



Vent'anni di boom nella proprietà di abitazione: e adesso?

RAIFFEISEN

Indice

La proprietà di abitazione festeggia il ventesimo anniversario – retrospettiva e prospettive	3
1 Il boom della proprietà di abitazione in sintesi.....	5
2 Avvertimenti incompleti	10
3 Accessibilità, sostenibilità, prezzi regionali.....	13
4 Perché prevediamo un atterraggio morbido	19
5 Ancora una riflessione.....	24

La proprietà di abitazione festeggia il ventesimo anniversario – retrospettiva e prospettive

Il mercato immobiliare ha un ruolo fondamentale per Raiffeisen, leader di mercato nel settore delle ipoteche private. Negli ultimi anni esso ha creato le basi per la forte crescita del nostro Gruppo bancario. Quando gli svizzeri erano ancora un popolo di locatari e i pochi proprietari di immobili a uso proprio possedevano case e non appartamenti, alcune Banche Raiffeisen rivestivano già grande importanza sui loro mercati locali. Questo grazie al tradizionale radicamento di Raiffeisen nelle zone rurali dove le quote di proprietà già prima del boom, anche se non erano proprio elevate, erano certamente superiori alla media. Chi aveva un buon reddito poteva infatti permettersi di acquistare un terreno a caro prezzo per un investimento immobiliare proprio in quelle aree. Raiffeisen ha quindi beneficiato più massicciamente del boom della proprietà di abitazione, che da un buon ventennio caratterizza la nostra economia, anche per questa ragione, e ha saputo così posizionarsi quale leader in Svizzera nel mercato delle operazioni ipotecarie private.

A fronte delle discussioni in corso relative a un surriscaldamento del mercato riteniamo non solo importante, ma anche urgente, analizzare in modo approfondito e differenziato la situazione del mercato per individuare possibili pericoli. È fuori questione che lo sviluppo registrato sul mercato della proprietà di abitazione negli ultimi venti anni sia stato straordinario e meriti quindi a priori un'analisi approfondita. Inoltre, retrospettivamente, questo boom è in gran parte giustificato dai dati fondamentali, cosa che notori uccelli del malaugurio e allarmisti non vogliono riconoscere. E in questo modo si può inquadrare molto meglio anche l'andamento dei prezzi, che da diverso tempo causa grattacapi soprattutto ai regolatori.

Il punto di partenza della corsa al recupero del mercato svizzero delle abitazioni primarie si può collocare nel 1995. Allora iniziò a dare i suoi frutti il più ampio programma di costruzione di abitazioni della storia della Svizzera, varato l'anno prima, e la costruzione di abitazioni riprese vigore. Al contempo la proprietà di abitazione, dopo le correzioni del crash immobiliare, era divenuta accessibile e sostenibile e i baby-boomer fecero irruzione sul mercato delle abitazioni primarie, dove, per la prima volta, trovavano un aumento dell'offerta di appartamenti in proprietà per piani. La base per il boom era stata però posta molto prima, dopo un salutare temporale. Nell'ottobre del 1987, sotto la guida di Alan Greenspan, l'allora capo della Banca centrale americana, era stato spazzato via il più grande crash borsistico della storia con l'attuazione di misure estreme di politica monetaria. In tutto il mondo i banchieri centrali avviarono iniezioni di liquidità. Nasceva così anche il monetarismo applicato. Da quel

momento in poi si dovette ricorrere regolarmente a iniezioni di liquidità delle banche centrali sui mercati finanziari, ancora oggi ben note.

In Svizzera la congiuntura nel 1987, tuttavia, non era così debole da giustificare tanto denaro a basso costo. Poiché lo Swiss Interbanking Clearing (SIC), introdotto contemporaneamente, ridusse la domanda di liquidità più fortemente di quanto si aspettava la Banca Nazionale Svizzera (BNS), la quantità di liquidità crebbe eccessivamente, con conseguenze devastanti. La liquidità fece salire i prezzi, l'inflazione andò fuori controllo, gli interessi dovettero essere rapidamente alzati, portando l'economia svizzera in recessione e scardinando completamente il mercato immobiliare. Il no al SEE del 6 dicembre 1992 fece nascere ulteriori timori che la Svizzera fosse prossima alla stagnazione. Di conseguenza ci fu una scossa da parte dell'economia e della società che mirava a rivitalizzare l'economia svizzera.

Tre anni più tardi fu possibile raccogliere i primi frutti. Il chiuso mercato edilizio era ampiamente decartellizzato. Di conseguenza, in un contesto di concorrenza per la prima volta aspra, i prezzi di costruzione segnarono un marcato crollo e i terreni edificabili arrivarono a costare un buon 50% in meno rispetto al 1990. Gli interessi erano già scesi pesantemente sulla scia della convergenza mondiale del livello dei tassi. Proprio quello che aspettavano i baby-boomer. La massa dei potenziali proprietari di case, grazie a questa costellazione unica che regnava a metà degli anni Novanta, poté realizzare il suo sogno; la proprietà per piani, che nel frattempo era diventata una forma di proprietà conosciuta in tutta la Svizzera.

Con questa documentazione desideriamo contribuire a rendere oggettiva la discussione sull'immaginaria bolla immobiliare. Infine molti da parecchio tempo mettono in guardia dal rischio di un crash sul mercato della proprietà di abitazione e non si stancano di ripetere i loro avvertimenti, anche se finora si sono rivelati solo aria fritta. Ma, anche se è fuori questione che il mercato della proprietà di abitazione ha raggiunto un elevato grado di maturazione e i prezzi si muovono a livelli molto elevati, un crash è a nostro avviso molto improbabile. Infatti, secondo le nostre conclusioni, gran parte della fenomenale corsa al recupero della proprietà di abitazione in Svizzera si può spiegare a livello di fondamentali. Il resto si può ricondurre al panorama dei tassi completamente distorto che fin dal fallimento Lehman e dalla successiva crisi dell'euro appare sempre più paradossale. Con due conseguenze importantissime per il mercato immobiliare: chi oggi è in cerca di rendimenti, non può esulare dagli immobili, indipendentemente dai loro esosi prezzi. E chi può permetterselo, sceglie un'abitazione di proprietà e non in locazione. Questa non è speculazione, come alla fine degli anni Ottanta, ma una decisione economicamente razionale ben ponderata. Ed è proprio l'assenza dell'elemento speculativo che ci porta ad escludere un crollo

del mercato. Non sono speculatori dalle vedute limitate come alla fine degli anni Ottanta che nonostante una solvibilità dubbia affollano il mercato con grandi quantità di capitale di terzi, ma investitori o proprietari di case a uso proprio che ragionano sobriamente.

Il nostro scenario principale e contemporaneamente la conclusione più importante della presente analisi è quindi un atterraggio morbido del mercato. Alcuni indicatori stanno segnalando che questo processo è già iniziato. I prezzi nel segmento più alto si stanno consolidando e la pipeline delle nuove costruzioni comprende nuovamente già da lungo tempo un maggior numero di appartamenti in locazione che di proprietà. A ciò si aggiunge il fatto che l'attività costruttiva attuale e futura è troppo bassa per un eccesso di offerta e il settore edilizio non può, o non vuole, ampliare ulteriormente le sue capacità.

Non da ultimo nella presente pubblicazione presentiamo per la prima volta proprie stime dei prezzi secondo il modello edonico per disporre di alternative alle serie di prezzi usuali sul mercato, che in parte hanno persino caratteristiche diverse. Abbiamo il vantaggio di poter accedere a un pool di dati straordinariamente ricco, poiché Raiffeisen è presente in molte più ubicazioni di altri istituti di finanziamento. Consapevoli del fatto che i prezzi edonici sono in ultima analisi delle stime, anche se si basano su transazioni effettivamente avvenute, suggeriamo di non attenersi con meticolosa precisione, ma di adottare i cosiddetti intervalli di confidenza. Troverete maggiori dettagli nelle prossime pagine.

Vi auguriamo un'avvincente lettura.

1 Il boom della proprietà di abitazione in sintesi

La crisi del mercato immobiliare all'inizio degli anni Novanta ha precipitato la Svizzera in una lunga recessione. Oggi ci attende un nuovo crash oppure il mercato immobiliare si appresta a un atterraggio morbido? Su questa domanda la Svizzera si sta arrovellando già da tempo. Per rispondere è necessario tornare indietro nel tempo. Infatti lungo l'asse temporale ci sono stati eventi che hanno reso sempre più interessante il contesto della proprietà di abitazione. Suddividiamo questo sviluppo in cinque fasi (v. tabella 1):

Fase I: surriscaldamento (1985-1989)

A metà degli anni Ottanta in Svizzera la congiuntura è positiva. Grazie all'introduzione del regime obbligatorio della previdenza professionale giungono sul mercato nuovi investitori finanziariamente molto solidi. Questi spingono in alto sia i prezzi azionari sia quelli immobiliari. Mentre sul mercato immobiliare regna un'atmosfera di rinnovamento, cresce l'incertezza per la congiuntura nel suo complesso. La massiccia svalutazione del dollaro USA pesa sulle prospettive delle esportazioni. Lunedì 19 ottobre 1987 crolla la borsa di New York. Il Dow Jones nel giro di un giorno perde più del 20%, rafforzando ulteriormente le preoccupazioni per la congiuntura e spingendo la BNS ad abbassare i tassi. L'economia si dimostra tuttavia più resistente di quanto previsto e il temuto crollo della crescita dopo il

crash borsistico non arriva. I tassi bassi regalano al mercato immobiliare già florido una notevole spinta aggiuntiva, con conseguenze di ampia portata: alla fine degli anni Ottanta i prezzi della proprietà di abitazione aumentano di più del 10% all'anno. Gli investitori speculano su rendimenti rapidi tramite transazioni immobiliari, generando in ultima analisi una spirale dei prezzi sempre più vorticoso. Al contempo le banche concedono crediti ipotecari a cuor leggero; gli scostamenti dagli standard tradizionali di concessione dei crediti sono quasi all'ordine del giorno. A fronte di questi andamenti non sorprende che l'economia in generale e il mercato immobiliare in particolare si surriscaldino. Tuttavia, i banchieri centrali agiscono in un primo momento solo con titubanza e tirano il freno di emergenza solo relativamente tardi: verso la fine del 1989 la BNS, con aumenti drastici dei tassi, tenta di riportare la situazione sotto controllo. Le conseguenze non si fanno aspettare a lungo nel campo dei finanziamenti immobiliari: gli interessi ipotecari raddoppiano tra il 1988 e il 1990 giungendo a sfiorare il 9%.

Oltre all'irrigidimento della politica monetaria della BNS, il Consiglio federale emana nel 1989 misure immediate sul diritto fondiario, finalizzate a frenare ulteriormente il boom. Ad esempio, un terreno edificabile nuovo non può essere rivenduto per cinque anni. Inoltre vengono disposti un limite di aggravio di pegni e limitazioni più restrittive per gli investimenti immobiliari di investitori istituzionali. Con le nove prescrizioni que-

Tabella 1: Storia del boom della proprietà di abitazione in Svizzera

Fasi del boom immobiliare			Convergenza dei tassi e prezzi immobiliari	
			Tassi medi Fissi, 5 anni (*)	Crescita annua media Prezzo degli immobili (**) (minimo / massimo)
L'inizio	Fase 1	Surriscaldamento	1985 – 1989	
	<ul style="list-style-type: none"> Fondo pensione obbligatorio (1985) Boom congiunturale (1985 – 1987) Crash borsistico «Black Monday» (ottobre 1987)) Rapida ripresa, nuovo boom (dal 1987) 		5.5%	+ 9.4% ↑ 5.7% (1986) / 13% (1988)
	Fase 2	Crash e recessione	1990 – 1994	
	<ul style="list-style-type: none"> Crash immobiliare e crisi delle banche regionali (1990) Profonda recessione (1990) 		7.8%	- 2.6% ↓ -4.6% (1993) / 2.1% (1990)
Fischio d'inizio: boom della proprietà di abitazione 1994/1995				
20 anni di boom immobiliare	Fase 3	Stabilizzazione e avvio	1995 – 2002	
	<ul style="list-style-type: none"> Ripresa economica ritardata Riforme strutturali: Diminuzione dei prezzi di costruzione e immobiliari, boom delle imprese generali Programma di promozione della costruzione e della proprietà di abitazione (1994/1995) Bolla Dotcom, 9/11, breve recessione Stabilizzazione dell'economia (dal 2003) 		4.7%	0.05 % ↑ -4.6 (1996) / 6.2% (2002)
	Fase 4	Boom globale	2003 – 2007	
	<ul style="list-style-type: none"> Economia mondiale fiorente Prezzi immobiliari in crescita a livello internazionale Inondazione dei mercati finanziari con titoli immobiliari di debito cartolarizzati dagli USA 		3.5%	+ 4.2 % ↑ 1.8% (2014) / 5.8% (2009)
	Fase 5	Crisi finanziaria e dell'euro	2008 – 2015	
<ul style="list-style-type: none"> Crisi dei mercati finanziari (2008) Crisi dell'euro (2011) Crisi greca (2015) 		2.3%	+ 2.1 % ↑ 1.7% (2005) / 4.7% (2003)	

(*) Tassi ipotecari delle Banche Raiffeisen (**) Prezzi d'offerta, media casa unifamiliare e proprietà per piani, fino al 2014

Fonte: Wüest & Partner, Raiffeisen Research

sti possono continuare a investire solo al massimo il 30% del loro attivo fisso in immobili, di cui al massimo il 25% in Svizzera.

