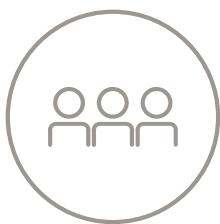


**Editore: Raiffeisen Svizzera società cooperativa**

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff
Economista capo
The Circle 66
8058 Zurigo-Aeroporto

**Autori**

Michel Fleury
Francis Schwartz
Alexander Koch

economic-research@raiffeisen.ch

**Altre pubblicazioni Raiffeisen**

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

[Link diretto al sito web](#)



Editoriale

Inesorabilmente verso la penuria di abitazioni
Panoramica del mercato

4
6



Contesto di mercato

Condizioni quadro economiche
Mercato ipotecario
Investimenti immobiliari

7
8
9



Segmenti di mercato

Proprietà
Locazione
Alberghi e ristoranti

10
13
17



Focus

Investimenti immobiliari diretti

20



Allegato

Tipi di comuni e regioni
Abbreviazioni utilizzate

25
26

Care lettrici, cari lettori,

attualmente a dominare la nostra vita è l'incertezza. Le crisi storiche si susseguono una dopo l'altra: la pandemia di coronavirus, la guerra in Ucraina, la crisi energetica – eventi del secolo inediti accompagnati da tutta una serie di conseguenze imprevedibili e di ampia portata. Ma proprio quando è un continuo mettere in guardia, con toni drammatici, da imminenti catastrofi, tutto segue il suo corso abituale. Finora il mercato immobiliare non sembra essersi lasciato impressionare più di tanto dall'inflazione, dall'inversione dei tassi, dai prezzi dell'energia o dal rincaro delle costruzioni. Malgrado primi segni di reazioni del mercato, non si può parlare di un'imminente crisi immobiliare. L'evoluzione in corso sul mercato immobiliare svizzero non è però del tutto priva di rischi. Nell'offerta di spazio abitativo, che è probabilmente il principale compito sociale del mercato immobiliare, si delineano infatti tendenze problematiche.

A tutta velocità verso l'emergenza alloggi

Nel frattempo l'edilizia residenziale è scesa a un livello preoccupante. Al tempo stesso, la popolazione svizzera cresce in modo dinamico e richiede sempre più spazio abitativo pro capite. Gli affitti sono in caduta libera, l'offerta si assottiglia sempre più e di conseguenza, oltre ai prezzi delle abitazioni di proprietà, ora aumentano anche gli affitti. Già prima delle crisi attuali, al settore immobiliare mancavano gli incentivi ad ampliare la produzione di abitazioni in misura percepibile. In un contesto caratterizzato da prezzi dei terreni edificabili alle stelle, regolamenti edilizi e sulle zone rigidi nonché una popolazione particolarmente incline a fare opposizione, in molti casi semplicemente non conviene più costruire appartamenti in locazione. La decantata densificazione si è quindi arrestata. L'attuale rialzo del livello dei tassi e il rincaro delle costruzioni erodono ulteriormente gli incentivi alla futura produzione di abitazioni. Al tempo stesso, l'acuta penuria di manodopera qualificata e la guerra in Ucraina favoriscono vigorosamente l'immigrazione. Stiamo puntando a tutta velocità verso l'emergenza alloggi. A breve questa tematica dominerà l'agenda politica. E a quel punto non mancheranno le proposte creative che, combattendo unicamente i sintomi, distorceranno ulteriormente il mercato. La situazione attuale mostra chiaramente alla Svizzera i limiti della crescita. Il nostro modello economico basato sull'immigrazione comporta anche dei costi. La dispersione degli insediamenti e una densificazione che procede a stento sono il prezzo da pagare per il nostro sistema di successo. Per crescere in modo dinamico bisogna anche creare le condizioni per uno sviluppo funzionale degli insediamenti. Verso l'interno e verso l'esterno. È ora di avviare un dibattito pubblico di fondo sulla futura offerta di spazio abitativo al fine di correggere la rotta. Difficilmente riusciremo però a schivare completamente l'acuta emergenza alloggi che si delinea all'orizzonte con tutti i suoi effetti collaterali.

La penuria fa lievitare ulteriormente i prezzi delle abitazioni di proprietà

Gli aspiranti acquirenti di abitazioni primarie sanno cosa significa penuria. Sul mercato delle abitazioni di proprietà, la penuria è infatti una realtà da anni. In combinazione con una domanda molto intensa, fa progressivamente lievitare i prezzi. Nel giro di un anno, i prezzi delle case unifamiliari sono aumentati del 5,6% e quelli delle proprietà per piani del 7,6%. Per ora non si percepisce ancora molto l'effetto del rialzo dei tassi ipotecari e della conseguente perdita di attrattiva dell'abitazione di proprietà. Sia sul fronte della domanda sia su quello dell'offerta s'intravedono però primi segni di una possibile distensione. La costante flessione dell'offerta degli ultimi anni potrebbe avere finalmente toccato il fondo.

Anche i venditori sembrano pian piano un po' più disposti a scendere a compromessi nelle loro aspettative di prezzo, dal momento che gli acquirenti sono diventati più selettivi e non pagano più qualsiasi prezzo. Si tratta in sostanza di piacevoli segni di normalizzazione su un mercato ormai decisamente surriscaldato. In Svizzera, la domanda di proprietà resta però molto alta e l'offerta rimarrà ridotta all'osso anche in futuro. I segni di distensione menzionati potrebbero anche rivelarsi solo una goccia nel mare. L'andamento dei prezzi sul mercato delle abitazioni di proprietà continuerà probabilmente a tendere verso l'alto, seppur con una dinamica leggermente indebolita.

Tempi duri per i locatari

Sul mercato degli appartamenti in locazione, la penuria, anche al di fuori delle posizioni più gettonate, è invece un fenomeno recente. Fino a due anni fa, il boom della costruzione di abitazioni in locazione dell'ultimo decennio aveva fatto lievitare continuamente gli sfiti. Ci è voluto un po' di tempo prima che la forte frenata della produzione di abitazioni negli anni precedenti il 2020 si riflettesse anche sul fronte dell'offerta. In cambio adesso la si percepisce in modo ancora più netto. La quota di abitazioni sfitte è scesa, su base annua, dall'1,54% all'1,31%. Per gli appartamenti in locazione addirittura dal 2,44% al 2,08%. Una flessione forse da record. Su molti mercati regionali delle abitazioni in locazione vige già una penuria di abitazioni, su alcuni addirittura una vera e propria emergenza alloggi. Purtroppo non s'intravedono segni di un aumento dell'offerta a breve. Entro il 2024, a livello nazionale la quota di abitazioni sfitte dovrebbe scendere sotto la soglia dell'1%. Si prospettano quindi tempi duri per i locatari. Vista la forte domanda di abitazioni, gli affitti offerti segneranno infatti un balzo verso l'alto. Chi trasloca si vedrà presto confrontato con affitti iniziali nettamente più alti. Gli affitti registreranno però uno scatto percettibile anche per i contratti di locazione in essere. Il primo aumento del tasso ipotecario di riferimento, che sarà portato all'1.5%, è atteso nel primo trimestre del 2023. A quel punto i locatori potranno aumentare del 3% circa gli affitti basati sul tasso attuale. A ciò si aggiungeranno la compensazione del rincaro prevista dalla legge e gli aumenti delle spese generali. Alcuni locatari rischiano di pagare fino al 10% di affitto in più entro il 2024.

