeguare gli affitti all'inflazione e ai tassi di interesse.

## A causa dell'aumento dei tassi di interesse, sempre più proprietari di case scelgono mutui di breve durata. Quali sono i rischi di questa scelta?

► **L. Küng:** La scelta di un mutuo di breve durata aumenta il rischio di rifinanziamento, e in finanza gli sconti non sono mai gratuiti. Poiché i proprietari di case sono eterogenei, sono restio a fornire consigli generali, ma i proprietari devono capire bene a cosa vanno incontro quando spostano il loro mutuo da un contratto fisso a lungo termine a uno variabile a breve termine. È possibile che, prima o poi, alcuni proprietari di case debbano attingere ai propri risparmi per ammortizzare parte del mutuo.

► **P. S. Häfliger:** La fuga verso i tassi di interesse a breve termine è chiaramente in atto nel mercato ipotecario svizzero. Ciò crea una situazione rischiosa per i proprietari di case e per gli investitori, poiché i tassi di interesse a breve termine (come il SARON) sono i più volatili. Questo spostamento ha effetti anche a livello aggregato, in quanto l'esposizione al rischio di tasso di interesse aumenta la probabilità di insolvenza e quindi di potenziali perdite, aumentando in ultima analisi la vulnerabilità del sistema finanziario nel suo complesso. La situazione odierna è tuttavia diversa da quella che abbiamo visto in passato, per esempio negli anni '90. L'esposizione ipotecaria odierna non è interamente finanziata con contratti variabili a breve termine, ma anche con contratti fissi a lungo termine. Un'altra differenza fondamentale rispetto agli anni '90 è la riduzione del rapporto prestito/valore, che riduce le potenziali perdite e rappresenta un notevole progresso in termini di gestione del rischio.

► **J. Schläpfer:** Un'impennata dei tassi di interesse, dall'1% al 3%, come quella recentemente osservata in Svizzera per un mutuo decennale, rappresenta un aumento massiccio in termini relativi, e vediamo che molte persone non sono disposte ad accettare questo cambiamento e preferiscono assumersi un rischio aggiuntivo per limitare i costi immediati.

► **D. Salzmann:** Puntare sui tassi di interesse a breve termine aumenta l'esposizione complessiva al rischio dei proprietari di case con un budget limitato. Tuttavia, il fatto che in Svizzera si utilizzi un tasso di interesse teorico del 5% per stimare l'indice di sostenibilità finanziaria, lascia spazio a ulteriori aumenti dei tassi di interesse. Con il tempo, alcuni proprietari di casa dovranno rivedere il proprio budget.

► **R. Füss:** La saggezza economica suggerisce che scommettere sui tassi flessibili ha senso se si prevede che i tassi scenderanno. Ma è chiaro che è improbabile che i tassi scendano nel breve periodo. Nonostante tutte le riserve che abbiamo menzionato, molti proprietari di case hanno attualmente risparmi importanti, la qual cosa suggerisce che potrebbero essere necessari alcuni anni prima di osservare i pieni effetti dell'odierno aumento dei tassi di interesse.

## L'indebitamento delle famiglie è aumentato di pari passo con la diminuzione dei tassi di interesse, ma la riduzione della leva finanziaria, nel caso degli immobili residenziali, è un processo lento e doloroso. Qual è la migliore linea d'azione per i proprietari di case oggi?

► **C. Basten:** È difficile dirlo. Da un lato, sarebbe sensato vendere azioni e obbligazioni e rimborsare il debito ipotecario nell'attuale contesto di tassi di interesse in crescita. D'altro canto, poiché i mutui sono emessi in termini nominali, potrebbe essere più sensato lasciare che l'inflazione si installi e rimborsare il debito in un secondo momento. In realtà per le banche potrebbe essere sensato ridurre le penali di rimborso anticipato e trarre vantaggio dalla riduzione della loro esposizione complessiva al mercato immobiliare, consentendo loro di reinvestire il capitale a tassi più elevati.