Fase II: crash e recessione (1990-1994)

Nel 1990 i prezzi immobiliari e i tassi si attestano a un livello estremamente elevato. Tuttavia il settore edilizio continua a invadere il mercato con nuovi oggetti, anche se è prevedibile un eccesso di capacità produttiva. Con l'indebolimento congiunturale a metà degli anni Novanta il fondamento speculativo del mercato immobiliare crolla. In una devastante spirale discendente i prezzi subiscono correzioni verso il basso sempre più sensibili, mentre contemporaneamente si giunge a una battuta d'arresto della domanda di immobili.

All'inizio degli anni Novanta la Svizzera cade quindi in una lunga recessione dalla quale uscirà solo con fatica e con l'aiuto di riforme strutturali tanto incisive quanto dolorose. La disoccupazione sale temporaneamente al 6%. Contemporaneamente un'ostinata inflazione di più del 6.5% annua sbarra alla BNS la strada di un corrispondentemente rapido allentamento della politica monetaria. Le perdite su crediti nel settore ipotecario schizzano alle stelle mettendo sempre più sotto pressione i finanziatori di ipoteche. Una pressione che alla fine annienta molte banche regionali. Il fallimento della Spar- und Leihkasse di Thun il 3 ottobre 1991 segna l'inizio della cosiddetta crisi delle banche regionali. Questo drammatico evento è seguito da una fase di rivolgimento nel settore bancario svizzero: le banche regionali vengono acquisite dalle grandi banche o vengono costrette a trovare la salvezza in fusioni aziendali. Ma non viene scosso profondamente solo il

panorama delle banche regionali; anche grandi istituti non riescono a sottrarsi al vortice della crisi e si trovano in difficoltà. In particolare la Banca Popolare Svizzera. Quella che un tempo era stata la quarta banca svizzera per dimensioni, viene salvata dalla chiusura mediante un'acquisizione. Le più grandi banche cantonali come la Berner Kantonalbank, la Genfer Kantonalbank e la Waadtländische Kantonalbank sopravvivono solo grazie a sovvenzioni fiscali. Due banche cantonali scompaiono del tutto dalla scena, la Appenzeller Ausserrhodische e la Solothurner Kantonalbank.

In totale tra il 1990 e il 1995 il numero delle banche in Svizzera diminuisce di un terzo, da 625 a 413. Secondo stime della Commissione federale delle banche gli ammortamenti di crediti immobiliari morosi si attestano intorno ai 42 miliardi di CHF, più del 10% del prodotto interno lordo (PIL) di allora. Particolarmente dolorosi sono il crollo dei prezzi e i mancati pagamenti nel settore degli immobili di reddito e dei terreni edificabili. Per gli immobili a uso proprio, e ciò va sottolineato particolarmente nel contesto del presente studio, al contrario si registrano relativamente pochi incanti forzati. Le economie domestiche private, nella maggior parte dei casi, sono ancora in grado di rispettare i loro obblighi derivanti dalle ipoteche.

Gráfico 1: Il mercato immobiliare svizzero sulla scia degli sviluppi globali



Fonte: UST, SECO, Wüest & Partner, Raiffeisen Research

La profonda crisi che tiene prigioniera la Svizzera intanto perdura. Infatti anche le turbolenze createsi a partire dalla fine del 1992 nel sistema monetario europeo e una rinnovata debolezza del dollaro USA mettono i bastoni tra le ruote alla ripresa dell'economia svizzera. Nello stesso tempo il perdurare della fase di debolezza congiunturale viene, almeno inizialmente, facilitata dal risultato del referendum popolare sull'entrata nello SEE. E anche se i tassi dalla metà di giugno del 1992 scendono nettamente e rapidamente, l'effetto previsto non si fa (ancora) vedere. Infatti sul lungo termine il livello è ancora troppo elevato a fronte del perdurare della debolezza della crescita dell'economia svizzera.

Retrospectivamente ci si potrebbe domandare se la crisi insostenibilmente lunga per la Svizzera in ultima analisi non sia stata un'esperienza positiva, che perlomeno ha facilitato l'introduzione delle misure deliberate e degli adeguamenti necessari. Un dato di fatto è che, nonostante il rifiuto all'ingresso nello SEE, le riforme strutturali concordate anticipatamente trovano ampia applicazione. Leggi sui cartelli e sul mercato interno vengono riviste e l'imposta sul valore aggiunto sostituisce l'obsoleta imposta sul fatturato della merce. Riforme, in parte dolorose; questa fase esige concessioni dolorose in particolare per il settore edilizio fino a ora propenso agli accordi. Alla fine dei conti, più avanti l'avvio delle necessarie riforme si rivelerà un ottimo terreno per una consistente ripresa.

Fase III: inizio del boom (1995-2002)

A metà degli anni Novanta il motore dell'economia torna tuttavia a faticare e perdura la combinazione fatale di bassi tassi di crescita, elevata disoccupazione e un livello dei tassi certamente diminuito ma, con il senno di poi, ancora troppo elevato. Una situazione che lascia tracce sia nelle finanze pubbliche sia in quelle private. L'aumento delle imposte così come dei premi delle casse malati e delle assicurazioni sociali portano a sensibili oneri aggiuntivi per i budget delle famiglie.

Sul fronte degli immobili la fase III è caratterizzata soprattutto dall'entrata sulla scena, in marcia trionfale, delle imprese generali, sviluppo divenuto possibile in ragione delle strutture spaccate dalla recessione e dalle riforme. Nello stesso tempo i prezzi di costruzione continuano a diminuire, come i prezzi dei terreni e degli immobili. In questa fase di calo dei prezzi e dei costi di costruzione la Confederazione lancia il più grande programma di promozione della costruzione e della proprietà di abitazione della storia svizzera. Per gli anni 1994 e 1995 il governo svizzero dedica CHF 7.4 miliardi per la costruzione di appartamenti a basso costo. Il calcio d'inizio dello spettacolare boom della proprietà di abitazione è stato fischiato. Il mix costituito da interessi ulteriormente accomodanti, da un'economia (edilizia) più produttiva, da prezzi di immobili, terreni e di costruzione in calo, da baby-boomer propensi alla proprietà di abitazione e da un aumento

Che cosa ha a che fare la globalizzazione con il boom immobiliare svizzero?

Si potrebbe dire che il 1987 segnò la nascita del monetarismo pratico. Il fatto che il crollo della borsa nell'ottobre 1987 non ebbe conseguenze più gravi per l'economia mondiale viene ricondotto comunemente all'utilizzo senza compromessi della politica monetaria USA durante l'era di Alan Greenspan. Da allora si è riusciti sempre meglio a compensare le oscillazioni della congiuntura con aggiustamenti di politica monetaria invece che con misure di politica fiscale. Questa eliminazione di forti oscillazioni congiunturali viene anche definita «Great Moderation», un fenomeno collaterale della globalizzazione che si stava affermando nei primi anni Novanta.

Il risultato di questa nuova consapevolezza delle banche centrali sfociò infine nella convergenza globale, quindi in uno scivolamento mai visto prima del livello dei tassi in tutto il mondo. Tuttavia con crisi dei mercati finanziari sempre più frequenti. A partire dagli USA dall'inizio degli anni Novanta gli interessi nominali a lungo termine scesero. Praticamente nessuno stato poté sottrarsi a questo trend. Né gli stati europei che portavano avanti il progetto di formare uno spazio economico e monetario comune, né le economie emergenti di tutto il mondo. E nemmeno la Svizzera.

La fine della convergenza non è certamente alle porte. Anzi, con la crisi dei mercati finanziari del 2008, la crisi dell'euro del 2011 e la crisi greca nel 2015 la tendenza al ribasso dei tassi a lungo termine è stata persino acuita. Sono ormai sette anni che i banchieri centrali di tutto il mondo cercano di stabilizzare i mercati finanziari e la congiuntura con l'allentamento della politica monetaria e di attutire le conseguenze del deleveraging (riduzione del debito a livello mondiale).

La Svizzera è particolarmente interessata da questo processo di adeguamento pluriennale e doloroso per il fatto che, in occasione di ogni fase di debolezza dell'economia mondiale, viene utilizzata come porto sicuro da investitori di tutto il mondo. Quello che di per sé è un segno di stabilità del sistema politico ed economico locale, causa nello stesso tempo uno scivolamento ancora più pesante dei tassi del mercato dei capitali rispetto all'estero. L'esperimento del tasso di cambio, attualmente interrotto, della BNS sottolinea quanto sia stata forte la pressione in Svizzera. Nel frattempo le turbolenze derivanti dal livello dei tassi mantenuto artificialmente basso sono sempre più evidenti. Di fatto la curva dei tassi presenta un rendimento negativo praticamente per tutte le durate. E i prezzi immobiliari schizzano quindi alle stelle. Infatti quando i valori pecuniari diminuiscono, aumentano di norma i valori reali. La convergenza stimola i prezzi immobiliari.

dell'immigrazione pone la stabile base per la corsa al recupero sul mercato delle abitazioni primarie. Nello stesso tempo la proprietà per piani si afferma per la prima volta a livello nazionale. Prima, questa forma di proprietà era abbastanza diffusa solo nel Vallese. Oltre a questo contesto già estremamente favorevole al boom, si aggiunge una nuova regolamentazione che vivacizza ulteriormente l'acquisto di proprietà di abitazione. Dal 1995 viene autorizzato l'utilizzo di fondi del 2° pilastro per l'acquisto di immobili a uso proprio. La proprietà di abitazione è ora più interessante che mai dal punto di vista finanziario nella storia della Confederazione. Ma non è solo il settore immobiliare a segnare un rialzo finora mai registrato. L'intera economia svizzera infine riesce a uscire dalla pluriennale fase ribassista.

All'inizio del millennio l'economia, che era ritornata nel frattempo florida, esce di nuovo brevemente dai binari, con lo scoppio della bolla dotcom. I mercati finanziari vengono resi ulteriormente incerti l'11 settembre 2001 a causa degli attacchi terroristici negli USA. La BNS in questo contesto mantiene la sua politica monetaria espansiva poiché anche l'inflazione si attesta a un livello che non crea problemi. A differenza della precedente lunga recessione, l'economia svizzera si stabilizza con relativa velocità.

Fase IV: boom globale (2003-2007)

Non solo l'economia mondiale, ma anche quella svizzera, prosperano formalmente dopo la breve e lieve recessione degli anni 2002/2003. Popolazione e reddito crescono notevolmente. E la proprietà di abitazione torna a essere un tema centrale per le masse. Con la ripresa crescono i prezzi immobiliari, ma non solo in Svizzera. In Spagna, Irlanda o negli USA decollano a vista d'occhio. Le banche centrali reagiscono tuttavia troppo tardi con incrementi dei tassi in ragione dell'aumento solo moderato dell'inflazione. Sul mercato immobiliare USA c'è un clima di corsa all'oro. Tutto il mondo viene inondato con crediti immobiliari americani, in forma di titoli di debito cartolarizzati che presto si riveleranno delle vere e proprie bombe.

Fase V: crisi finanziaria e crisi dell'euro (2008-2015)

Nel 2007 si registra la definitiva svolta negativa del mercato immobiliare negli USA. La rapida crescita delle insolvenze nel segmento subprime (crediti ipotecari a famiglie con bassa solvibilità) mette in difficoltà il settore finanziario in tutto il mondo. Altre bolle creditizie o immobiliari scoppiano, ad esempio in Irlanda o Spagna, e dopo il fallimento Lehman conducono il mondo in una profonda recessione. Le grandi banche svizzere registrano perdite record. L'economia nazionale locale riesce tuttavia ad assorbire la crisi in modo relativamente rapido, poiché nel settore immobiliare e nell'economia interna non è necessario procedere a correggere esagerazioni. La situazione sul mercato del lavoro rimane intatta, anche grazie al lavoro ridotto. In generale la crisi sfiora solamente la Svizzera, facendo aumentare ulteriormente la sua attrattiva sia per i capitali

sia per le persone. Il netto aumento dell'immigrazione è in ultima analisi un chiaro segno di questa gestione della crisi estremamente abile rispetto all'estero. L'altra faccia del relativo successo dell'economia nazionale si trova nel mercato immobiliare: i prezzi continuano a salire, poiché gli interessi si muovono verso nuovi minimi storici.

Il franco, in particolare in conseguenza delle preoccupazioni sull'Eurozona, diventa un porto sicuro per antonomasia e la pressione all'apprezzamento cresce. La BNS è costretta ad agire e il 6 settembre 2011 introduce il corso minimo EUR/CHF di 1.20. Il tasso di riferimento era già stato portato a zero. I tassi ancora più bassi, una solida economia svizzera e lo sviluppo demografico danno slancio alla domanda sul mercato immobiliare. In ragione dei molti problemi irrisolti nel mondo finanziario globale, una svolta dei tassi che potrebbe frenare il mercato pare sempre più lontana. Ora, sia le banche sia i regolatori, dopo un lungo temporeggiare, agiscono.