Svolta per gli investimenti immobiliari

Sul mercato degli immobili a reddito si stanno addensando nubi scure all'orizzonte. Con la brusca fine dell'era dei tassi negativi, il contesto di mercato per gli investimenti immobiliari diretti è radicalmente mutato. Per ora questo mercato fa però onore alla sua reputazione di petroliera lenta: negli indicatori correnti non s'intravedono infatti ancora aggiustamenti comportamentali da parte degli operatori del mercato. Sono tuttavia sempre più numerose le voci vicine al mercato che parlano di una grande cautela e di una fortissima pressione sui prezzi. Anche dai corsi degli investimenti immobiliari indiretti non emerge alcuna variazione sostanziale delle stime degli immobili a reddito su cui si basano. Attualmente molti elementi indicano una sensibile flessione della domanda di oggetti d'investimento. Con l'aumento delle spese di finanziamento, oggi molti investimenti finanziati da terzi potrebbero non più essere vantaggiosi o esserlo a malapena. In particolare il modello buy-to-let, che negli ultimi anni è stato molto lucrativo per i privati, oggi non conviene quasi più. È però prevedibile una maggior cautela anche per gli investitori istituzionali che, di fronte alle alternative diventate più interessanti, probabilmente saranno meno disposti ad accettare i rendimenti iniziali ai minimi storici degli ultimi anni, come avevano invece fatto nel contesto di tassi minimi. Su questo mercato, l'atmosfera da cercatori d'oro dell'ultimo decennio sta quindi tramontando. Bisognerà mettere in conto una chiara pressione sui prezzi di transazione e quindi anche sulle stime nei portafogli immobiliari. Gli attesi aumenti degli affitti impediranno tuttavia al mercato di sprofondare sotto un certo livello. Il futuro rialzo dei ricavi dovrebbe pertanto evitare un collasso. La penuria di abitazioni ha quindi anche i suoi lati positivi, perlomeno dal punto di vista degli investitori immobiliari, una categoria a cui apparteniamo tutti, ad esempio con i nostri averi previdenziali.

Vi auguriamo buona lettura!

Il vostro team Raiffeisen Economic Research

Domanda



Popolazione: tra ottobre 2021 e settembre 2022, il saldo migratorio internazionale della popolazione straniera permanente in Svizzera è cresciuto di 15'000 unità rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Questo impulso migratorio accresce la già forte domanda di abitazioni.



PIL: quest'anno, il prodotto interno lordo svizzero dovrebbe crescere di più del 2%. Man mano che si avvicina la fine dell'anno, la crisi energetica si fa tuttavia sempre più sentire. Nel complesso, però, per ora le aziende industriali svizzere non temono un collasso dell'attività e intendono continuare ad assumere forza lavoro.



Redditi: l'inflazione elevata associata a incrementi moderati dei redditi erode in particolare il potere di acquisto delle famiglie a basso reddito. La crisi energetica e l'inversione dei tassi rincarano, perlomeno a medio termine, anche l'alloggio – sia per gli oggetti in locazione sia per quelli di proprietà.



Finanziamenti: gli interessi per le ipoteche a lungo termine restano alti. Con l'aumento dei tassi deciso dalla BNS in settembre, per la prima volta sono rincarate anche le ipoteche del mercato monetario. In dicembre è previsto un nuovo rialzo del tasso di riferimento, che farà lievitare ulteriormente gli interessi per le ipoteche SARON.



Investimenti: il rialzo dei tassi ha eroso sensibilmente l'attrattiva degli investimenti immobiliari finanziati da terzi. Con il rincaro del finanziamento a lungo termine e l'anticipo elevato, attualmente molti investimenti non sono più vantaggiosi. Sono inoltre prevedibili correzioni di valore degli investimenti immobiliari diretti.

Offerta



Attività edilizia: non s'intravedono ancora impulsi a un ampliamento dell'edilizia residenziale atteso con urgenza. L'aumento dei prezzi delle costruzioni e le alternative d'investimento relativamente più interessanti riducono ulteriormente gli incentivi a incrementare la produzione di abitazioni.



Sfitti: nel 2022, in Svizzera la quota di abitazioni sfitte è scesa dall'1.54% all'1.31%. In ampie regioni della Svizzera, lo spazio abitativo è preso d'assalto, sempre più comuni registrano addirittura un'emergenza alloggi.

Prospettive dei prezzi



Proprietà: malgrado l'inversione dei tassi, i prezzi di transazione per le abitazioni di proprietà sono aumentati anche nel quarto trimestre del 2022. Ora si sta però finalmente delineando un rallentamento della dinamica. Un calo dei prezzi delle proprietà resta però improbabile vista l'offerta ridotta all'osso.



Affitti: nella primavera del 2023, per la prima volta il tasso ipotecario di riferimento potrebbe crescere. I locatori potranno così aumentare l'affitto per i contratti di locazione basati sul tasso attuale. Anche la crescita degli affitti offerti eserciterà una forte pressione al rialzo sul livello degli affitti.

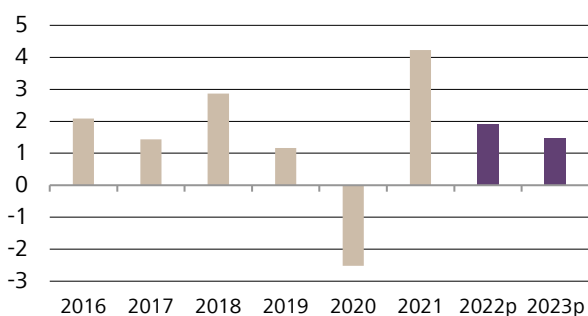
Condizioni quadro economiche

Fino a estate inoltrata, gli effetti di recupero post-coronavirus hanno sostenuto l'economia europea, ma nel frattempo sono sempre più annullati dagli effetti negativi della crisi energetica, che frena anche l'economia svizzera meno energivora. Nel complesso, però, grazie alla minor pressione sui prezzi nel nostro paese le perdite di potere di acquisto e gli oneri che gravano sulle imprese hanno un impatto nettamente inferiore.



PIL svizzero

PIL reale in % rispetto all'anno precedente

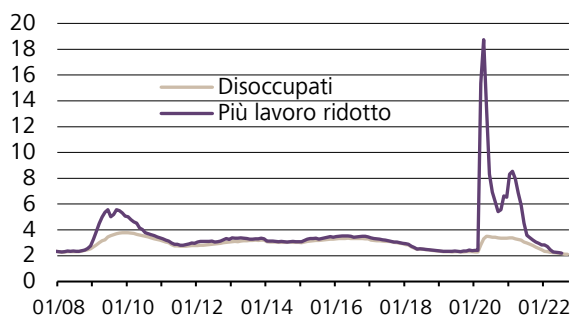


Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research



Disoccupazione in Svizzera

Tasso di disoccupazione in %, destagionalizzato

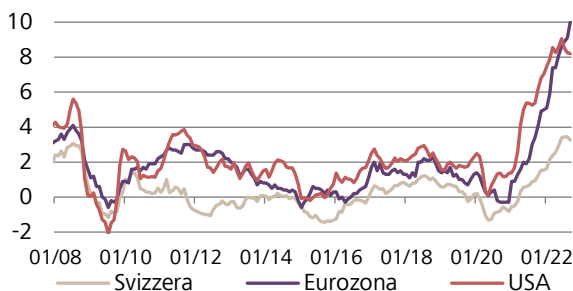


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



Inflazione

Prezzi al consumo in % rispetto all'anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

In Europa, gli effetti di recupero dopo la pandemia hanno continuato a spingere vigorosamente i consumi privati fino a estate inoltrata. La ripresa del turismo e della ristorazione hanno garantito una solida crescita soprattutto in Europa meridionale. Anche l'economia svizzera è riuscita a consolidare la sua robusta ripresa e quest'anno il PIL dovrebbe crescere di oltre il 2%. Man mano che si va verso la fine dell'anno, la crisi energetica si fa tuttavia sempre più sentire. L'inflazione elevata abbinata ad aumenti moderati dei redditi erode in particolare il potere di acquisto delle famiglie che guadagnano meno. Nei paesi limitrofi, i governi moltiplicano gli aiuti. Ciononostante, molte economie domestiche devono già ridurre i consumi. Dalla primavera, nell'Eurozona il commercio al dettaglio ha segnato un cambio di tendenza e anche in Svizzera marcia perlopiù sul posto.

Le imprese segnalano persistenti difficoltà di fornitura su larga scala, la cui portata appare tuttavia sempre più ridimensionata, il che consente spesso di evadere meglio il consistente numero di ordini accumulato. L'afflusso di nuovi ordini, invece, langue sempre più. E in caso di adeguamento delle tariffe energetiche, senza un sostegno statale gli enormi aumenti di prezzo rischiano di diventare in breve tempo un problema esistenziale anche per molte delle imprese meno energivore. Nel complesso, però, per ora le aziende industriali svizzere non temono un collasso dell'attività e intendono continuare ad assumere forza lavoro.