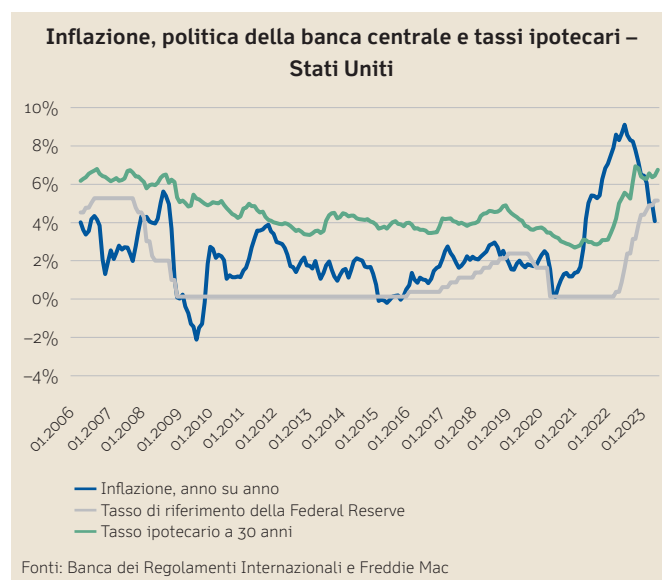
► **D. Salzmann:** I proprietari di case devono fare i conti da soli e scegliere la soluzione che meglio si adatta alla loro capacità finanziaria e alla loro disponibilità ad assumersi i rischi. Il *budgeting* personale e la pianificazione finanziaria danno i loro frutti, ma solo se si è disciplinati. In fin dei conti, un aumento dei risparmi e dell'ammortamento del debito implica una riduzione delle spese per altre voci, come cibo, vacanze o automobili.

### Vedremo una ripetizione del 2008?

► **D. Salzmann:** Molto probabilmente no. La gestione del rischio nelle banche è migliorata in modo significativo dal 2008, con l'aggiunta delle norme di Basilea, che hanno portato all'aumento dei requisiti di capitale, per esempio, e hanno consentito di rivedere e aggiornare i requisiti di riserva di capitale anticiclica.

► **R. Füss:** Non prevedo cambiamenti drastici a livello internazionale, ma le banche regionali in aree rurali con numeri demografici negativi dovrebbero rimanere caute.

► **L. Küng:** Oggi i proprietari di case hanno a disposizione molti più risparmi rispetto al 2008, la qual cosa dovrebbe migliorare la situazione di tutti noi. Ma resterei comunque cauto.



# Alcune ulteriori previsioni sul mercato immobiliare svizzero

## Secondo una recente ricerca, in Svizzera essere in affitto è diventato più attraente che possedere un'abitazione. Perché è così? E questa situazione è destinata a prevalere?

► **C. Basten:** La questione se sia "più conveniente" l'affitto o la proprietà cambia naturalmente nel tempo, in quanto qualsiasi disallineamento tra questi due modi di vivere tende a incentivare un comportamento che li riporti in equilibrio. Quando qualcuno sta valutando se acquistare o affittare, lo invito a includere nel costo della proprietà non solo gli interessi dovuti, come ho visto fare da alcuni media, ma anche il costo opportunità del capitale e a tenere conto del fatto che la proprietà implica una maggiore esposizione alle variazioni dei prezzi delle case e dei tassi ipotecari, oltre ad aumentare il costo e le complicazioni del trasloco.

► **J. Schläpfer:** Sappiamo tutti che fare previsioni su affitti e valutazioni a dieci anni dal futuro è molto complesso. Dobbiamo ricordare che l'acquisto di un immobile comporta molti rischi e vincoli, che dovrebbero essere ricompensati nel tempo.

## Molti investitori istituzionali svizzeri hanno allocazioni fisse di quote all'interno dei loro portafogli. Con il recente calo dei prezzi di azioni e obbligazioni, la quota di immobili che detengono nei loro portafogli è stata automaticamente spinta verso l'alto. Cosa significa questo cambiamento per il mercato immobiliare? È un'opportunità per gli individui che cercano di acquistare immobili?

► **J. Schläpfer:** In generale, il mercato ha subito un rallentamento, poiché alcuni investitori istituzionali hanno raggiunto o superato la loro quota. A livello aneddotico, ho osservato che ci sono state alcune vendite a causa di queste violazioni delle quote. Ma non mi sembra che gli effetti di queste vendite arrivino fino ai privati.

► **P. S. Häfliger:** È possibile che alcuni investitori siano stati costretti a vendere quote di fondi immobiliari in condizioni di mercato volatili, a causa di tali assegnazioni di quote fisse, la qual cosa potrebbe spiegare la recente *performance* negativa dei fondi immobiliari. Altri potrebbero aver venduto immobili semplicemente per ripulire e riequilibrare il proprio portafoglio. Sebbene i media parlino di tali transazioni, gli indici statistici ancora mostrano che i prezzi di tali immobili sono stabili, la qual cosa suggerisce che le svendite non sono ancora in corso o non hanno ancora un impatto sul mercato. Va notato che tali transazioni riguardano principalmente case plurifamiliari e immobili commerciali e non sono quindi di primario interesse per i privati che cercano un immobile da occupare in proprio.

## Quale sarà l'impatto delle normative energetiche sempre più restrittive sul mercato immobiliare?

► **D. Salzmann:** La questione dell'efficienza energetica ha segmentato il mercato immobiliare. Da un lato, i proprietari privati non sono fondamentalmente spinti a intraprendere misure drastiche. In genere, si allineano ai requisiti minimi di legge, la qual cosa potrebbe ritorcersi contro di loro e portare a uno sconto significativo sulla valutazione delle loro proprietà in futuro. D'altro canto, un numero crescente di investitori istituzionali è tenuto ora a comunicare tali dati, la qual cosa li spinge a investire sistematicamente in soluzioni efficienti per ridurre la loro impronta di carbonio.