Nel luglio 2012 le banche, nell'ambito di misure di autoregolamentazione, deliberano requisiti minimi più severi per la concessione di crediti ipotecari. I futuri proprietari di abitazione dovranno quindi finanziare con fondi propri di base di qualità primaria almeno il 10% del valore di anticipo. Inoltre viene per la prima volta introdotto un obbligo di ammortamento vinco-

Perché tassi negativi portano a un aumento degli interessi ipotecari?

Dall'introduzione dei tassi negativi nel dicembre 2014 i tassi ipotecari non sono scesi. Al contrario, hanno persino registrato un lieve aumento.

Ciò dipende dal fatto che le coperture dei tassi per le banche, in caso di tassi negativi, divengono più onerose. Poiché i crediti ipotecari in media hanno un vincolo del tasso più lungo dei depositi utilizzati per il loro finanziamento, le banche si assicurano contro eventuali rischi di variazione dei tassi tramite le cosiddette operazioni swap sul mercato dei capitali. Nelle operazioni swap si scambiano gli obblighi di interesse per diverse durate. In tal modo si garantisce che in caso di forte aumento dei tassi a breve termine, i pagamenti degli interessi per i depositi di risparmio non saranno maggiori delle entrate da interessi da crediti ipotecari a lungo termine.

Per questo la banca paga, per una durata concordata, un tasso d'interesse fisso (tasso swap) e riceve in contropartita il tasso d'interesse variabile che in tempi normali si muove più o meno con il tasso di remunerazione da versare. Se i tassi di mercato, come dal dicembre 2014, tuttavia scivolano in territorio negativo, le banche oltre al tasso swap devono anche pagare il tasso negativo. La conseguenza sono costi aggiuntivi e quindi un margine d'interesse ridotto. Tuttavia, le banche non possono trasferire sui clienti-risparmiatori la perdita sul margine d'interesse e quindi la pressione a un aumento degli interessi ipotecari aumenta.

lante. Entro 20 anni devono essere ammortizzati i debiti ipotecari sui 2/3 del valore d'anticipo. A tale proposito il Consiglio federale, su incarico della BNS, nel settembre 2013 mette in vigore un cuscinetto di capitale anticiclico. Le banche a partire da questo momento sono tenute a coprire con capitale proprio l'1% degli attivi ponderati per il rischio. Nel giugno del 2014 il cuscinetto di capitale viene aumentato al 2%. Anche l'incremento del cuscinetto di capitale, così come la sua introduzione, ha tuttavia effetti estremamente modesti sul mercato. Lo strumento, non certo indiscusso, non riesce a compensare la corsa agli investimenti immobiliari nuovamente rinvigorita in ragione dell'ulteriore riduzione dei tassi. Di conseguenza le banche rimangono ancora al centro dell'attenzione e vengono spinte a raffreddare il mercato ipotecario. Dal settembre del 2014 l'obbligo di ammortamento viene ulteriormente inasprito. Ora il valore di anticipo deve essere ammortizzato sui 2/3 in modo lineare non entro 20, ma entro 15 anni. Inoltre viene introdotto il principio del valore minimo per le stime. Se il prezzo di vendita è superiore al prezzo stimato dalle banche, il beneficiario del credito deve fornire più fondi propri. Inoltre i doppi redditi sono utilizzabili per il calcolo della sostenibilità solo in caso di responsabilità solidale.

A causa dei tassi negativi introdotti dalla BNS nel dicembre del 2014 e il loro nuovo calo nel gennaio del 2015, gli interessi ipotecari crescono di nuovo lievemente, ma rimangono ancora a un livello molto basso.

Il superciclo è maturo

Dall'ultima crisi negli anni Novanta il mercato immobiliare svizzero conosce una sola direzione. Verso l'alto. I prezzi hanno continuato a salire, soprattutto anche perché la BNS nel contesto economico mondiale imperante e con le perduranti turbolenze sui mercati finanziari non ha potuto e non può aumentare i tassi. Il rapido sviluppo risveglia ricordi dell'ultimo crash. I segnali di avvertimento non diminuiscono di intensità. Vogliamo quindi ora comprendere se e in che misura questi segnali d'allarme siano giustificati e chiederci se il mercato della proprietà di abitazione svizzero è davvero minacciato da un crash immobiliare.

2 Avvertimenti incompleti

Scioccanti titoli da prima pagina: «Prezzi immobiliari in ascesa», «La crescita del mercato ipotecario allarma la sorveglianza», «5 milioni di franchi per 100 metri quadrati di superficie abitabile», «Cantieri a perdita d'occhio». Hanno tutti una cosa in comune: tutte queste notizie sono incomplete. Nel presente capitolo mostriamo che un'osservazione parziale degli indici di mercato non è utile e crea più confusione che chiarezza. Il fatto che i beni di lusso, e di questo si tratta nel caso di molti immobili a cui fanno riferimento i titoli sopra citati, siano cari, è indubbio. Ma si procederà automaticamente a una correzione dei prezzi? No, perché decisivo non è il prezzo del bene, ma se ci sono persone che vogliono e possono permetterselo. L'osservazione del livello dei prezzi ovvero del relativo andamento è in questo caso al massimo spettacolare dal punto di vista mediatico, ma non sufficiente per fare affermazioni sulla stabilità o sulla vulnerabilità del mercato.

Constatazione 1: I prezzi sono sì sensibilmente aumentati, ma per motivi individuabili

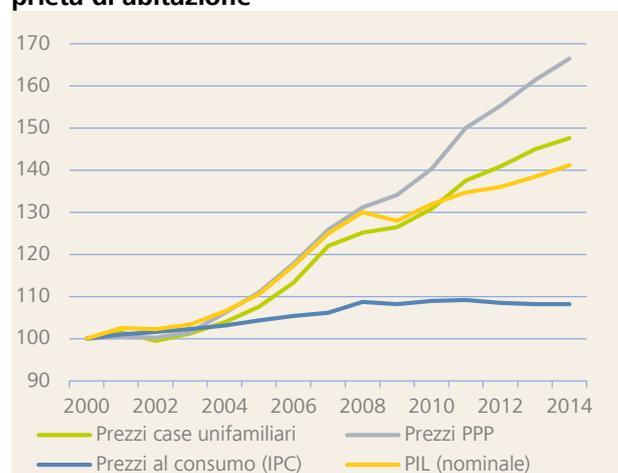
Si sente dire spesso e da più parti che i prezzi sarebbero saliti in modo spropositato. E di fatto i prezzi per la proprietà di abitazione dal 2000 sono sensibilmente cresciuti in tutta la Svizzera. Mentre i prezzi per le case unifamiliari sono cresciuti di circa il 48%, quelli per la proprietà per piani sono aumentati di circa il 66%. Sono senza dubbio cifre importanti. A tale proposito è tuttavia rilevante quanto fortemente lo sviluppo attuale si discosta da quello storico, cioè medio, da quanto tempo accade e se gli scostamenti si possono spiegare a livello di fondamentali. Gli elevati incrementi dei prezzi da soli non dicono nulla.

Rispetto all'inflazione complessiva misurata sull'IPC, i prezzi immobiliari sono di fatto aumentati in modo sovraproporzionale (v. grafico 2). Questi scostamenti da soli tuttavia non sono il segnale di un'evoluzione sfavorevole del mercato immobiliare. Infatti, anche i prezzi al consumo sono distorti, poiché negli ultimi anni, sulla scia della globalizzazione e della convergenza dei tassi a livello globale, l'inflazione non era / è più un tema di discussione. La diminuzione dei tassi conduce a distorsioni tra l'andamento dei prezzi dell'economia nel suo complesso e quelli degli immobili. In altre parole: se i tassi scendono, questo comporta un aumento dei prezzi immobiliari, ma nello stesso tempo sul fronte dell'inflazione comporta una tendenza ribassista (ad es. a causa di ridotti aumenti dei prezzi delle locazioni). Gli immobili sono un bene d'investimento il cui valore cresce automaticamente quando i tassi, e con essi i fattori di capitalizzazione, diminuiscono. Una forbice aperta tra inflazione e andamento dei prezzi immobiliari quindi non sorprende, ma è la logica conseguenza di quanto esposto.

In effetti i prezzi immobiliari sono aumentati anche nel confronto con il prodotto interno lordo (PIL) nominale. Questo disaccoppiamento si è tuttavia compiuto solo

molto più tardi. Fino a quando gli effetti della crisi finanziaria sono stati evidenti questi indici si sono sviluppati più o meno di pari passo o persino in modo leggermente sottoproporzionale, come i prezzi delle case unifamiliari. In seguito alla crisi finanziaria, le condizioni quadro macroeconomiche sono cambiate in maniera fondamentale. Gli interessi raggiungono sempre nuovi minimi e i prezzi immobiliari da allora si discostano dall'andamento dell'economia generale (v. grafico 2). Se si considera l'influsso di tassi bassi tramite il fattore di capitalizzazione sull'apprezzamento degli immobili, questo andamento non sorprende affatto. Inoltre lo stato di emergenza del settore degli investimenti, causato dal contesto di interessi pari a zero, ha reso gli immobili interessanti anche per i privati.

Grafico 2: Forte incremento dei prezzi della proprietà di abitazione



Fonte: UST, SECO, SRED, Raiffeisen Research

Constatazione 2: I debiti ipotecari pro capite sono elevati – ma anche i patrimoni

Anche sul mercato ipotecario si temono rischi. Gli allarmisti sono inquieti, poiché il volume ipotecario dalla svolta del millennio è più che raddoppiato e la Svizzera ha uno degli indebitamenti ipotecari pro capite più alti del mondo. A fine 2014 in media circa 82'000 franchi di debiti ipotecari pesavano su ogni persona residente in Svizzera, ovvero circa 184'000 per famiglia. Suona davvero spaventoso.

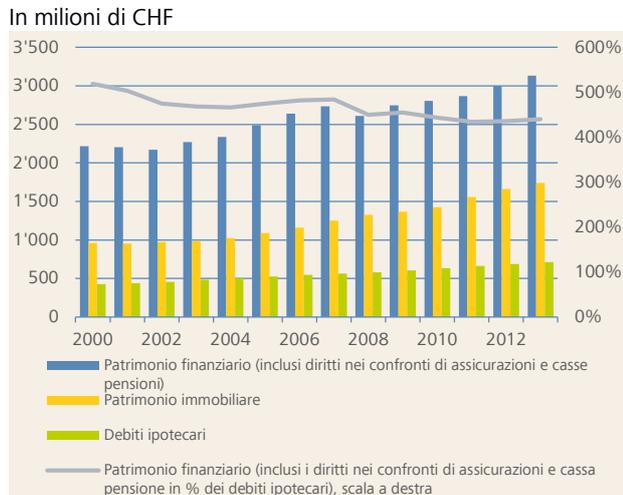
Ma è anche vero che, a fronte di questi debiti, ci sono valori materiali, cioè pegni immobiliari. Non sono semplici crediti al consumo. Inoltre le famiglie svizzere dispongono di patrimoni molto consistenti. Rettificata del patrimonio immobiliare, la situazione patrimoniale netta è nel complesso positiva. E i patrimoni finanziari netti, che comprendono anche crediti pensionistici e crediti assicurativi privati, sono più di quattro volte superiori ai debiti ipotecari (v. grafico 3). Questi valori patrimoniali non possono essere sempre utilizzati a breve termine per coprire i costi di finanziamento ma relativizzano nettamente la situazione debitoria delle famiglie svizzere.

Constatazione 3: La mancanza di uno stimolo all'ammortamento è il motivo alla base degli elevati debiti ipotecari

Spesso si dice anche che l'indebitamento ipotecario delle famiglie private, misurato sul PIL, è tanto alto da causare preoccupazione. Nel 2014 questo valore ammontava a circa il 104%. Tuttavia anche questo non è il risultato di investimenti immobiliari incauti, ma un risultato voluto a livello politico del privilegio fiscale pluriennale dei patrimoni immobiliari.

Il valore locativo viene aggiunto al reddito dei proprietari in sede di definizione del reddito imponibile. Il valore locativo rappresenta quindi un reddito fittizio che si potrebbe ottenere con l'immobile. Come contropartita, i pagamenti degli interessi ipotecari sono completamente deducibili. La conseguenza è (o meglio, era perché oggi il sovrapprezzo del valore locativo è più alto delle possibilità di detrazione degli interessi ipotecari) un sistema di incentivazione che favorisce il capitale di terzi sul capitale proprio e trattiene ovvero trattiene i proprietari dall'ammortizzare la loro ipoteca. Disposizioni vincolanti in tema di ammortamenti sono state introdotte solo nel 2012, e poi inasprite nel 2014. Prima non c'era una prassi legislativa chiara e le banche non erano nemmeno così avidi nel richiedere gli ammortamenti.