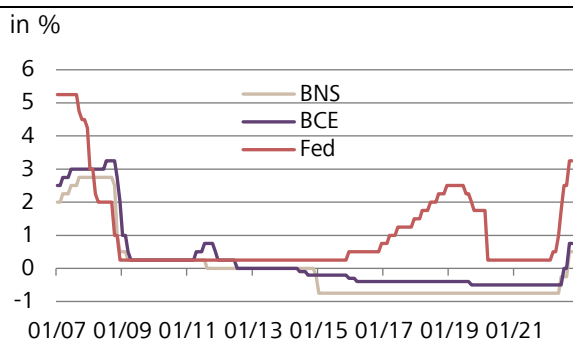
In molte regioni, grazie al raffreddamento congiunturale globale e al calo dei colli di bottiglia, i costi di approvvigionamento dovrebbero aumentare meno del previsto o addirittura diminuire. La spinta dei prezzi a monte e in particolare il massiccio aumento dei costi dell'energia continuano però ad avere ampie ripercussioni sui prezzi per i consumatori finali, soprattutto in Europa. L'inflazione nell'Eurozona è così salita al 10%. In Svizzera, con quasi il 3.5% il rincaro resta invece pressoché stabile e nettamente inferiore, non da ultimo grazie al franco forte, e non s'intravedono segni di maggiori effetti di secondo impatto. In cambio, l'anno prossimo aumenti ritardati dei prezzi amministrati dell'energia dovrebbero consentire una moderata flessione del tasso, che si attesterà sul 2.5%.

Mercato ipotecario

La BNS ha riportato il tasso di riferimento in territorio positivo, fissandolo allo 0.5%. Segnala un ulteriore rialzo del tasso in dicembre. Non si prospetta tuttavia un approccio aggressivo come quello adottato da altre banche centrali e di conseguenza neanche un'ulteriore spinta dei tassi per le ipoteche fisse a lungo termine.



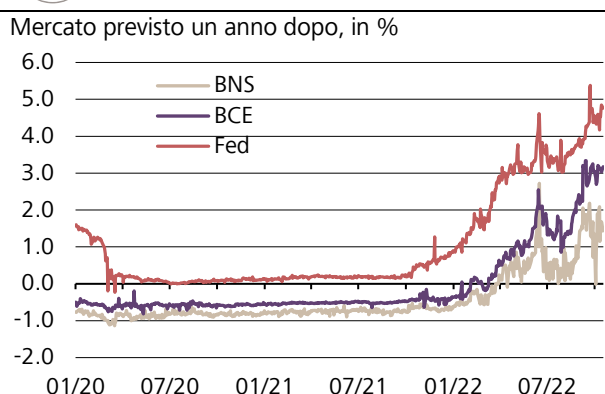
Tassi di riferimento delle banche centrali



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



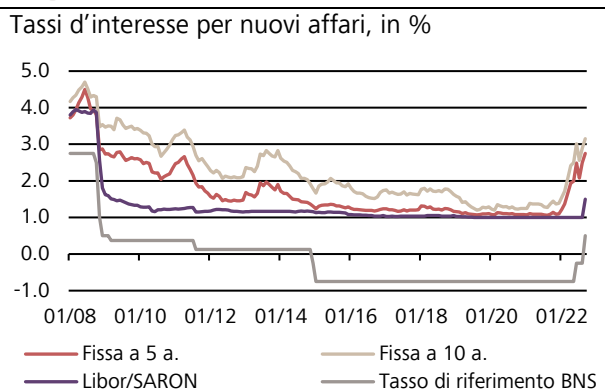
Tassi di riferimento previsti



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



Tassi ipotecari



Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research

Negli Stati Uniti, l'inflazione ha superato l'apice. Un mercato del lavoro sempre molto teso e aumenti salariali molto consistenti non dovrebbero tuttavia consentire di riportare rapidamente l'inflazione annua verso l'obiettivo perseguito dalla banca centrale americana. Per questo motivo, la Fed rialza vigorosamente i suoi tassi di riferimento: per tenere sotto controllo l'inflazione sono necessari un indebolimento molto più forte dell'economia e un incremento percettibile della disoccupazione. Un atterraggio morbido sarà comunque sempre più difficile, dato che la politica monetaria dovrà diventare ancora più restrittiva e restarlo a lungo termine.

A causa dell'esplosione dei prezzi dell'energia, anche la BCE constata un'ulteriore intensificarsi della pressione sui prezzi. Alla fine, l'inflazione troppo alta ha spinto anche i banchieri centrali europei ad allinearsi con il fronte della lotta vigorosa contro l'inflazione. E anche il Consiglio della BCE prevede ulteriori rialzi in tempi brevi. Inoltre il fatto che la politica fiscale cerchi con ogni mezzo di impedire una recessione più profonda aumenta ulteriormente la pressione sulla BCE ad agire.

Durante la sua riunione trimestrale di settembre, anche la BNS ha aumentato preventivamente il tasso di riferimento di ben altri 75 punti base fino a raggiungere lo 0.5%. La valutazione della situazione da parte della BNS è tuttavia molto meno allarmante rispetto a quella delle altre banche centrali. La BNS non esclude altri interventi e prospetta un ulteriore adeguamento per dicembre. La situazione confortevole, grazie alla dinamica meno tesa sul fronte dell'inflazione, dovrebbe tuttavia determinare un approccio molto meno aggressivo su base annua.

Per ora non ci aspettiamo una normalizzazione dei tassi molto oltre l'1%. Le condizioni per le ipoteche SARON, che si orientano sostanzialmente all'andamento del tasso di riferimento della BNS, dovrebbero quindi aumentare ulteriormente fino all'anno prossimo, senza però raggiungere un incremento eccessivo, a meno di un aumento inatteso della pressione inflazionistica. Per le ipoteche fisse a lungo termine, siccome ulteriori aumenti contenuti dei tassi da parte della BNS sono già scontati, non si prospetta un'ulteriore spinta sugli interessi.

Investimenti

Il rialzo dei tassi d'interesse, l'inflazione persistente nonché le incertezze economiche e geopolitiche hanno messo sotto pressione molte classi d'investimento. In questo contesto di mercato, anche gli investimenti immobiliari indiretti hanno subito una batosta. Gli aggi dei fondi immobiliari federali sono scesi a livelli bassissimi. È ora in corso la rivalutazione di questi titoli notoriamente sicuri.

Per gli investitori, il 2022 non è stato un anno felice. All'inizio dell'anno, con la fine dell'era dei tassi minimi e negativi la crescita sui mercati finanziari, proseguita praticamente indisturbata per anni, ha subito una brusca battuta di arresto. L'aumento dei tassi d'inflazione, le prospettive di un rialzo durevole dei tassi d'interesse, le preoccupazioni per l'economia nazionale e globale nonché le grandi incertezze geopolitiche hanno decisamente offuscato le prospettive sui mercati finanziari. Quest'anno quasi tutte le classi d'investimento correnti chiudono in profondo rosso. E per ora non s'intravedono segni di un'imminente ripresa.