► **R. Füss:** L'efficienza energetica è un tema sempre più scottante e avrà un ampio impatto sul mercato, dagli affitti ai tassi di capitalizzazione. Potremmo immaginare un mercato in cui alcuni immobili diventino non recuperabili, a causa dei costi eccessivi per renderli efficienti dal punto di vista energetico. Gli investitori istituzionali (e le autorità di regolamentazione) dovrebbero tenere un occhio sempre più critico su ciò che contengono i loro portafogli immobiliari. La mia preoccupazione principale è che l'attuale attenzione si concentri sull'efficienza dei nuovi edifici. A mio avviso, l'attenzione dovrebbe essere rivolta agli edifici esistenti e alla ricerca di incentivi adeguati per il loro miglioramento, in quanto rappresentano la maggior parte del mercato immobiliare e delle emissioni di CO<sub>2</sub>.

► **J. Schläpfer:** È interessante vedere come il mercato abbia premiato l'efficienza energetica nel corso dei decenni. Una ventina di anni fa, c'è stato un chiaro aumento di prezzo per gli edifici con un'etichetta di sostenibilità, come Minergie, che li rendeva eccezionali. Negli anni a venire, le case sostenibili diventeranno la norma e quindi non prevederanno più un sovrapprezzo, mentre gli edifici inefficienti presenteranno uno sconto.

**Il rapporto prestito/valore per i proprietari di case in Svizzera è solitamente compreso tra l'80% e il 65%, mentre in molti altri Paesi, come gli Stati Uniti, può oscillare tra il 100% e lo 0%. Cosa spiega questa differenza? Quali sono i pro e i contro di ciascun sistema?**

► **C. Basten:** Il confronto tra i rapporti prestito/valore nei vari Paesi può talvolta essere fuorviante se i Paesi utilizzano, per esempio, frequenze diverse nell'aggiornamento dei valori. In generale, l'esistenza di un limite massimo restrittivo del rapporto prestito/valore, come in Svizzera, presenta molti vantaggi: anche se il mercato scende, i proprietari di case dovrebbero comunque avere più beni che debiti. Un altro elemento a favore del sistema svizzero è che le banche hanno pieno ricorso sul mutuatario, il che evita inadempienze strategiche come quelle osservate negli Stati Uniti durante la crisi dei *subprime*. Tuttavia, un limite del sistema svizzero è la deducibilità fiscale dei pagamenti degli interessi, che dà ai cittadini la percezione che avere un debito sia una buona cosa, ignorando i rischi che comporta.

► **J. Schläpfer:** Sia il modello svizzero che quello statunitense hanno i loro pro e contro. Anche se è comunque difficile cambiare questi requisiti, ho una critica da fare al sistema svizzero, in quanto non tiene conto del fatto che il reddito di un individuo cambia nel corso della sua vita. Un giovane di vent'anni ha la possibilità di vedere il proprio reddito aumentare nel corso degli anni, cosa che non accade a un quasi sessantenne.

**Quanto sono pronte le banche svizzere ad affrontare una significativa correzione del mercato, in linea con le correzioni del 15% che osserviamo attualmente in Canada, Germania e Svezia?**

► **C. Basten:** Dati i limiti normativi sui rapporti prestito/valore e debito/reddito, nonché gli incentivi del sistema di ricorso totale, una correzione del 15% dovrebbe essere sopportabile per la maggior parte delle banche. La storia suggerisce che i mercati possono correggere di più, ma se la crescita economica e l'occupazione rimangono buone come lo sono state finora, dall'inizio degli aumenti dei tassi, il rischio di una correzione maggiore sembra limitato.



► **R. Füss:** Le misure di autoregolamentazione che applichiamo in Svizzera, sia per quanto riguarda gli acconti sia per quanto riguarda l'accessibilità economica, sono molto conservative, quindi dal mio punto di vista le banche saranno in grado di affrontare un simile cambiamento, qualora si verificasse. Alcuni acquirenti recenti potrebbero aver bisogno di ammortizzare parte del loro debito in modo accelerato, ovvero ritirando una parte (ulteriore) dei loro risparmi dal 2° pilastro. Ovviamente, una simile mossa avrebbe conseguenze a lungo termine dopo l'età del pensionamento.