Grafico 3: Bilancio patrimoniale delle famiglie svizzere

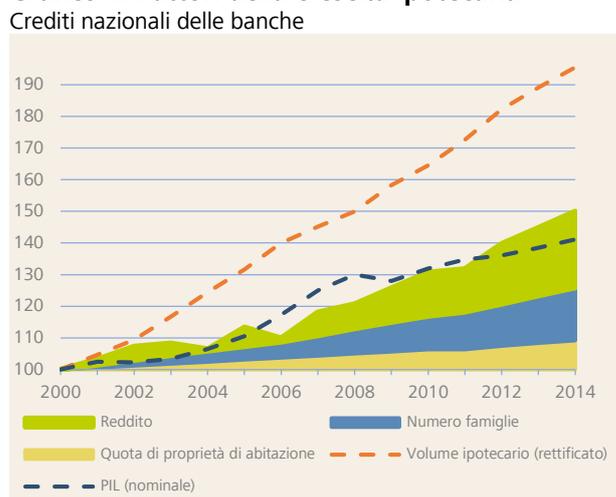


La detrazione forfettaria per i pendolari rappresenta un altro stimolo fiscale all'acquisto di una proprietà di abitazione. Infatti chi fa il pendolare può farlo valere fiscalmente. Vale quindi ancora di più la pena spostare e ipotecare il domicilio lontano dal luogo di lavoro, generalmente centrale, dove la proprietà spesso non è né sostenibile né accessibile. L'attrattiva finanziaria di un trasloco nel verde, dove i prezzi sono più bassi, viene aumentata indirettamente dalle condizioni quadro fiscali. Un numero maggiore di famiglie fa quindi il grande passo verso la proprietà di abitazione anche per questo; un'altra ragione alla base dell'elevata quota di debito ipotecario della Svizzera.

Constatazione 4: La crescita ipotecaria non è troppo elevata, ma rappresenta il risultato di una necessità di recupero strutturale

Spesso anche la forte crescita dei crediti ipotecari viene isolata quale focolaio di pericolo. Ma questa crescita non è per niente nociva; vi sono infatti plausibili spiegazioni fondamentali che la giustificano. La più importante: la solida crescita non si basa su motivazioni speculative. Si può ricondurre piuttosto per circa la metà a solidi fattori d'influenza fondamentali, soprattutto naturalmente alla necessità di recupero strutturale accumulata che finalmente, dalla metà degli anni Novanta, è stato possibile alleggerire. Da allora i baby-boomer spingono sul mercato della proprietà di abitazione e la PPP si è affermata in tutta la Svizzera come nuova forma di abitazione riconosciuta per legge. Questa forma di abitazione sfrutta il terreno in modo più intensivo rispetto alle case unifamiliari.

Grafico 4: Fattori della crescita ipotecaria



Poiché i prezzi dei terreni guidano in modo determinante i prezzi immobiliari, la PPP in media, in ragione della ridotta quota di terreno, è più economica e accessibile a una più ampia fascia di popolazione. Inoltre la popolazione ha registrato una crescita costante, con una dinamica che recentemente si è persino acuita. A fronte della contemporanea diminuzione delle dimensioni delle famiglie, il numero delle famiglie cresce quindi in modo sopra proporzionale. Inoltre la crescita del reddito lordo aumenta il potere d'acquisto. Solo in ragione di questi fattori fondamentali è possibile spiegare più della metà dell'enorme crescita ipotecaria (v. grafico 4).

Anche la crescita residua non è da ricondursi alla speculazione, come invece spesso si afferma. Piuttosto la causa è da ricercarsi nella maggiore dinamica del mercato in conseguenza della politica dei tassi bassi. Possibilità di finanziamento sempre più convenienti riscaldano (hanno riscaldato) il mercato immobiliare. I prezzi crescono, certo, ma la mancanza di alternative tiene ben a galla la proprietà per piani. Infatti anche agli attuali livelli dei prezzi la locazione risulta ancora nettamente più costosa della proprietà. Una ragione che

spinge molte famiglie, pur in questa fase di sviluppo del mercato matura, a optare per la proprietà di abitazione: perfettamente razionale dal punto di vista economico e lontana da riflessioni di tipo speculativo.

3 Accessibilità, sostenibilità, prezzi regionali

Nel capitolo precedente abbiamo effettuato una relativizzazione dell'osservazione isolata di singoli indici di mercato. Desideriamo ora trattare i due indici a nostro avviso principali che maggiormente influenzano la valutazione della situazione del mercato delle abitazioni primarie: l'accessibilità e la sostenibilità. Questi due indici ci aiuteranno a capire se una persona può acquistare e mantenere un immobile con un dato reddito.

Poiché ad esempio il mercato a Gstaad non ha nulla in comune con quello di Basilea Klybeck, non ci si può esimere dall'osservare più in dettaglio anche i mercati regionali, elemento spesso trascurato nella maggior parte delle valutazioni di mercato molto forfettarie. Per questo presentiamo le prime serie di prezzo regionali proprie e giungiamo alla conclusione che una valutazione della situazione a livello nazionale non è utile in quanto le differenze a livello locale spesso sono enormi.

Accessibilità in calo, ma non a un livello critico

prezzi immobiliari, come già affermato in precedenza, da soli ci dicono poco o nulla. Infatti il notevole aumento dei prezzi da solo di per sé non rappresenta un problema. Per la valutazione dell'andamento dei prezzi l'accessibilità è un criterio decisamente migliore. Questo confronta il rapporto tra i prezzi delle abitazioni primarie e il reddito. Se i prezzi aumentano più dei redditi, la proprietà diviene meno accessibile.

In Svizzera l'accessibilità all'attuale livello è leggermente diminuita, come indica la ripidezza della curva corrispondente; per l'acquisto di un oggetto negli ultimi anni è divenuta necessaria una quota sempre maggiore del reddito. Ma anche qui è necessario ricordare che questo andamento è tutt'altro che la conseguenza di un mercato surriscaldato dalle speculazioni.

Valori empirici relativi agli anni Novanta e a Irlanda, Spagna, Svezia o USA mostrano chiaramente che nel caso di una bolla speculativa dei prezzi immobiliari l'accessibilità si muove in sfere completamente diverse e con un'altra velocità di quanto registri la situazione in Svizzera. In Irlanda, ad esempio, il rapporto prezzo/reddito nel 2007, al momento del crash, si attestava a circa il 60% in più della media di lungo periodo. In Svizzera questo rapporto è ancora sempre leggermente sotto alla media pluriennale, nonostante l'aumento dei prezzi immobiliari (v. grafico 5).

Grafico 5: Accessibilità nel confronto internazionale

Media di lungo periodo (1985-2013) = 100



Fonte: OCSE, Raiffeisen Research

Come si misurano accessibilità e sostenibilità?

Accessibilità e sostenibilità si misurano con Housing Affordability Indices (HAI). L'indice di accessibilità (HAI 1) indica quanti redditi annui una famiglia media deve utilizzare per l'acquisto di un immobile medio, e riproduce questo rapporto prezzo/reddito per ogni anno.

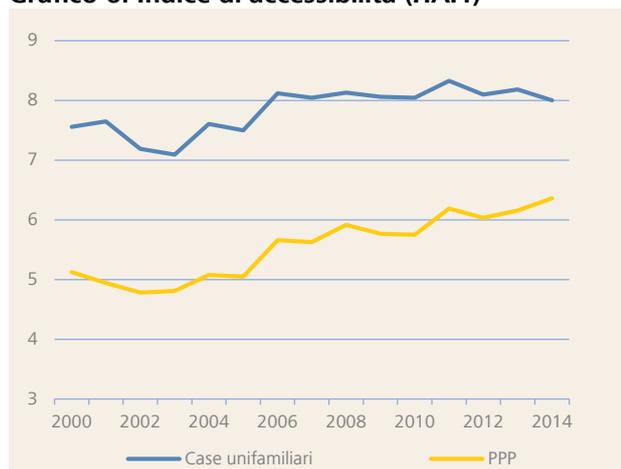
Secondo le nostre stime, nel 2014 il reddito familiare lordo medio si attestava a circa 125'000 CHF. Il prezzo della transazione di una casa unifamiliare media ammontava a CHF 1'000'000 e di un appartamento in una proprietà per piani a CHF 800'000. L'HAI 1 ipotizza quindi un valore di 8 per le case unifamiliari e di 6.4 per la proprietà per piani (v. grafico 6).

L'indice di sostenibilità (HAI 2) misura la quota di reddito che deve essere utilizzata per il finanziamento della proprietà di abitazione. Questa quota comprende tre componenti. Primo, gli interessi ipotecari da pagare. A tale proposito ipotizziamo un anticipo dell'80%. Secondo, l'ipoteca deve essere ammortizzata e precisamente entro 15 anni deve avvenire un ammortamento lineare dei 2/3 del valore d'anticipo. Ipotizziamo nel nostro calcolo che il valore di anticipo sia uguale al prezzo della transazione. E terzo, i costi di manutenzione pari all'1% del prezzo della transazione.

L'HAI 2 misura quindi in ogni anno la quota di reddito che, con gli attuali prezzi immobiliari, redditi familiari e interessi ipotecari, è in media necessaria per il finanziamento dell'abitazione primaria. Nel 2014 per una casa unifamiliare era pari al 27% e per un appartamento in una proprietà per piani al 21% (v. grafico 7). In generale un oggetto è sostenibile nella misura in cui l'onere finanziario rimane al di sotto del 33% del reddito. Se lo supera, si viola la cosiddetta regola d'oro dei finanziamenti.

Tuttavia, dal 2000 si registra una tendenza al ribasso, evidente dall'aumento dell'indice di accessibilità (HAI1) sia per case unifamiliari sia per PPP (v. grafico 6). Oggi l'indice HAI 1 per le case unifamiliari è appena superiore a 8 e quello per la PPP si attesta a circa 6.4. Ciò significa che per una casa unifamiliare media un'economia domestica media in Svizzera dovrebbe utilizzare circa 8 redditi annui, mentre per un appartamento in PPP 6.4.

Grafico 6: Indice di accessibilità (HAI1)



Fonte: UST, AFC, BNS, SRED, Raiffeisen Research

Redditi famigliari e prezzi degli immobili in Svizzera

Per i calcoli dell'HAI 1 vengono comparate economie domestiche medie con immobili medi. In tal modo, si riesce ad avere una panoramica di massima sull'attuale situazione del mercato, sebbene i valori medi rappresentino solo una parte della realtà. Le economie domestiche hanno redditi molto diversi e i prezzi degli immobili variano parecchio. Per questo motivo nel prosieguo osserveremo l'accessibilità per diverse classi di reddito e diversi oggetti.

A questo scopo suddividiamo i redditi famigliari e i prezzi degli immobili in dieci classi di identica dimensione. Le soglie tra queste classi sono i cosiddetti decili (v. tabella 2).

Tabella 2: Suddivisione redditi famigliari e prezzi degli immobili

Decile	Reddito	Prezzo dell'immobile
10%	48'000	360'000
20%	67'000	480'000
30%	83'000	565'000
40%	97'000	650'000
50%	112'000	740'000
60%	127'000	835'000
70%	146'000	940'000
80%	174'000	1'140'000
90%	219'000	1'440'000

Fonte: UST, SRED, Raiffeisen Research

A titolo di esempio, scegliamo il decile 30% con un reddito corrispondente di CHF 83'000 e un prezzo

dell'immobile di CHF 565'000. Per il 30% degli immobili negoziati nel 2014 sono stati dunque pagati meno di CHF 656'000 e per il 70% di tali immobili più di CHF 656'000. Per quanto riguarda i redditi delle economie domestiche, il 30% guadagnava meno di CHF 83'000 e il 70% più di CHF 83'000. La base dati per i prezzi immobiliari è rappresentata dalle case unifamiliari e dagli appartamenti in proprietà per piani negoziati nel 2014, inseriti nello Swiss Real Estate Datapool (SRED) e nel pool di dati delle Banche Raiffeisen. I dati per il reddito lordo delle famiglie derivano dal rilevamento dei budget delle economie domestiche dell'Ufficio federale di statistica (UST).

Ogni economia domestica può acquistare

Se si confrontano le ripartizioni di redditi delle economie domestiche e prezzi immobiliari, si osserva che l'accessibilità è molto diversificata. Essa è costantemente alta per le economie domestiche con un reddito relativamente elevato, cosa che si rispecchia nel basso valore dell'indice e nella prevalenza di aree verdi nella tabella 3. Al contrario, le economie domestiche con redditi bassi registrano un'accessibilità bassa, corrispondente a un alto valore dell'indice e alle aree rosse.

Tabella 3: Accessibilità in media, 2014

Prezzo	Reddito								
	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
10%	7.5	5.4	4.3	3.7	3.2	2.8	2.5	2.1	1.6
20%	10.0	7.2	5.8	4.9	4.3	3.8	3.3	2.8	2.2
30%	11.8	8.4	6.8	5.8	5.0	4.4	3.9	3.2	2.6
40%	13.5	9.7	7.8	6.7	5.8	5.1	4.5	3.7	3.0
50%	15.4	11.0	8.9	7.6	6.6	5.8	5.1	4.3	3.4
60%	17.4	12.5	10.1	8.6	7.5	6.6	5.7	4.8	3.8
70%	19.6	14.0	11.3	9.7	8.4	7.4	6.4	5.4	4.3
80%	23.8	17.0	13.7	11.8	10.2	9.0	7.8	6.6	5.2
90%	30.0	21.5	17.3	14.8	12.9	11.3	9.9	8.3	6.6

Fonte: UST, AFC, BNS, SRED, Raiffeisen Research

Un'economia domestica con un reddito di CHF 112'000 (media o decile 50%) dovrebbe, ad esempio, utilizzare circa 6.6 redditi annui per un immobile con un prezzo di CHF 740'000 (50%). Questo valore è, come previsto, vicino al valore HAI 1 per il 2014 che rappresenta l'accessibilità media. Dal grafico 5 risulta evidente che i prezzi immobiliari storicamente e nel confronto internazionale si sono staccati relativamente poco dai redditi. Attualmente l'accessibilità media è vicina alla media di lungo periodo.