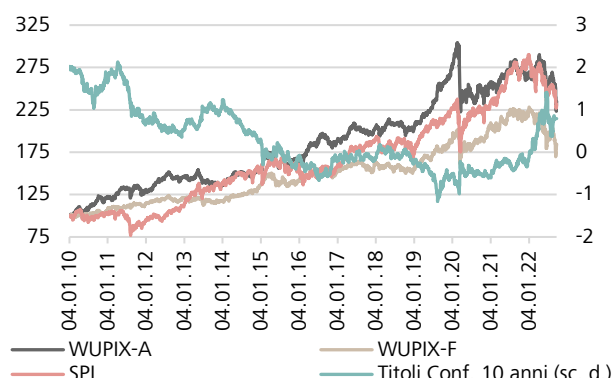
Anche gli investimenti immobiliari hanno ceduto

In questo contesto di mercato contraddistinto da grandi incertezze, anche gli investimenti immobiliari indiretti hanno subito una consistente flessione dei corsi. Come illustra il grafico in basso, da metà febbraio di quest'anno l'indice total return delle azioni immobiliari svizzere, ad esempio, ha perso più del 16%. Anche i fondi immobiliari federali quotati hanno subito un'erosione analoga, che supera il 17%. Il confronto con lo SPI (-14%) rivela che le perdite sui corsi dei classici investimenti immobiliari indiretti hanno seguito a ruota libera la svendita sui mercati azionari. Nell'attuale fase di assestamento, la regola saggia consistente nel diversificare il portafoglio con investimenti immobiliari non sembra portare frutti per gli investimenti indiretti.



Performance degli investimenti immobiliari indiretti

Total return di azioni immobiliari (WUPIX-A), fondi immobiliari (WUPIX-F) e SPI, indicizzati, 100 = 01.01.2010



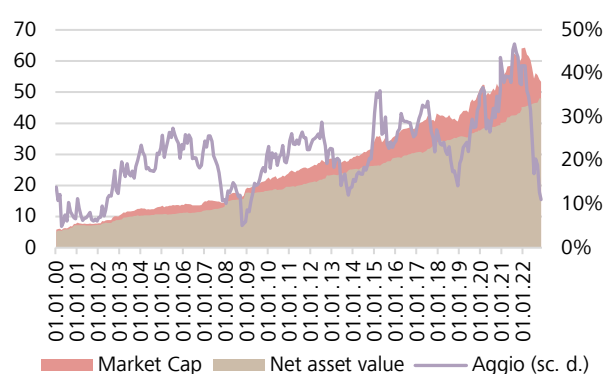
Andati in fumo gli aggi

Evidentemente, con le nubi che si addensano sul mercato degli immobili a reddito è in atto una drastica rivalutazione degli investimenti immobiliari federali quotati. Per i fondi immobiliari, nell'ambito di questa correzione storica dei prezzi gli aggi sono rapidamente crollati dai loro livelli record. Se nell'autunno del 2021 la capitalizzazione di mercato di tutti i fondi immobiliari quotati superava ancora il valore d'inventario netto del 45% circa, alla fine di ottobre 2022 questa differenza era scesa a circa l'11%. Dal punto di vista degli investitori, questo può assolutamente essere letto come un invito all'acquisto. In passato, raramente le quote di fondi immobiliari sono risultate così vantaggiose rispetto al valore d'inventario. La prudenza è tuttavia d'obbligo. Il contesto di tassi durevolmente superiore lascerà probabilmente tracce sul mercato degli immobili a reddito (v. il capitolo Focus). A medio termine sono assolutamente possibili stime inferiori nei portafogli dei fondi immobiliari. Prendendo quale criterio per valutare correttamente la classe d'investimento l'aggio medio a lungo termine dei fondi immobiliari, pari a circa il 21%, risulta che attualmente nei corsi negoziati è inclusa una correzione di valore del 8%. Resta naturalmente da vedere se questa aspettativa del mercato corrisponda alla realtà o se non sia piuttosto il risultato delle attuali turbolenze sui mercati finanziari.



Aggi dei fondi immobiliari

Capitalizzazione di mercato e NAV (in mld. CHF) nonché aggi (in %) dei fondi immobiliari svizzeri quotati



Proprietà

Malgrado l'aumento delle spese di finanziamento, la dinamica dei prezzi sul mercato delle abitazioni di proprietà resta elevata. S'intravedono tutt'al più primi segni di una certa normalizzazione. Non si delinea però un'inversione di tendenza persistente sul fronte dei prezzi.

Malgrado il consolidamento dell'inversione dei tassi, nel terzo trimestre del 2022 i prezzi di transazione delle proprietà a uso proprio hanno continuato a crescere: quelli pagati per le case unifamiliari sono aumentati dell'1.4% rispetto al trimestre precedente e quelli per gli appartamenti addirittura dell'1.9%. Nel giro di un anno, i prezzi delle abitazioni di proprietà sono quindi aumentati del 5.6% e del 7.6% rispettivamente, tassi di crescita ancora superiori alla media a lungo termine.

Sempre alto il livello della domanda

La previsione di un rialzo durevole del livello dei tassi ha però lasciato tracce anche sul mercato delle abitazioni di proprietà. Il numero di abbonamenti di ricerca di oggetti di proprietà attivi sui portali online è calato del 6% rispetto al trimestre precedente. Questa flessione è probabilmente dovuta, almeno in parte, al rialzo dei tassi. Malgrado il netto calo degli abbonamenti di ricerca negli ultimi trimestri è incontestabile che il livello assoluto della domanda resta alto. Il numero di abbonamenti sta ora semplicemente tornando al livello pre pandemico. Come noto, durante la pandemia si era scatenato un vero e proprio boom degli abbonamenti. Una parte di questa attività di ricerca era probabilmente dovuta più a una terapia occupazionale per persone «rinchiuse» tra le proprie quattro mura che non a una vera e propria domanda. A differenza del numero di abbonamenti, nella disponibilità di pagamento indicata negli abbonamenti non s'intravede ancora nessun effetto dei tassi: gli interessati sono disposti a pagare la stessa cifra, se non addirittura un po' di più.

Timidi segni di raffreddamento

Oltre all'umore dei richiedenti, negli annunci su Internet si può leggere anche l'umore degli offerenti di oggetti. Nel

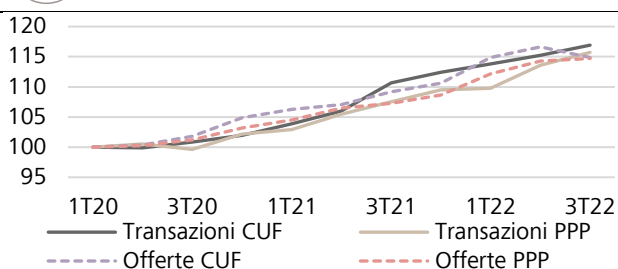
terzo trimestre del 2022, per la prima volta da lungo tempo a parità di qualità le case unifamiliari offerte online costavano un po' meno rispetto al trimestre precedente. Parliamo di una flessione dell'1.5%. Gli appartamenti di proprietà offerti erano invece rincarati dello 0.4% su base trimestrale. Anche questo è però un valore nettamente inferiore al tasso di crescita dei prezzi di transazione delle proprietà per piani. I prezzi offerti reagiscono più rapidamente ai mutamenti del contesto di mercato rispetto ai più lenti prezzi di transazione. Hanno però il difetto che, a differenza dei prezzi di transazione, non possono ancora essere sottoposti a un vero controllo della realtà in base alla domanda effettiva. In genere, i prezzi offerti sono però un indicatore abbastanza affidabile per prevedere l'andamento dei prezzi contrattuali. Lo sfasamento tra l'indice dei prezzi offerti e quello dei prezzi di transazione è di circa 1-2 trimestri. L'attuale calo o indebolimento della dinamica dei prezzi offerti è quindi un primo indizio di un futuro indebolimento della dinamica dei prezzi. È quindi assolutamente possibile che in uno dei prossimi trimestri vedremo il segno meno anche davanti ai prezzi di transazione. Sarebbe una novità nella storia recente dei mercati delle abitazioni di proprietà.