► **D. Salzmann:** I vari indici e metriche che utilizziamo per la concessione di finanziamenti bancari in Svizzera sono in gran parte conservativi. Per quanto riguarda l'indice di sostenibilità finanziaria, l'utilizzo di un tasso di interesse teorico del 5% ne è un esempio lampante. Per esempio, presso la Luzerner Kantonalbank, il rapporto medio tra ipoteca e valore bancario, una metrica significativamente più conservativa rispetto al rapporto tra ipoteca e valore di mercato, si aggira poco sopra il 50%, suggerendo che c'è un ampio margine per una correzione del mercato. L'aumento delle politiche di ammortamento ha chiaramente contribuito a rafforzare il settore bancario svizzero. Ricordiamo inoltre che i proprietari privati non sono costretti a ristrutturare il bilancio, come le imprese, e quindi hanno tempo per riprendersi, a patto di poter pagare i costi di finanziamento.

### Infine, quali sarebbero le sue parole di cautela nei confronti del mercato immobiliare svizzero?

► **P. S. Häftiger:** I proprietari di case e gli investitori privati devono adottare una prospettiva a lungo termine e riconoscere che i tassi di interesse potrebbero continuare ad aumentare nei prossimi

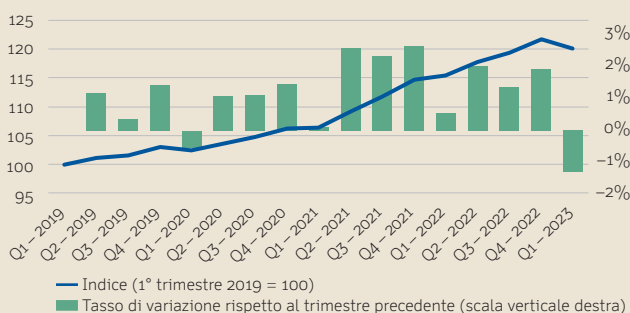
anni. Nei lunghi periodi di bassi tassi di interesse, gli operatori di mercato, siano essi acquirenti di case o banchieri, tendono a dimenticare che i tassi di interesse elevati possano addirittura esistere. Quando vediamo come si muovono i tassi di interesse, il tasso di interesse teorico, utilizzato per calcolare gli indici di sostenibilità finanziaria, e la realtà del mercato sembrano avvicinarsi di nuovo tra loro. I proprietari di case devono anche essere consapevoli che il loro reddito probabilmente diminuirà quando raggiungeranno l'età della pensione e che potrebbe essere più difficile pagare il mutuo.

► **C. Basten:** Gli investimenti immobiliari presentano numerosi vantaggi. Diventare proprietari di una casa è un investimento tangibile e offre grandi vantaggi ai consumatori. Ma comporta anche molti rischi di concentrazione, che spesso vengono trascurati.

► **R. Füss:** L'evoluzione dei tassi di interesse nei prossimi mesi sarà fondamentale, poiché il passaggio delle politiche monetarie sui tassi ipotecari può avvenire in modo non lineare. Personalmente non prevedo uno scenario drammatico, ma fare previsioni di questo tipo è complesso, poiché l'evoluzione dell'inflazione e delle politiche monetarie rimane difficile da valutare.

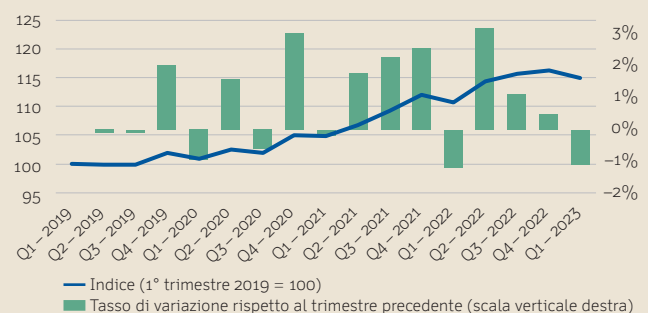
► **D. Salzmann:** L'acquisto di una proprietà non è solo un investimento finanziario, ma comporta anche delle responsabilità. I proprietari di case devono capire a cosa si stanno impegnando. Per acquistare una casa è necessario rispettare il proprio budget e sapere quanto si è disposti a esporsi al rischio, perché solo così si può strutturare consapevolmente il proprio mutuo in termini di importo e durata.

Prezzi delle case unifamiliari – Svizzera



Fonte: Ufficio federale di statistica

Prezzi dei appartamenti di proprietà – Svizzera



Fonte: Ufficio federale di statistica

## Swiss Finance Institute

Con il sostegno dei suoi fondatori – il settore bancario svizzero, la Confederazione svizzera e le principali università svizzere – lo Swiss Finance Institute (SFI) promuove in modo competitivo la ricerca e l'insegnamento di prim'ordine in ambito bancario e finanziario in Svizzera. Unendo l'eccellenza accademica all'esperienza pratica, l'SFI contribuisce al potenziamento della piazza finanziaria svizzera.

### Editori et contact

Dr. Cyril Pasche  
Director Knowledge Exchange and Education  
+41 22 379 88 25  
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80  
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71  
www.sfi.ch