Ora diamo uno sguardo agli estremi della ripartizione dei redditi. Un'economia domestica con un reddito di CHF 48'000 non acquisterà un appartamento con due locali per CHF 360'000, poiché probabilmente avrà bisogno di più spazio. A maggior ragione un immobile di questo genere molto difficilmente potrà soddisfare persone con reddito molto elevato. L'indice HAI 1 è agli estremi della ripartizione del reddito quindi ha un'attendibilità limitata. Ma per molte economie domestiche della classe media, il rapporto tra prezzo d'acquisto e reddito è fondamentale. Da sottolineare il

fatto che l'indice HAI 1 nelle diagonali della tabella 3 assume valori tra 6.4 e 7.5. Si tratta di ordini di grandezza piuttosto moderati che indicano che in linea di principio esistono immobili accessibili per le economie domestiche di ogni classe di reddito.

Buona sostenibilità grazie ai tassi bassi

Il fatto che la proprietà di abitazione sia accessibile per le economie domestiche di diverse classi di reddito non significa però che sia anche sostenibile. Promemoria: definiamo la sostenibilità come l'onere finanziario annuo derivante dall'acquisto di una proprietà di abitazione nel rapporto con il reddito e la esprimiamo tramite l'indice di sostenibilità. A tale proposito, teniamo conto dei prezzi immobiliari, dei redditi e degli interessi ipotecari attuali.

Grafico 7: Indice di sostenibilità (HAI 2)



Il grafico 7 illustra il fatto che l'HAI 2 dal 2007, nonostante la forte crescita dei prezzi, è tendenzialmente diminuito e attualmente si situa nell'area verde. Attualmente la sostenibilità in media è rispettata. Un'economia domestica con reddito medio può quindi acquistare un oggetto medio senza violare la regola d'oro dei finanziamenti.

Ogni economia domestica potrebbe finanziare la proprietà di abitazione

Se osserviamo l'HAI 2 2014 in media per diversi redditi e prezzi di immobili, ne risulta un quadro sorprendente (v. tabella 4). Le economie domestiche svizzere potrebbero in media finanziare una grande parte degli oggetti abitativi. Ciò è evidente nell'area giallo-verde che rappresenta circa i 3/4 della tabella.

In ragione degli attuali tassi bassi la proprietà di abitazione sarebbe sostenibile anche per le economie domestiche con redditi relativamente ridotti, anche se in misura nettamente inferiore. Un'economia domestica con reddito basso (10%) potrebbe, ad esempio, comunque sempre finanziare il 20% degli oggetti, una coppia con doppio reddito e una buona situazione finanziaria, tuttavia, potrebbe sostenere ogni oggetto offerto sul mercato.

Tabella 4: Sostenibilità in media, 2014

		Reddito								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Prezzo	10%	0.25	0.18	0.15	0.12	0.11	0.09	0.08	0.07	0.06
	20%	0.33	0.24	0.19	0.17	0.14	0.13	0.11	0.09	0.07
	30%	0.39	0.28	0.23	0.19	0.17	0.15	0.13	0.11	0.09
	40%	0.45	0.32	0.26	0.22	0.19	0.17	0.15	0.13	0.10
	50%	0.52	0.37	0.30	0.26	0.22	0.20	0.17	0.14	0.11
	60%	0.58	0.42	0.34	0.29	0.25	0.22	0.19	0.16	0.13
	70%	0.66	0.47	0.38	0.32	0.28	0.25	0.22	0.18	0.14
	80%	0.79	0.57	0.46	0.39	0.34	0.30	0.26	0.22	0.17
	90%	1.00	0.72	0.58	0.50	0.43	0.38	0.33	0.28	0.22

Fonte: UST, AFC, SRED, Raiffeisen Research

Severa verifica della sostenibilità

Ma, appunto, potrebbero in teoria. Infatti in sede di verifica della sostenibilità si calcola come tasso d'interesse indicativo il 5%, il che cambia la situazione. L'area rossa aumenta (v. tabella 5). Le economie domestiche svizzere possono quindi ancora permettersi circa il 40% degli oggetti e nemmeno le classi di reddito superiori sono in grado di sostenere finanziariamente tutti gli oggetti abitativi. La situazione cambia soprattutto per la classe media. Molte economie domestiche di questa classe, che di per sé potrebbero permettersi la proprietà di abitazione, in seguito alla verifica della sostenibilità non risultano più idonee. La severa verifica della sostenibilità rende quindi irraggiungibile la casa dei sogni, anche se la proprietà di abitazione all'attuale livello dei tassi di per sé per molti sarebbe sostenibile. Possono continuare ad accedere al mercato ipotecario solo le economie domestiche che dispongono delle necessarie riserve di reddito per poter assorbire un repentino aumento dei tassi al 5%.

Tabella 5: Sostenibilità con tasso d'interesse indicativo (5%) in media, 2014

		Reddito								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Prezzo	10%	0.43	0.31	0.25	0.21	0.18	0.16	0.14	0.12	0.09
	20%	0.57	0.41	0.33	0.28	0.25	0.22	0.19	0.16	0.13
	30%	0.68	0.48	0.39	0.33	0.29	0.26	0.22	0.19	0.15
	40%	0.78	0.56	0.45	0.39	0.33	0.29	0.26	0.21	0.17
	50%	0.89	0.63	0.51	0.44	0.38	0.33	0.29	0.24	0.19
	60%	1.00	0.72	0.58	0.49	0.43	0.38	0.33	0.28	0.22
	70%	1.13	0.81	0.65	0.56	0.48	0.43	0.37	0.31	0.25
	80%	1.36	0.98	0.79	0.68	0.58	0.52	0.45	0.38	0.30
	90%	1.72	1.24	1.00	0.85	0.74	0.65	0.57	0.48	0.38

Fonte: UST, AFC, SRED, Raiffeisen Research

Oltre all'utilizzo del tasso d'interesse indicativo, anche le disposizioni sugli ammortamenti e i requisiti minimi in termini di capitale proprio di base di qualità primaria riducono ulteriormente il potenziale della domanda. La forte domanda dovrebbe quindi tornare a raffreddarsi e avallare il nostro scenario principale di un atterraggio morbido. Dal lato dei finanziamenti, a parte un livello dei tassi ai minimi storici, non ci saranno ulteriori stimoli.

Forte andamento dei prezzi dal 2003

La finanziabilità della proprietà di abitazione nonostante i tassi bassi viene pregiudicata sempre di più dall'alto livello dei prezzi. Secondo le nostre stime, dal 2000 i prezzi delle transazioni sono saliti in tutti i segmenti di mercato. Dal 2000, i prezzi per le case unifamiliari sono aumentati del 48%, per la PPP del 66% (v. grafico 8).

Grafico 8: Andamento dei prezzi Svizzera

Prezzi delle transazioni. Linee tratteggiate: intervalli di confidenza 95%



Fonte: UST, AFC, SRED, Raiffeisen Research

Mentre tra il 2000 e il 2003 i prezzi hanno registrato ancora un andamento laterale, dal 2003 sono schizzati alle stelle in una fase di congiuntura positiva, con una breve frenata durante la crisi finanziaria nel 2007. In sostanza si tratta di uno sviluppo impressionante. Tramite gli indici HAI 1 e HAI 2 abbiamo però mostrato che i prezzi devono essere sempre osservati nel contesto di reddito, interessi ipotecari e regolamentazioni.

Inoltre, l'andamento dei prezzi nazionale aggregato include diverse componenti regionali. Vi sono regioni con una crescita dei prezzi più debole e altre con una crescita dei prezzi sostanzialmente superiore. Per classificare meglio questi sviluppi diamo un breve sguardo ai livelli dei prezzi regionali e al loro andamento.

Livello dei prezzi: grandi differenze regionali

Le cartine 1 e 2 forniscono una panoramica dei livelli dei prezzi in dieci grandi regioni. Vi sono rappresentati i prezzi medi delle transazioni per una tipica casa unifamiliare e per un tipico appartamento in proprietà per piani. Entrambi gli oggetti hanno cinque anni di età, sono di buona qualità, in buono stato e situati in una buona posizione.

Le grandi regioni qui descritte sono molto variegata e comprendono centri, agglomerati, aree rurali e hotspot turistici. Poiché ogni comune ha caratteristiche diverse, all'interno di una singola grande regione vi possono anche essere notevoli differenze di prezzi da comune a comune.

Come si misurano i prezzi immobiliari?

Nel presente studio vengono stimati i cosiddetti indici dei prezzi edonici. Questi si basano su un modello statistico che illustra nel modo migliore possibile il prezzo di un immobile sulla base delle sue caratteristiche specifiche (ad es. posizione, dimensioni, qualità e condizione). In tal modo è possibile stimare il prezzo di un immobile in un determinato luogo e in un determinato momento e confrontarlo con altri immobili. Per misurare l'andamento dei prezzi nel tempo, il modello edonico viene collegato a un indice dei prezzi.

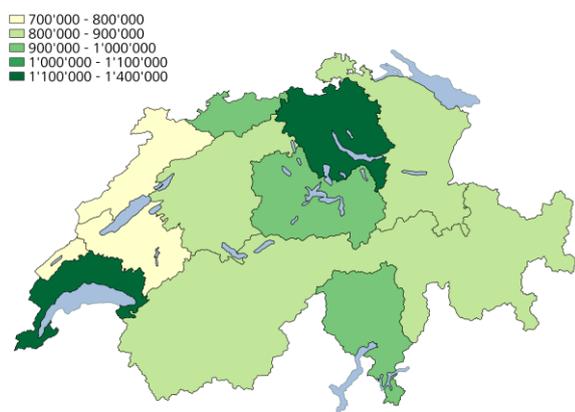
La base di dati per le nostre stime è costituita dai dati sulle transazioni immobiliari dello Swiss Real Estate Datapool (SRED) e delle Banche Raiffeisen. Poiché le Banche Raiffeisen sono fortemente radicate a livello regionale, abbiamo potuto accedere a una fonte di dati estremamente ricca.

Poiché gli indici dei prezzi immobiliari si basano su stime od osservazioni e non hanno alcuna pretesa di precisione assoluta, rappresentiamo intervalli di confidenza del 95%. Questi forniscono delle fasce di oscillazione entro le quali il valore dell'indice rientra con una probabilità del 95%. Più un intervallo è ridotto, più precisa sarà la stima. La precisione dipende essenzialmente dal numero di osservazioni e dalla varianza dei dati. Gli intervalli di confidenza sono molto ridotti a livello della Svizzera, perché sono disponibili molte osservazioni. Nelle regioni che registrano poche transazioni questi intervalli sono notevolmente più ampi.

Il confronto nelle cartine 1 e 2 mostra chiaramente che i prezzi immobiliari sul Lago di Ginevra sono i più alti, seguiti da Zurigo. Entrambe sono regioni urbane con accesso al lago. Dispongono di un centro economico importante e un mercato del lavoro estremamente interessante con un effetto di richiamo sovragionale. Al terzo posto si trova la regione Ticino che con Lugano comprende un importante centro economico e nello stesso tempo è molto amata dai turisti.

Cartina 1: prezzi case unifamiliari in CHF

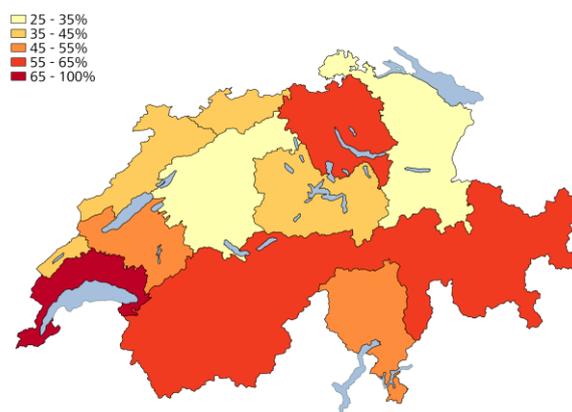
2014. Prezzi delle transazioni. Casa unifamiliare con 5 locali e 650 m² di terreno



Fonte: UST, AFC, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

Cartina 3: Andamento dei prezzi case unifamiliari

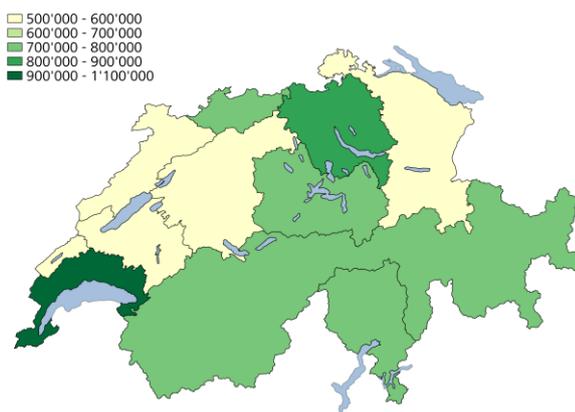
2000-2014. Prezzi delle transazioni



Fonte: UST, AFC, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

Cartina 2: prezzi PPP in CHF

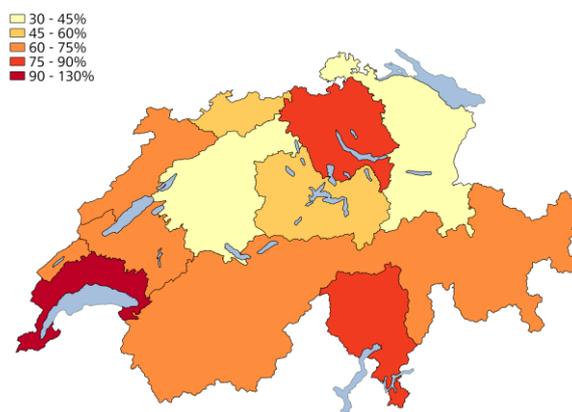
2014. Prezzi delle transazioni. Appartamento in PPP con 4 locali e 110 m² di superficie abitabile



Fonte: UST, AFC, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

Cartina 4: Andamento dei prezzi PPP

2000-2014. Prezzi delle transazioni



Fonte: UST, AFC, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

L'arco alpino, la Svizzera centrale e la Svizzera nordoccidentale costituiscono l'area centrale. Nella regione delle Alpi alcune destinazioni turistiche e posizioni esclusive fanno salire i prezzi degli immobili. In particolare hotspot come St. Moritz o Gstaad registrano prezzi immobiliari esorbitanti. Tuttavia, nella regione delle Alpi vi sono anche numerose zone isolate e difficili da raggiungere nelle quali praticamente non ci sono transazioni e i prezzi sono straordinariamente bassi. Nella Svizzera centrale e nordoccidentale sono soprattutto due i fattori determinanti per i prezzi immobiliari: la vicinanza al centro e l'onere fiscale. Il basso carico fiscale nei cantoni Svitto, Zugo, Nidvaldo e Obvaldo così come la vicinanza a Zurigo, e in misura minore a Basilea e Lucerna, sono ad esempio i driver locali dei prezzi immobiliari.