Ampliamento dell'offerta possibile

Non sono però attese continue correzioni dei prezzi: l'offerta è troppo scarsa. Benché l'indice dell'offerta sul mercato delle abitazioni di proprietà sembra avere lentamente raggiunto una certa stabilità, il livello assoluto degli oggetti offerti resta troppo basso. Ciò vale anche per il numero di domande di costruzione. Nel futuro prossimo non sono quindi attesi impulsi a un ampliamento dell'offerta. È più probabile che giungeranno sul mercato sempre più oggetti già esistenti. Da un lato, dopo l'inversione dei tassi probabilmente



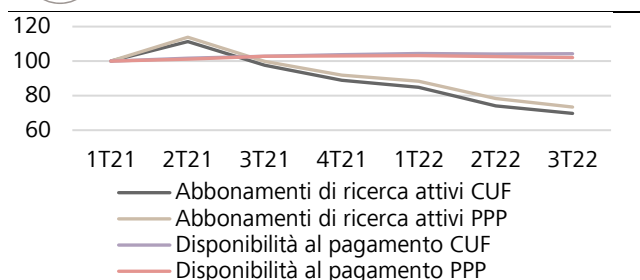
Prezzi offerti e prezzi di transazione



Fonte: SRED, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research



Domanda



Fonte: Realmatch360, Raiffeisen Economic Research

qualche proprietario vedrà arrivare il picco dei prezzi e a quel punto vorrà fare soldi. Ma soprattutto saranno offerti sempre più oggetti buy-to-let, anzitutto appartamenti di proprietà, acquistati come investimento di capitale e dati in locazione. Nel contesto di tassi bassi, grazie all'effetto leva del capitale di terzi questi oggetti erano un'interessante fonte di rendimento, la cui attrattiva è però scemata con il rialzo dei tassi (v. il capitolo Focus). Se confrontato alle alternative a interesse fisso, il buy-to-let non è più interessante, soprattutto nelle posizioni più ambite, dove le proprietà sono particolarmente scarse e quindi costose. Di fronte al calo del rendimento cash flow a causa dell'aumento delle spese di finanziamento, la vendita è quindi una strategia da non scartare. Potrebbero scegliere questa opzione soprattutto i proprietari buy-to-let con un'ipoteca appena scaduta o in scadenza. A seconda del numero di alloggi che arriveranno così sul mercato, è ipotizzabile una distensione sul mercato delle proprietà.

Il proprietario resta proprietario

È però improbabile che saranno alienate grandi quantità di oggetti di proprietà a uso proprio. L'attuale livello elevato dei prezzi è spesso menzionato nelle discussioni quale valido motivo per vendere, ma in genere i proprietari restano proprietari e dovrebbero quindi acquistare un nuovo oggetto con lo stesso livello di prezzi. I proprietari che invece volessero effettivamente andare in affitto dovrebbero anzitutto trovare un oggetto idoneo, una sfida non da poco sul mercato attuale contraddistinto da un'offerta sempre più scarsa. Ed è ancora più improbabile che saranno immessi sul mercato più oggetti i cui proprietari sono in difficoltà finanziarie. Le severissime linee guida di sostenibilità nella concessione di ipoteche garantiscono che i clienti possano onorare l'ipoteca anche con un livello di tassi nettamente più alto. In questo momento, il motto sul mercato delle abitazioni di proprietà sembra quindi essere non svendere, ma aspettare. In

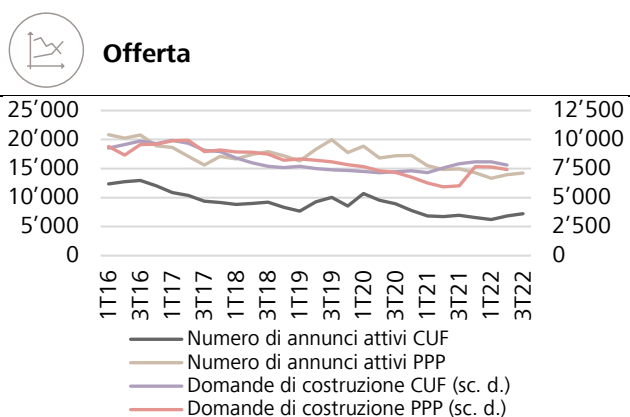
ogni caso, nel giro di un anno i passaggi di proprietà sono diminuiti del 20%, senza che il numero di oggetti offerti sul mercato sia cresciuto particolarmente.

Prosegue la corsa alle ipoteche SARON

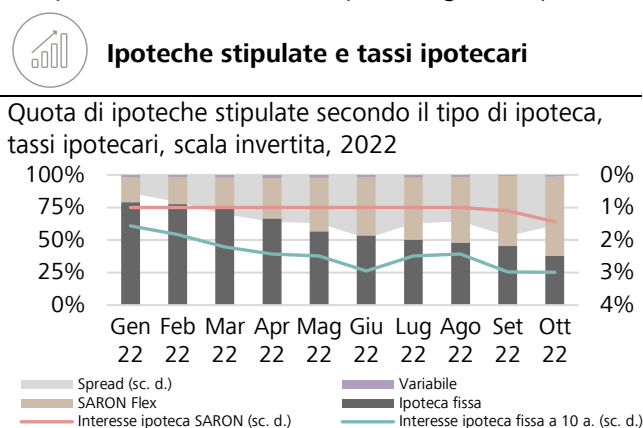
Nell'ultimo numero avevamo già parlato di una vera e propria corsa alle ipoteche del mercato monetario. In seguito all'esplosione delle condizioni per le ipoteche fisse, per la prima volta le nuove ipoteche SARON stipulate superano quelle fisse. Con l'abbandono degli interessi negativi deciso dalla BNS in settembre, l'inversione dei tassi ha ora raggiunto anche le ipoteche del mercato monetario, a loro volta rincarate per la prima volta da anni. Finora, però, ciò non ha intaccato la loro popolarità. Anzi: la quota di mercato dell'ipoteca SARON è addirittura aumentata ulteriormente. In ottobre era vincolato al tasso del mercato monetario il 61% delle nuove ipoteche stipulate. Per la stragrande maggioranza dei beneficiari, il prezzo della sicurezza, lo spread dei tassi tra SARON e un'ipoteca fissa a lungo termine, è ancora troppo alto – anche considerando che tale prezzo potrebbe ancora scendere un pochino in caso di ulteriori rialzi dei tassi da parte della BNS. Questa evoluzione si riflette anche nelle ipoteche fisse. Solo quasi un quarto delle ipoteche fisse è ancora stipulato con una durata superiore a 8 anni. In gennaio, questo valore sfiorava ancora il 40%. Attualmente, più breve è la durata, più vantaggiose sono le spese di finanziamento. Solo in pochi si permettono ancora una copertura dei tassi a lunghissimo termine.

Perché i prezzi continuano ad aumentare?

Per alcuni, il protrarsi della forte dinamica dei prezzi sul mercato delle abitazioni di proprietà è assolutamente sorprendente, un vero e proprio enigma. Nel frattempo i prezzi sono saliti al punto che solo una minoranza privilegiata può ancora permettersi di comprare un'abitazione (v. [Immobili in Svizzera 1T22](#)). Ma come è possibile che i prezzi continuano a salire, se gli acquirenti sono sempre meno? Un elemento che potrebbe aiutare a risolvere questo enigma complesso è



Fonte: Docu-Media, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research



Fonte: Raiffeisen Economic Research

Segmenti di mercato

la comprensione di come sono calcolati gli indici dei prezzi degli immobili e di conseguenza l'andamento dei prezzi. Gli indici dei prezzi di transazione delle abitazioni di proprietà a uso proprio sono calcolati in base ai dati effettivi relativi ai passaggi di proprietà. Il problema sta nel fatto che ogni trimestre cambiano proprietario case e appartamenti differenti, situate in posizioni differenti con caratteristiche differenti. Per misurare effettivamente l'andamento dei prezzi e non la variazione delle qualità, gli indici dei prezzi degli immobili sono aggiustati per la qualità. L'obiettivo è garantire un paragone tra oggetti paragonabili. Il confronto dei prezzi di questi oggetti «equiparati» mediante i più svariati metodi statistici, che nei limiti del possibile si distinguono solo per il momento della transazione, fornisce quale risultato un indice dei prezzi.

Aggiustamento per la qualità e prezzo medio

È quindi possibile che l'indice dei prezzi aggiustato per la qualità riveli un rialzo dei prezzi anche se i prezzi medi pagati per gli immobili non sono affatto aumentati, per il semplice motivo che la qualità degli oggetti negoziati è peggiorata. Nel grafico in basso a destra, il confronto tra gli indici aggiustati per la qualità e gli indici dei prezzi medi evidenzia che è proprio quanto successo in Svizzera negli ultimi anni. Per le case unifamiliari, dall'inizio del 2015 l'indice aggiustato per la qualità è aumentato del 42% e quello non aggiustato solo del 34%. Per le proprietà per piani, i prezzi aggiustati per la qualità sono cresciuti del 38% e quelli medi solo del 34%. La differenza di 8, rispettivamente 4 punti percentuali è da attribuire a differenze di qualità.