I prezzi immobiliari più bassi si trovano nella Svizzera orientale e occidentale, lungo l'arco del Giura e nel Mittelland bernese. Tutte sono regioni rurali senza grandi centri economici. Inoltre l'onere fiscale nel Giura, a Berna e nella Svizzera occidentale è molto elevato, cosa che frena ulteriormente i prezzi.

Andamento dei prezzi: Ginevra al primo posto

Nelle regioni con livelli dei prezzi attualmente relativamente elevati, pur con alcune eccezioni, i prezzi degli immobili hanno registrato uno sviluppo sproporzionato. Lo illustrano le cartine 3 e 4.

L'aumento nettamente più sensibile dei prezzi si è registrato sul Lago di Ginevra. I prezzi di case unifamiliari e appartamenti in proprietà per piani sono quasi raddoppiati dal 2000. Il driver principale è in particolare la città di Ginevra, dove severe regolamentazioni aggravano la già presente scarsità. Ma anche lungo le sponde del lago i prezzi sono letteralmente esplosi. Quindi sempre più spesso le famiglie si spostano nella più economica Svizzera occidentale, cosa che spinge anche qui i prezzi verso l'alto. Anche nella regione Zurigo, in Ticino e nelle Alpi i prezzi sono aumentati con relativo vigore, ma neanche lontanamente paragonabile a quanto registrato sul Lago di Ginevra.

Nella Svizzera nordoccidentale e centrale così come nel Giura si può parlare di andamento dei prezzi medio-alto. Mentre nella Svizzera nordoccidentale gli impulsi provengono prevalentemente da Basilea, nella Svizzera

centrale il trigger è la bassa imposizione fiscale. Nel Giura non ci sono né centri economici forti né tasse basse. Ciononostante, i prezzi in media sono cresciuti. Questo è un segnale del fatto che la crescita dei prezzi non si ferma più nemmeno ai confini delle località periferiche.

La crescita minore si è registrata nelle regioni di Berna e della Svizzera orientale. Entrambe le regioni sono caratterizzate da aree rurali. Anche nei loro centri Berna, San Gallo e Coira la crescita dei prezzi è stata più moderata che nelle città di Zurigo o Ginevra.

Nessun surriscaldamento diffuso

È certamente eccessivo parlare di un surriscaldamento dell'intero mercato immobiliare svizzero. I livelli e gli andamenti regionali sono troppo differenti per generalizzare (v. tabella 6).

Tabella 6: Andamenti e livelli dei prezzi relativi

Case unifamiliari e PPP

Livello dei prezzi (2014)	Andamento dei prezzi (2000-2014)		
	forte	forte	debole
elevato	Lago di Ginevra Zurigo Ticino		
medio	Alpi	Svizzera nordoccidentale Svizzera centrale	
basso	Svizzera occidentale	Giura	Berna Svizzera orientale

Fonte: Raiffeisen Research

Nelle regioni con una forte crescita dei prezzi non si può negare che determinati sviluppi non sono più giustificabili a livello di fondamentali. Ciò è particolarmente vero per Ginevra dove al livello attuale i prezzi si sono invertiti in diversi segmenti. Ginevra in linea di principio è considerato un indicatore anticipatore per il mercato svizzero. Resta da vedere se ciò corrisponde ancora a verità. Anche nella grande area di Zurigo e negli hotspot del turismo gli andamenti dei prezzi hanno in parte raggiunto una dimensione che necessita di una forte correzione. Ma fino a quando l'offerta del tutto eccessiva continua a trovare acquirenti, i prezzi non saranno oggetto di alcuna correzione. In alcuni casi si potrebbe quasi parlare di un effetto snob.

4 Perché prevediamo un atterraggio morbido

Come abbiamo mostrato finora, vi sono molti motivi che ci permettono di considerare razionale il boom della proprietà di abitazione degli scorsi venti anni. Osservato da questo punto di vista, tale boom non risulta quindi così preoccupante. E soprattutto non è caratterizzato da ciò che ha causato il crash dei primi anni Novanta: l'elemento speculativo abbinato all'avidità di tutti gli attori. Gli acquirenti di oggi sono single, famiglie o giovani coppie che vivono negli appartamenti acquistati e non investitori o addirittura speculatori dalle strette vedute che puntano a rapidi profitti. In questo capitolo vogliamo dedicarci all'atterraggio morbido, il nostro scenario principale dello sviluppo del mercato della proprietà di abitazione nei prossimi 3-5 anni.

Anche se i tassi estremamente bassi sono in grado di mantenere in un primo momento il ciclo degli immobili, sono tre i motivi a favore di un atterraggio morbido:

Primo, l'elevato livello dei prezzi diverrà sempre più percepibile per molte famiglie. In connessione con le misure di autoregolamentazione delle banche, i requisiti finanziari per l'acquisto della proprietà di abitazione per molte economie domestiche sono troppo elevati. Lo illustrano in modo indiscutibile i nostri calcoli sulla sostenibilità. Precisamente gli obblighi di ammortamento, sempre più severi, comportano che sempre meno economie domestiche possano soddisfare le direttive di sostenibilità delle banche. La regola secondo cui all'acquisto si deve disporre del 10% di capitale proprio di base di qualità primaria, ha condotto a un inasprimento anche in termini patrimoniali. Di conseguenza sempre meno famiglie sono in grado di rispettare questa regola sui fondi propri necessari ovvero di soddisfare i requisiti di sostenibilità.

Secondo, anche per ragioni demografiche si sta delineando una saturazione della domanda. La generazione dei baby boomer, che ha contribuito in modo determinante al boom della proprietà di abitazione perdurato per 20 anni, sta invecchiando. Le nuove generazioni di anziani con l'aiuto dell'immigrazione dovrebbero supportare la domanda, ma non prevediamo ulteriori impulsi in tal senso. In particolare la domanda di case unifamiliari ha toccato il punto massimo, mentre per la PPP si delinea un consolidamento. In tal modo l'influsso sociodemografico perde di importanza come catalizzatore della domanda.

Terzo, domanda e offerta nel segmento della proprietà di abitazione non sono alterati. Sullo sfondo di una domanda in calo, da diverso tempo si è messo in moto uno spostamento dell'offerta dal segmento della proprietà di abitazione verso il segmento degli appartamenti in locazione. Il numero di nuove unità abitative tuttavia è praticamente costante da anni. Il settore edilizio per motivi di capacità non è in grado di incrementare la produzione. L'assorbimento delle nuove

unità abitative non è quindi problematico. Quindi non vi è sostanzialmente alcun rischio di superfici sfitte e non si prevede un eccesso di offerta.

La saturazione incontra la regolamentazione

Un facile calcolo chiarisce l'assottigliamento del potenziale della domanda che si sta delineando. Nel 2002 un'economia domestica media poteva permettersi ancora molto di più di un appartamento in PPP medio. Era in condizione di investire CHF 200'000 «in più» in un oggetto grande o di lusso, senza violare le direttive sulla sostenibilità. Nel caso di un oggetto medio l'addebito degli interessi indicativo quale quota del reddito lordo si attestava al 27%. Ora prezzi più alti richiedono un reddito più elevato. Inoltre, per i finanziamenti ipotecari, nuovi requisiti minimi rendono più difficile il calcolo della sostenibilità.

Grafico 9: Livello dei prezzi e regolamentazione riducono il potenziale dei proprietari

La differenza tra prezzo e sostenibilità massima per un appartamento in PPP medio dal punto di vista di un'economia domestica media. Entrambi gli assi in CHF 1'000



Fonte: UST, BNS, SRED, Raiffeisen Research

Questa combinazione implica che dal 2012 un appartamento in PPP medio non è più sostenibile per un'economia domestica media. Nel 2014 il prezzo di CHF 80'000 era già troppo alto per soddisfare le corrispondenti direttive di sostenibilità (v. grafico 9). Con un addebito di circa il 37% del reddito lordo, l'economia domestica media è costretta a prendere in considerazione un oggetto più economico. Di conseguenza quelli che un tempo erano potenziali proprietari rimangono sempre più frequentemente nel mercato degli appartamenti in locazione.

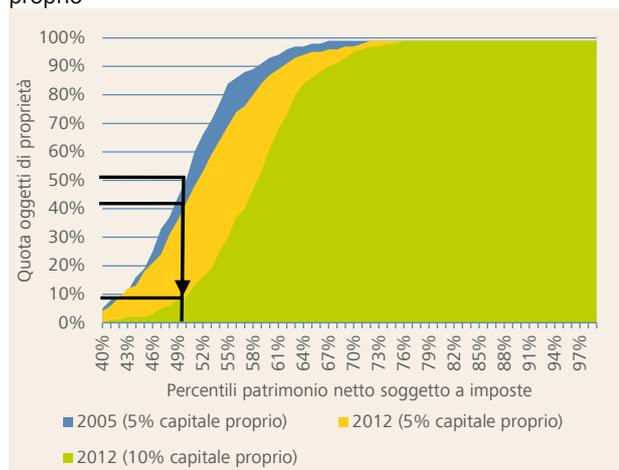
Un effetto altrettanto frenante sulla domanda deriva dal fatto che sempre meno economie domestiche possono mettere a disposizione il capitale proprio necessario per l'acquisto della proprietà di abitazione. Osservando i dati patrimoniali del cantone Lucerna risulta chiaro l'effetto massiccio dell'aumento dei prezzi e dell'inasprimento dei requisiti in termini di capitale proprio sul potenziale dei proprietari. Ipotizzando il necessario 10% di fondi propri, nel 2005 la metà dei contribuenti (percentile 50%) dispone di sufficiente capitale proprio per potersi permettere il 50% degli

oggetti in proprietà. Nel 2012 era solo il 42%. Questa riduzione della quota di oggetti accessibili è da ricondursi esclusivamente all'aumento del livello dei prezzi (v. grafico 10).

Dalla metà del 2012 nell'ambito delle misure di autoregolamentazione delle banche è necessario fornire almeno il 10% del valore d'anticipo come capitale proprio di base di qualità primaria. Dal 2014 i doppi redditi, inoltre, sono computabili per il calcolo della sostenibilità solo se esiste la solidarietà passiva. Nella prassi, finora, l'intero fabbisogno di fondi propri necessario del 20% del prezzo d'acquisto poteva essere coperto con il prelievo di fondi previdenziali, opzione che è stata frequentemente utilizzata. Nel nostro esempio, con un inasprimento delle prescrizioni in termini di fondi propri al 10%, la quota degli oggetti di proprietà accessibili si riduce al 9% (v. grafico 10). In altre parole: per la metà dei contribuenti il 91% degli oggetti non è (più) finanziabile.

Grafico 10: Livello dei prezzi e requisiti in termini di fondi propri riducono il potenziale dei proprietari

Quota di oggetti in proprietà che possono essere presi in considerazione dai contribuenti in riferimento al capitale proprio



Fonte: SRED, statistiche cantone Lucerna, Raiffeisen Research

Allo stesso modo, nell'ambito dell'autoregolamentazione delle banche, dal settembre 2014 si applica il principio del valore minimo. Di conseguenza per il valore d'anticipo ora si considera il valore più basso tra la stima di un immobile da parte della banca e il prezzo d'acquisto effettivamente pagato. Un'eventuale differenza deve essere coperta con fondi propri. Proprio gli immobili pagati eccessivamente o gli oggetti speculativi diventano in questo modo meno interessanti e si contrastano incrementi irrazionali dei prezzi.

Inoltre, nel 2013 è stato attivato il cuscinetto di capitale anticiclico dell'1%. Le banche devono quindi coprire l'1% delle posizioni ponderate per il rischio con capitale proprio. Concretamente per le banche significa quanto segue: le posizioni di bilancio vengono moltiplicate per una ponderazione del rischio. Per le ipoteche questa ammonta normalmente al 35%. Se una banca concede un'ipoteca di 1 milione di CHF, la stessa deve coprire l'1% di 35%, cioè CHF 3'500, con

fondi propri. Le ipoteche con un grado di anticipo superiore all'80% vengono moltiplicate per una ponderazione del rischio del 100%. In questo caso, la banca deve quindi coprire con fondi propri CHF 10'500.

Nel 2014 è entrato in vigore un aumento al 2%. Quindi le banche ora devono mettere a disposizione CHF 7'000 ovvero CHF 21'000 di fondi propri. Nel complesso quindi i costi della concessione di credito per le banche sono aumentati. Questi costi in considerazione dell'ulteriore calo generale dei tassi potevano, tuttavia, in larga misura essere trasferiti ai clienti.

Tabella 7: Regolamentazioni mercato immobiliare, 2012-2014

Introduzione	Misura	Valutazione
Luglio 2012	Nuovi requisiti minimi per i finanziamenti ipotecari: <ul style="list-style-type: none"> • Obbligo di ammortamento entro 20 anni sui 2/3 del valore d'anticipo • Introduzione fondi propri di base di qualità primaria (10%) 	++ +++
Settembre 2013	Attivazione cuscinetto di capitale anticiclico (1%)	+
Giugno 2014	Aumento del cuscinetto di capitale anticiclico al 2%	+
Settembre 2014	Inasprimento nuovi requisiti minimi per i finanziamenti ipotecari: <ul style="list-style-type: none"> • Obbligo di ammortamento lineare entro 15 anni sui 2/3 del valore d'anticipo • Introduzione principio del valore minimo • Doppi redditi computabili solo se esiste la solidarietà passiva 	+++ + +

+ Influenza bassa
 ++ Influenza media
 +++ Influenza elevata

Fonte: Raiffeisen Research

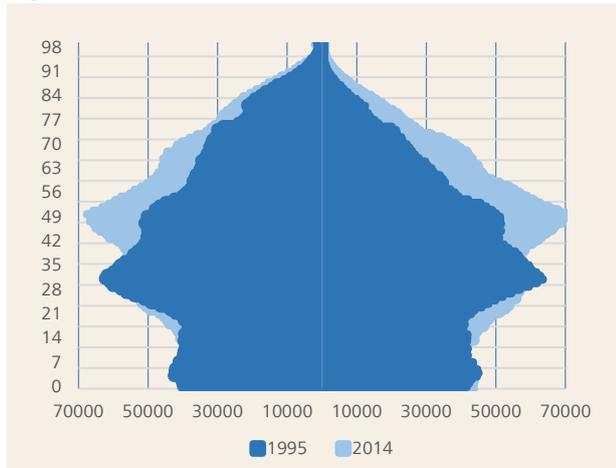
Gli sviluppi demografici rafforzano la saturazione della domanda

Le misure normative hanno effetti diretti, sul lungo termine sono soprattutto gli sviluppi demografici a contribuire alla saturazione della domanda. Agli inizi del boom della proprietà di abitazione a metà degli anni Novanta i baby boomer avevano raggiunto l'età in cui è possibile pensare a una proprietà di abitazione. Il potenziale sul fronte della domanda era immenso. Un potenziale che si è sgonfiato progressivamente. La megatendenza dell'invecchiamento demografico nei prossimi anni si ripercuoterà sempre più pesantemente a livello dell'economia globale e i suoi effetti raggiungeranno anche il mercato immobiliare.

Uno sguardo alla piramide delle età illustra chiaramente questo cambiamento che si sta già delineando da tempo. La popolazione anziana aumenta in modo sovrapproporzionale. Nel 2024 il gruppo degli ultracinquantenni rappresenterà il più ampio gruppo di età. E non ne deriverà certamente alcun dinamismo sul mercato della proprietà di abitazione, al contrario (v. grafici 11 e 12).

Grafico 11: Piramide delle età Svizzera

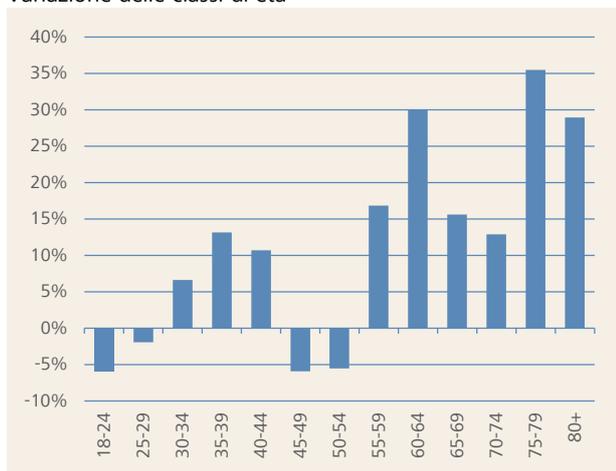
Età in anni (asse y); numero di persone (asse x). Sinistra donne, destra uomini



Fonte: UST, Raiffeisen Research

Grafico 12: Tendenze dell'andamento demografico, 2015-2024

Variazione delle classi di età



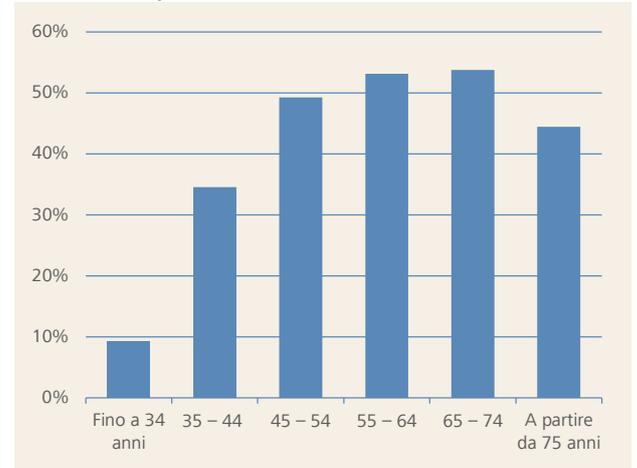
Fonte: UST, Raiffeisen Research

Tipicamente l'acquisto della proprietà di abitazione avviene tra i 35 e i 55 anni. È strettamente legato al cambiamento delle esigenze abitative nella rispettiva fase della vita e alla situazione sul fronte reddituale e patrimoniale. Entrambi questi parametri cambiano profondamente nel corso del ciclo della vita. Tra gli ultracinquantacinquenni la quota di proprietari continua a crescere solo molto lievemente e questo incremento è prevalentemente riconducibile all'acquisto di PPP. Tra gli ultrasessantacinquenni la quota di proprietari scende gradualmente (v. grafico 13).

A fronte di ciò, la domanda di case unifamiliari ha ormai superato il suo punto massimo. Anche il persistente trend della «riurbanizzazione» fa sì che i giovani nella fase della creazione della famiglia preferiscano sempre più gli appartamenti in affitto o la PPP alle case unifamiliari. A fronte di questo calo della domanda, in ragione dei cambiamenti nella struttura per classi di età, secondo le stime entro il 2024 ci saranno circa 80'000 case unifamiliari con una struttura spesso piuttosto vecchia e non più conforme ai tempi così come una posizione non interessante. A favore della PPP,

oltre all'aggregazione delle costruzioni, c'è anche lo sviluppo demografico. Infatti, anche qui si delinea il consolidamento demografico.

Grafico 13: Quota di proprietari di abitazione per classi di età, 2009-2011



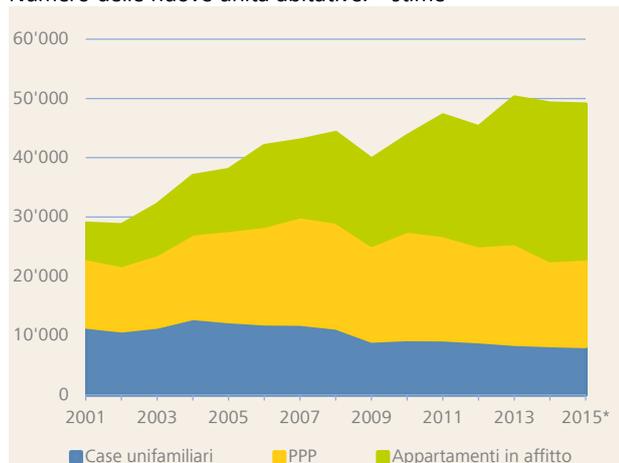
Fonte: UST, Raiffeisen Research

La flessibilità del mercato contribuisce alla stabilizzazione

Inoltre, il mercato mostra la capacità di adeguarsi al cambiamento della domanda. Ciò è decisivo poiché diversamente i cambiamenti nel comportamento della domanda potrebbero causare movimenti eccessivi nei prezzi degli immobili. In conseguenza del calo dell'eccedenza di domanda, si sta delineando da alcuni anni uno spostamento dal segmento della proprietà di abitazione al segmento della locazione. La produzione annua di case unifamiliari continua a diminuire dal 2004. Anche la produzione di PPP scende da lungo tempo, e solo nel 2012, in ragione dell'accoglimento dell'iniziativa sulle abitazioni secondarie, ha registrato un breve boom di crescita. Per l'anno in corso prevediamo la costruzione di circa 14'000 unità di PPP e di circa 7'500 case unifamiliari, cifre che rappresentano un nuovo minimo per il segmento della proprietà di abitazione dall'inizio del millennio. Mentre nel 2001 circa il 23% delle unità abitative di nuova costruzione erano appartamenti in locazione, nel 2013 la percentuale era salita a circa il 54% (v. grafico 14). I dati sulle richieste e sui permessi di costruzione indicano in generale un proseguimento di questa tendenza. Questo cambiamento contribuisce all'allineamento di offerta e domanda nel segmento della proprietà di abitazione. Quindi non prevediamo un incombente eccesso di offerta, tanto più che la popolazione continua a crescere.

Grafico 14: Spostamento della produzione verso il segmento degli appartamenti in locazione

Numero delle nuove unità abitative. * stime

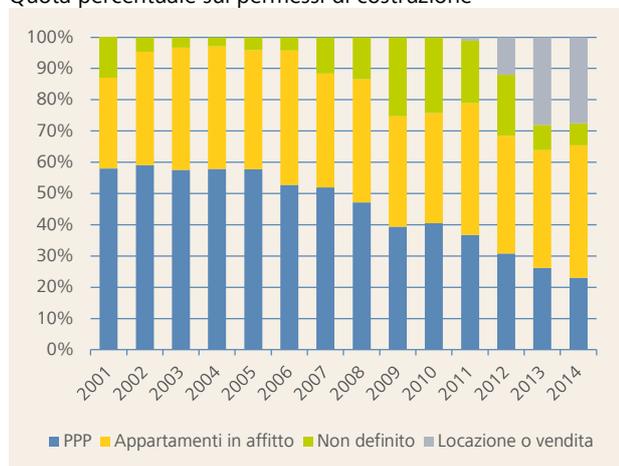


Fonte: UST, documentazione Media (Analisi Meta-Sys AG), Raiffeisen Research

La saturazione del mercato nella proprietà di abitazione genera una maggiore flessibilità da parte degli investitori immobiliari, che affrontano possibili difficoltà nella vendita di progetti di PPP con strategie di diversificazione. Per poter sopportare meglio i cambiamenti nel modello della domanda, si definiscono infatti sempre più tardi se e quanti oggetti di locazione o PPP allestire nei progetti.

Grafico 15: Maggiore flessibilità degli investitori nei progetti di case unifamiliari

Quota percentuale sui permessi di costruzione



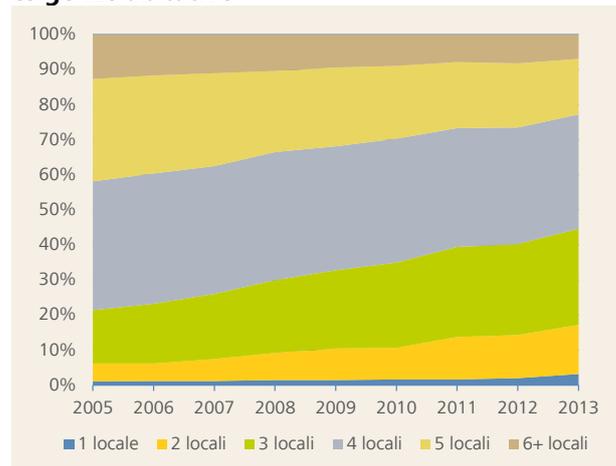
Fonte: Documentazione Media (Analisi Meta-Sys AG), Raiffeisen Research

Nel 2014 la quota di appartamenti previsti nell'ambito di progetti di case unifamiliari con scopo di utilizzo sconosciuto era del 34%. Questa quota negli anni è aumentata progressivamente (v. grafico 15). In caso di difficoltà di vendita c'è quindi la possibilità di offrire gli appartamenti in PPP anche in locazione, cosa che in ultima analisi riduce ulteriormente il rischio di spazi vuoti nel segmento della proprietà di abitazione.