Nessun degrado della situazione

Anche se negli ultimi anni le perdite di qualità sono state contenute, andiamo a vedere quali caratteristiche degli oggetti sono cambiate. Per quanto riguarda le qualità legate all'ubicazione non si riscontrano grandi variazioni: dal 2015, sul mercato delle abitazioni di proprietà non si osserva

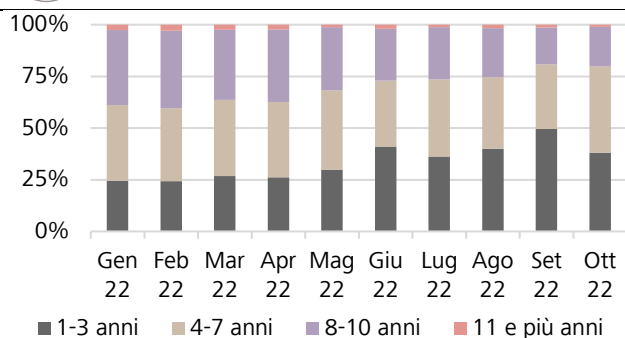
un maggior spostamento verso comuni meno attrattivi e quindi meno costosi. Per le case unifamiliari, la cosiddetta macrosituazione degli oggetti negoziati, che misura il maggior numero possibile di caratteristiche del comune che influenzano il valore degli immobili, è addirittura leggermente migliorata. Anche per quanto riguarda la posizione all'interno del comune, la cosiddetta microsituazione, dal 2015 non si constata alcun trend verso un abbassamento della qualità. Negli ultimi anni, sul mercato delle abitazioni di proprietà non si è quindi verificato uno spostamento dell'attività di transazione verso quartieri meno ambiti all'interno dei comuni.

Compromessi sullo stato e sullo standard di rifinitura

A differenza della «posizione, posizione, posizione», gli acquirenti sono maggiormente disposti a scendere a compromessi sull'età o sullo stato dell'abitazione da comprare. L'età media degli oggetti negoziati è aumentata sensibilmente. Parallelamente è peggiorato anche lo stato degli oggetti, strettamente legato all'età. Dalle transazioni emergono anche uno standard di rifinitura inferiore nonché meno bagni per abitazione. Per le proprietà per piani, il prezzo è ridotto anche dalla minor grandezza dell'appartamento. Non è tuttavia chiaro quanti di questi cambiamenti siano effettivamente da attribuire alla scelta consapevole di scendere a compromessi per potersi permettere una casa o un appartamento. Alla fine, gli acquirenti possono infatti permettersi solo gli oggetti in offerta. Il «peggioramento» della qualità risolve però solo una parte dell'enigma dei motivi per i quali i prezzi continuano a crescere a un livello così alto. Altri elementi sono un crescente trasferimento di capitali alle generazioni di acquirenti attraverso le eredità e un maggior valore attribuito al fatto di abitare tra le proprie quattro mura, che spinge gli acquirenti sempre più ai loro limiti nella corsa per accaparrarsi un oggetto. Misurare tutto ciò è però nettamente più difficile poiché mancano i dati.



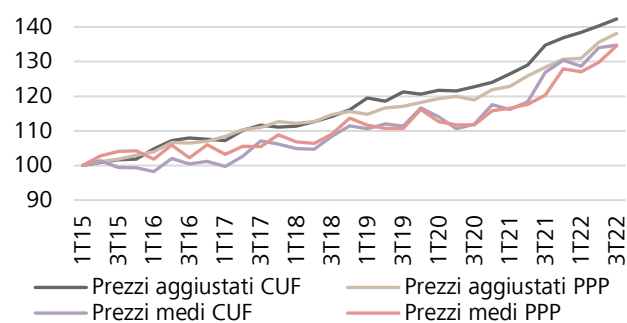
Ipotecche fisse stipulate secondo la durata



Fonte: Raiffeisen Economic Research



Prezzi aggiustati e non aggiustati per la qualità



Fonte: SRED, Raiffeisen Economic Research

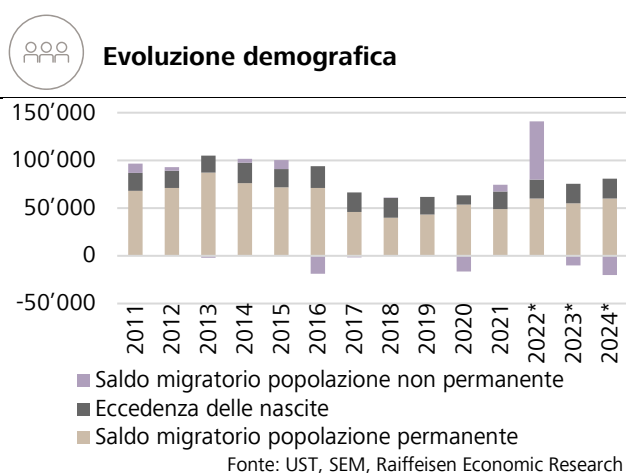
Locazione

Sul mercato svizzero dell'alloggio gli sfitti svaniscono. La domanda supera di gran lunga l'offerta. Molte località soffrono già di una penuria di spazio abitativo, in alcune vige addirittura un'emergenza alloggi. Ciononostante non s'intravedono ancora segni di crescita dell'edilizia residenziale.

Con il censimento delle abitazioni vuote pubblicata in settembre dall'Ufficio federale di statistica è stato uguagliato un record che resiste da più di 20 anni: l'indice delle abitazioni sfitte non ha mai registrato una flessione maggiore sull'arco di dodici mesi. Solo nel 2001 era stato registrato lo stesso calo della quota di abitazioni sfitte. La flessione del 2022, dall'1.54% all'1.31% della consistenza immobiliare complessiva, mostra che il mercato svizzero dell'alloggio sta avanzando inarrestabilmente, a grandi passi e su larga scala, verso un'emergenza alloggi.

Evoluzione prevedibile

Per i lettori di questa pubblicazione non è una sorpresa, bensì la conferma ufficiale di ciò che avevamo già constatato e previsto parecchio tempo fa, da ultimo nel numero del trimestre scorso [Immobili in Svizzera 3T22](#). In quell'occasione, ma già anche nel capitolo Focus del numero [Immobili in Svizzera 2T22](#) abbiamo anche illustrato in dettaglio le cause, tuttora valide, per le quali la produzione di abitazioni non è assolutamente in grado di tenere il passo della domanda. Dal 1° giugno, giorno di riferimento del censimento delle abitazioni vuote, la situazione sul mercato dell'alloggio si è addirittura inaspita. L'immigrazione ha chiaramente preso nuovo slancio (v. grafico a sinistra), stimolando ulteriormente la domanda già alta di abitazioni, in particolare quella di appartamenti in locazione. E anche la domanda dei rifugiati ucraini si fa sempre percettibile sul mercato regolare degli appartamenti in locazione.