Nel segmento degli appartamenti in locazione, inoltre, si osserva un graduale adeguamento alla domanda. La pluralizzazione e l'individualizzazione degli stili di vita, in corso non solo in Svizzera, in combinazione con l'invecchiamento demografico, conduce a un aumento

della domanda di appartamenti di piccole dimensioni. Sono particolarmente richiesti appartamenti con 2-3 locali. Mentre nel 2005 la quota di appartamenti con 1-3 locali si attestava ancora a circa il 21% della produzione complessiva, nel 2013 la percentuale aveva già raggiunto il 45%. A diminuire maggiormente sono invece stati gli appartamenti con 5-6 o più locali (v. grafico 17).

Grafico 16: Adeguamento della produzione alle esigenze abitative

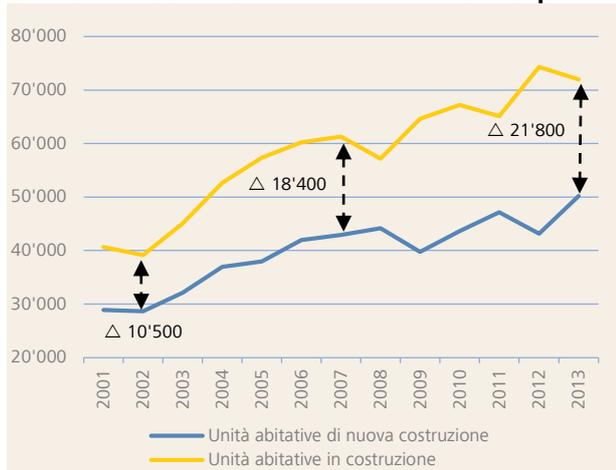


Fonte: UST, Raiffeisen Research

Accanto a questo adeguamento dell'offerta, anche la crescita dell'offerta in termini numerici supporta il nostro scenario di un atterraggio morbido. Anche se si parla molto di un boom edilizio vero e proprio, il livello attuale dell'attività di costruzione in considerazione della forte crescita della popolazione e della bassa quota di superfici vuote risulta moderato. Il numero delle unità abitative di nuova costruzione dal 2006 si attesta tra le 40'000 e le 47'000 unità. Un netto incremento non è possibile poiché il settore edilizio da anni produce al limite delle sue capacità. Nonostante i registri degli ordini siano pieni, il settore non è in condizione o non vuole ampliare massicciamente la produzione. Ciò si riflette nella differenza da anni in continuo aumento tra le unità abitative nuove e quelle in costruzione (v. grafico 17).

Questo accumulo fa sì che la produzione di abitazioni rimarrà elevata ancora fino al 2016. Per l'anno 2015 prevediamo una produzione di un totale di circa 49'000 nuove unità abitative (v. grafici 14 e 17). In ragione dei tassi negativi che causano una forte pressione sugli investimenti, continueranno a essere fortemente richiesti come categoria di investimento in particolare gli appartamenti in affitto. In tal modo si dovrebbero avviare ulteriori progetti. In ragione dei limiti di capacità, tuttavia, anche in futuro non prevediamo un deciso aumento del numero di nuove unità abitative che giungono annualmente sul mercato.

Grafico 17: Settore edilizio ai limiti delle capacità



Fonte: UST, Raiffeisen Research

Un ampliamento annuo dell'offerta di questa portata può essere assorbito dal mercato anche su diversi anni. Sulla base della prevista crescita demografica, in termini assoluti, in connessione con la riduzione delle dimensioni medie delle famiglie si può stimare una capacità di assorbimento di 43'000-48'000 unità abitative all'anno. Ciò mostra che in cifre assolute non si può assolutamente parlare di divergenza tra offerta e domanda.

A livello nazionale, quindi, la produzione di nuove costruzioni attuale e futura non condurrà a un eccesso di offerta, cosa che supporta il nostro scenario di un atterraggio morbido. Non si possono comunque escludere locali disequilibri del mercato sul medio termine. Attualmente l'attività costruttiva è elevata anche in alcune ubicazioni con un potenziale ridotto in termini di domanda. Qui ci si devono aspettare maggiori difficoltà di assorbimento, cosa che porterà con sé lievi correzioni dei prezzi locali. In ragione della portata limitata di tali correzioni e del ridotto peso di queste regioni, gli sviluppi locali, tuttavia, non metteranno in difficoltà il mercato immobiliare svizzero.

5 Ancora una riflessione

La dimensione storica del boom della proprietà di abitazione è indiscussa. E spiega molte cose. La convergenza dei tassi a livello globale, l'ampio programma per la promozione della proprietà di abitazione in Svizzera, la crisi finanziaria e il conseguente ulteriore abbassamento dei tassi hanno spianato la strada. Ma gradualmente si stanno delineando casi di saturazione, puramente dovuti all'andamento sociodemografico, e le nuove regolamentazioni procurano un ulteriore freno al mercato. Ma questo processo risulterà percepibile solo lentamente. Ora sono ancora i tassi la calamita principale sul mercato. Fintantoché non c'è ancora alcun ampio consenso su un raffreddamento del mercato, i profeti del crollo tengono occupati i titoli dei giornali.

La cosa più importante a questo punto viene ancora una volta sottolineata chiaramente. Nel presente studio parliamo esclusivamente di mercato della proprietà di abitazione a uso proprio, precisamente di case unifamiliari e appartamenti in proprietà, che vengono occupati dagli stessi beneficiari di ipoteche, e non del mercato bollente degli immobili di reddito. Se, inoltre, dalla cauta stima si deduce che la sostenibilità non rappresenta un problema per le famiglie svizzere fino a un livello dei tassi del 4%, diminuisce forse un po' la paura del crash. Chi parla di un crollo, può quindi individuare solo due possibili cause. Primo, un aumento eccessivo dei tassi e soprattutto estremamente rapido di due-tre punti percentuali o, secondo, proprietari di abitazioni primarie che vivono al di sopra delle loro capacità e quindi forse sono ancora finanziati con fondi terzi in modo superiore alla media.

Favole di uno shock dei tassi isolato

I notori uccelli del malaugurio si impegnano sempre a vedere nell'andamento dei prezzi o in un possibile shock dei tassi la causa del potenziale crollo. Sulle carenze dell'osservazione isolata dei prezzi ci siamo espressi ampiamente. In caso di un netto aumento dei tassi si temono correzioni dei prezzi e si giudica in modo pericolosamente elevato il rischio di molte perdite su crediti. Questo punto di vista, tuttavia, è poco comprensibile se osserviamo la situazione più da vicino. Perché si giunga al predetto crash immobiliare, i tassi dovrebbero crescere nettamente in brevissimo tempo, cosa che è impossibile a fronte dei numerosi problemi globali strutturali e congiunturali irrisolti. Il mondo, infatti non si tratta solo della Svizzera, che non può modificare i propri tassi in modo isolato dal contesto globale, non potrebbe mai e poi mai sostenere un tale shock dei tassi. Prima che in Svizzera si giunga a molte realizzazioni forzate di proprietà di abitazione a uso proprio, bisognerebbe probabilmente convertire più di un bilancio statale. Detto questo, la soglia di sostenibilità posta al 5% rappresenta una garanzia eccellente con un margine molto, molto ampio.

Se i tassi di mercato in Svizzera, tuttavia, dovessero in un lontano futuro attestarsi al quattro o al cinque per cento, allora anche questo non sarebbe un fenomeno limitato alla sola Svizzera. Almeno in Europa, ma probabilmente persino a livello globale, regnerebbero una congiuntura alta e la piena occupazione sul mercato del lavoro e l'inflazione sarebbe fuori controllo. Uno scenario altrettanto impensabile come lo shock dei tassi.

Sfiducia

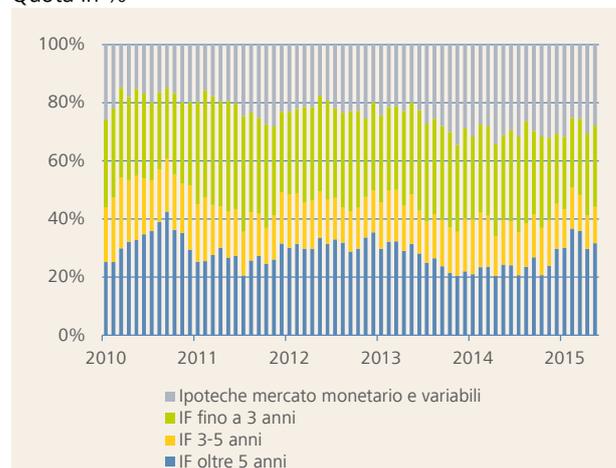
Anche la BNS e l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) mettono costantemente in guardia dai rischi sul mercato ipotecario svizzero. Ciò implica indirettamente una certa dose di sfiducia, nei confronti degli attori coinvolti (le banche e i beneficiari dei crediti) o nei confronti del mercato in generale.

Se la sfiducia è indirizzata alle banche, si dovrebbe dedurre che le verifiche dei crediti sono state effettuate con scarsa attenzione, i limiti di anticipo massimi non sono stati rispettati e sono state applicate valutazioni troppo elevate in sede di anticipo degli oggetti, e questo ovunque e in modo sistematico. Una verifica del credito generalmente carente si può escludere senza dubbio. In particolare la quota delle ipoteche di nuova concessione per le quali il grado di anticipo supera l'80% cresce costantemente da diverso tempo.

Se la sfiducia è indirizzata ai beneficiari del credito, si metterebbe in dubbio la loro capacità di avere comportamenti responsabili ed effettuare una valutazione realistica delle proprie possibilità finanziarie o gli si affibbierebbero motivazioni speculative. Ma ogni economia domestica sa che la sostenibilità viene misurata con il tasso d'interesse indicativo del 5%. E nella misura in cui l'ipoteca, quand'anche forse con grande impegno, può essere concessa, le perdite di valore dell'immobile per il proprietario non hanno un ruolo fondamentale.

Grafico 18: Nuove stipulazioni per tipo di ipoteca e durata

Quota in %



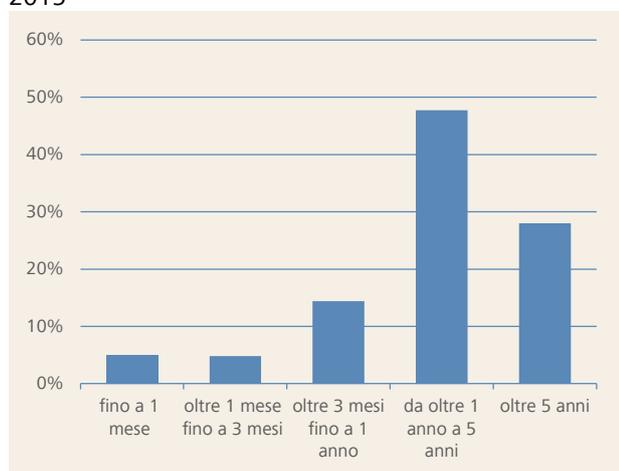
Fonte: BNS, Raiffeisen Research

Scetticismo infondato

I tassi alti non si riflettono inoltre mai in modo capillare e immediatamente sui budget di tutti i debitori, poiché molti sono rifinanziati tramite ipoteche fisse. Uno sguardo alla ripartizione delle nuove stipulazioni per tipo di ipoteca lo chiarisce. Nonostante un lieve aumento delle ipoteche del mercato monetario negli ultimi anni, le ipoteche fisse dominano sempre il mix ipotecario. In particolare la percentuale di ipoteche fisse con una durata, alla stipulazione, superiore ai 5 anni dal 2010 in media si attesta intorno al 30% (v. grafico 18). E cosa ancora più importante: oltre il 70% delle nuove ipoteche viene stipulato con una durata fissa.

Grafico 19: Durate residue dei crediti ipotecari in essere

Quota del volume in % Aggiornamento a fine giugno 2015



Fonte: BNS, Raiffeisen Research

Anche nel portafoglio ipotecario diverse durate residue dei crediti ipotecari in essere contribuiscono alla ripartizione su diversi orizzonti degli effetti negativi di un aumento dei tassi in sede di rifinanziamento. Quindi circa il 14% del volume ipotecario (aggiornamento a fine giugno 2015) verrà rifinanziato entro i prossimi 3-12 mesi. Su un orizzonte di 1-5 anni siamo a una percentuale di circa il 47% (v. grafico 19). Questa diversificazione del portafoglio ipotecario su diverse durate è senza dubbio un margine di sicurezza, non contro uno shock dei tassi, ma contro un ritmo di aumento dei tassi «normale» in un contesto economico complessivo florido. Un contesto in cui, si noti bene, anche i redditi privati crescono.

EDITORE

Raiffeisen Svizzera, Economic Research
Economista capo Martin Neff
Brandschenkestrasse 110d, CH-8002 Zürich
Tel.: 044 226 74 58
E-Mail: economic-research@raiffeisen.ch

AUTORI

Michael Kunz
Economista
Tel.: 044 226 74 15
E-Mail: michael.kunz@raiffeisen.ch

Christoph Vonwiller
Economista
Tel.: 044 226 74 17
E-Mail: christoph.vonwiller@raiffeisen.ch

Dr. Lukas Seger
Economista
Tel.: 044 226 74 16
E-Mail: lukas.seger@raiffeisen.ch

Importanti note legali**Esclusione di offerta**

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

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

Esclusione di responsabilità

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

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

Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

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