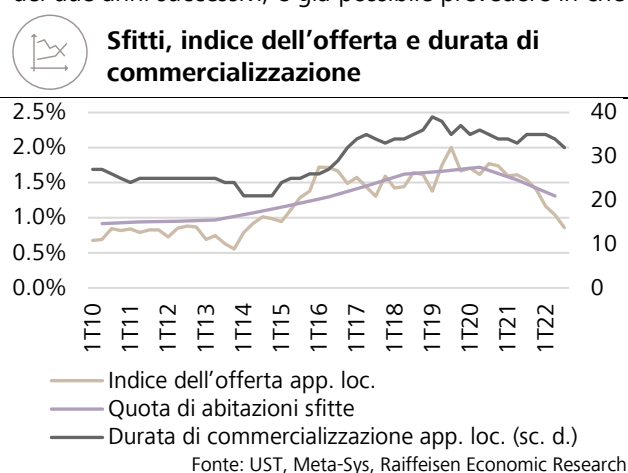


Gli affitti dovrebbero aumentare ulteriormente

Con il consolidamento, negli ultimi mesi, delle previsioni di un rialzo durevole dei tassi, gli incentivi all'atteso ampliamento della produzione di abitazioni sono tendenzialmente diminuiti ulteriormente malgrado l'aumento della domanda di abitazioni (v. il capitolo Focus). Anche la svolta per quanto riguarda gli affitti offerti non cambia il quadro. È già la terza volta di seguito, dopo anni di discesa in picchiata, che questi ultimi hanno registrato un aumento. L'incremento dell'1.5% dei ricavi di locazione nel 2022 non si avvicina tuttavia neanche lontanamente all'impennata delle spese di finanziamento e di costruzione nonché all'ulteriore crescita dei prezzi dei terreni, con i quali devono fare i conti i progettisti nell'attuale contesto di mercato. Oggi solo un rialzo ancora più vigoroso dei nuovi affitti potrebbe creare gli incentivi necessari alla produzione di nuovi appartamenti.

Deficit dell'offerta

Siccome però la progettazione e la costruzione di abitazioni richiedono molto tempo, è chiaro sin d'ora che anche nei prossimi due anni gli sfitti continueranno a diminuire. Anche se gli investitori e i committenti dovessero, inaspettatamente, premere sull'acceleratore – ipotesi di cui però nelle domande di costruzione non vi è alcuna traccia (v. grafico in alto nella prossima pagina). Partendo dalle domande già presentate, in base alle quali è possibile stimare in modo affidabile la produzione di abitazioni dei due anni successivi, è già possibile prevedere in che

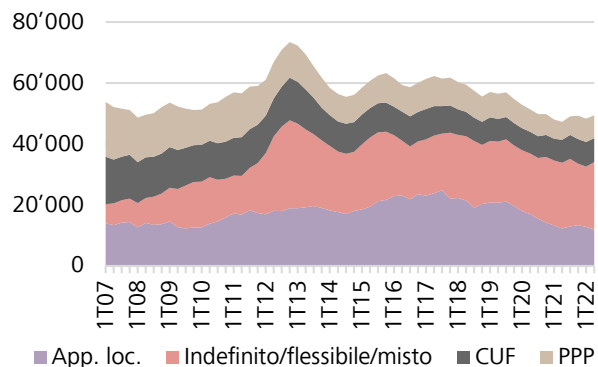


Segmenti di mercato



Domande di costruzione

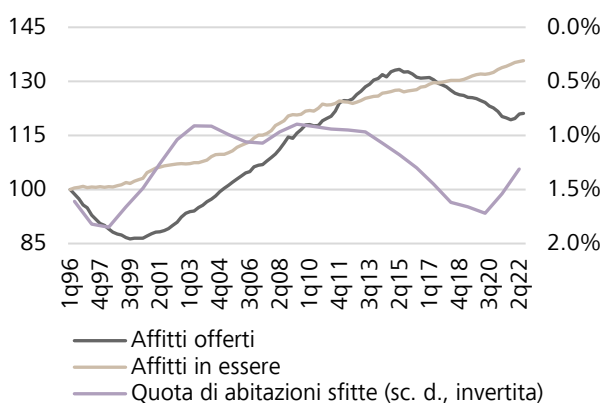
Numero di appartamenti nelle domande di costruzione



Fonte: Docu-Media, Raiffeisen Economic Research



Affitti e quota di abitazioni sfitte

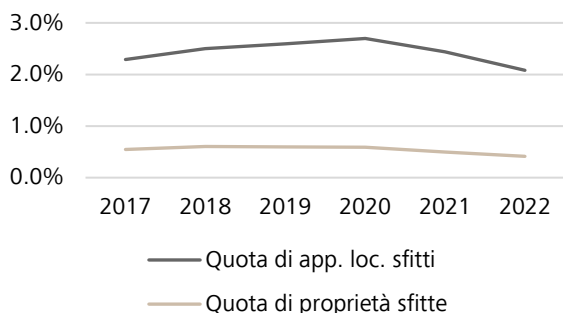


Fonte: UST, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Quota di abitazioni sfitte secondo l'uso

Numero di oggetti in locazione e di proprietà sfitti in rapporto a quelli esistenti



Fonte: UST, ARE, Raiffeisen Economic Research

direzione si sta muovendo il mercato svizzero dell'alloggio. A meno di un vero e proprio tracollo dell'immigrazione, in base alle nostre stime prudenziali nei prossimi due anni il divario tra la domanda e l'offerta si allargherà ulteriormente determinando un deficit di circa 7'500 abitazioni.

Tempi duri per i locatari

Entro il 1° giugno, giorno di riferimento del censimento del 2024, la quota di abitazioni sfitte scenderà quindi probabilmente sotto la soglia dell'1%. Un tasso così basso è stato osservato l'ultima volta tra il 2003 e il 2005 nonché tra il 2008 e il 2013. In entrambi i casi era coinciso con una crescita annua degli affitti offerti nettamente superiore al 3%. Succederà anche questa volta poiché non s'intravedono segni di distensione, neanche a medio termine. Per i nuovi locatari si prospettano quindi tempi duri. Anche i locatari con un contratto in essere si vedranno però in parte confrontati con un aumento dell'affitto. In base alle previsioni attuali, da qui al 2024 il tasso ipotecario di riferimento subirà presumibilmente due ritocchi verso l'alto. I locatari che possono farlo ripercuoteranno questo tasso sui locatari. In base al diritto di locazione è inoltre possibile addossare ai locatari il 40% dell'inflazione, attualmente superiore alla norma (3% quest'anno). Alcuni locatari con un contratto in essere rischiano quindi di vedersi aumentare l'affitto del 10% da qui al 2024: concretamente due volte un aumento del 3% in seguito a due aumenti del tasso di riferimento, il 2.5% in seguito alla ripercussione del 40% del rincaro annuo e l'1% circa in seguito ad aumenti dei costi generali. È quanto prevede il diritto di locazione al fine di salvaguardare il potere di acquisto del capitale proprio dei locatari.

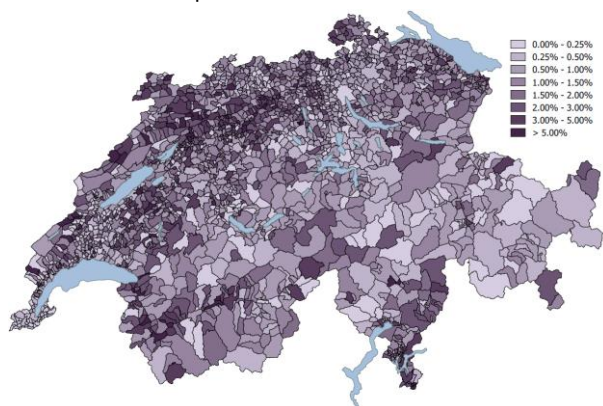
Evoluzione spinta dal mercato della locazione

Anche quest'anno, le analisi dettagliate del nuovo censimento delle abitazioni vuote si prospettano appassionanti. Il censimento è infatti una rilevazione totale, che fornisce informazioni su tutte le abitazioni sfitte in Svizzera. Le cifre attuali mostrano che la domanda di abitazioni è nettamente superiore all'offerta sia sul mercato degli appartamenti in locazione sia su quello delle proprietà a uso proprio. la quota di appartamenti di proprietà e case unifamiliari sfitti è calata ulteriormente da un livello già bassissimo, passando dallo 0.49% allo 0.41% (v. grafico in basso). Per gli appartamenti in locazione, la quota è scesa dal 2.44% al 2.08%. Siccome la Svizzera è un paese di locatari e gli appartamenti in locazione restano più spesso sfitti, a spingere la variazione della quota di abitazioni sfitte è soprattutto l'andamento sul mercato degli appartamenti in locazione.



Quota di abitazioni sfitte per comune

Numero di abitazioni sfitte in rapporto alla consistenza immobiliare complessiva

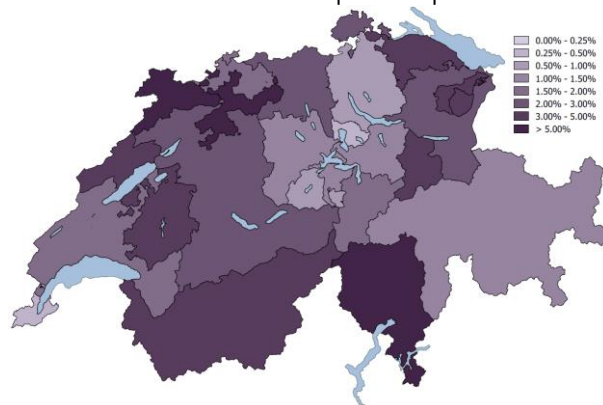


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



Quota di abitazioni in locazione sfitte per cantone

Numero di abitazioni sfitte rispetto a quelle esistenti

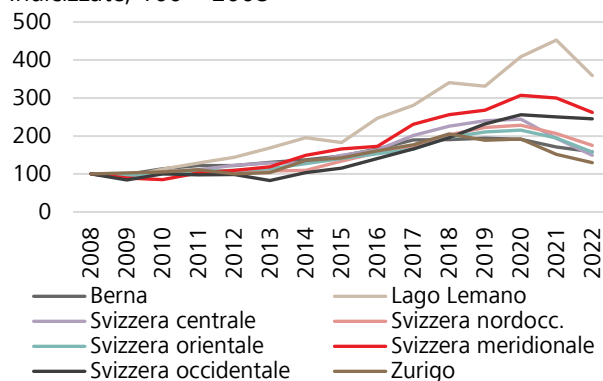


Fonte: ARE, UST, Raiffeisen Economic Research



Abitazioni in locazione sfitte per grande regione

Indicizzate, 100 = 2008



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Differenze regionali

Un tasso di appartamenti in locazione sfitti superiore al 2% sembrerebbe una riserva confortevole, seppur non eccessiva. La quota svizzera complessiva maschera però il fatto che in alcune regioni svizzere gli sfitti sul mercato degli appartamenti in locazione sono già ai minimi. I cantoni di Ginevra, Zurigo e Zugo presentano quote di abitazioni in locazione sfitte nettamente al di sotto dell'1% (v. grafico al centro). Qui da tempo si può effettivamente parlare di una situazione di penuria, a seconda della regione e del comune addirittura di un'emergenza alloggi. In Ticino, a Soletta e nel Giura, i mercati delle abitazioni in locazione sono invece ancora molto liquidi, con quote di abitazioni in locazione sfitte che superano il 5%. In questi cantoni, il livello degli sfitti è però generalmente superiore per motivi strutturali. Vale quindi la pena gettare uno sguardo alla dinamica. 23 cantoni su 26 registrano una flessione delle quote di abitazioni in locazione sfitte. A Glarona e Sciaffusa, con solo un lieve aumento, la situazione è praticamente stabile, mentre solo nel Giura si può parlare di un sensibile aumento della quota di sfitti. Nel Giura si osservano i problemi strutturali, economici e demografici già noti: la popolazione giurassiana è stabile, ma siccome si costruisce lo stesso la quota di abitazioni in locazione sfitte è cresciuta di 0.8 punti percentuali.

Flessione in tutte le regioni e in tutti i tipi di comune

La quota di abitazioni in locazione sfitte è diminuita in tutte le otto grandi regioni svizzere (v. grafico in basso). A registrare le maggiori flessioni in termini percentuali sono state la Svizzera centrale e la regione del lago Lemano, dove era a disposizione il 20% di appartamenti in locazione sfitti in meno rispetto a un anno prima. Con una flessione solo del 2%, la Svizzera occidentale è la regione in cui il numero di appartamenti in locazione sfitti è calato meno. Emerge un quadro eterogeneo anche in base ai tipi di comune. La curva delle abitazioni sfitte scende ovunque, ma soprattutto nei comuni turistici (-24%). Hanno registrato forti contrazioni anche i grandi centri (Zurigo, Ginevra, Berna, Basilea e Losanna) (-17%) e i comuni urbani (-15%). Il calo degli sfitti è però stato relativamente forte anche nelle altre città (-8%) e nelle zone rurali (-6%).

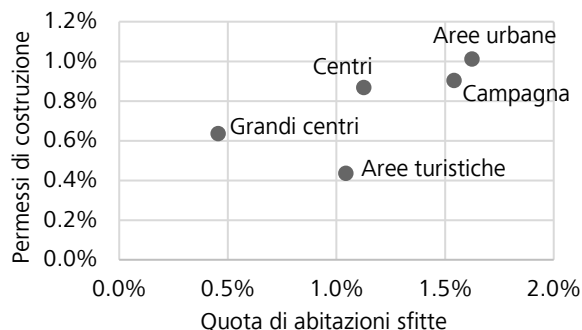
Attività edilizia insufficiente nei grandi centri

Ad eccezione dei comuni turistici, dove le nuove costruzioni sono frenate dall'iniziativa sulle abitazioni secondarie, le zone in cui si costruisce meno sono i grandi centri della Svizzera, anche se proprio lì si registra la minor quota di abitazioni sfitte e la maggior domanda. Il fatto è che



Quota di abitazioni sfitte e permessi di costruzione

Numero di abitazioni sfitte al 01.06.2022 e numero di abitazioni in permessi di costruzione 3T21-2T22 in rapporto alla consistenza immobiliare per tipo di comune

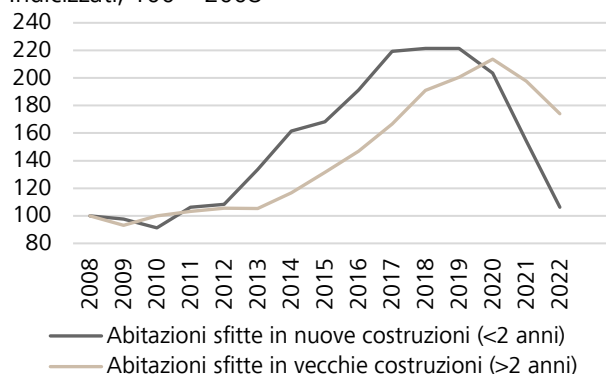


Fonte: UST, Docu-Media, Raiffeisen Economic Research



Appartamenti in locazione sfitti secondo l'età

Indicizzati, 100 = 2008

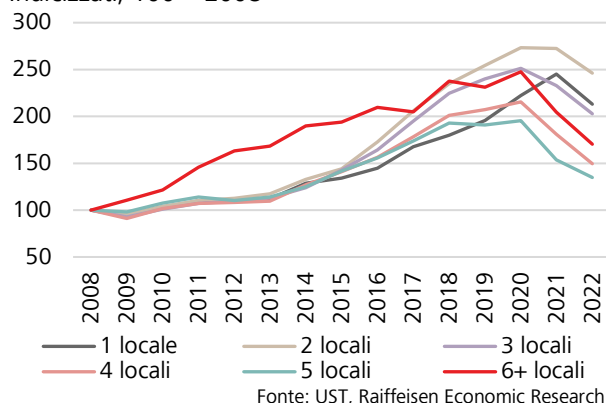


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



Appartamenti in locazione sfitti secondo il numero di locali

Indicizzati, 100 = 2008



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

manca lo spazio e la densificazione rallenta (v. [Immobili in Svizzera 3T22](#)). Siccome sono disponibili terreni edificabili abbastanza fluidi solo al di fuori dei centri, bisogna costruire fuori dalle città, anche se in realtà i richiedenti vorrebbero più spazio abitativo urbano.

Buon assorbimento delle nuove costruzioni

Negli ultimi due anni sono state costruite circa 90'000 nuove abitazioni. Il 1° giugno solo 4'863 di esse erano sfitte. In altre parole, solo poco più del 5% delle nuove costruzioni non aveva (ancora!) trovato un locatario o un proprietario. Due anni fa, tale quota era ancora dell'11%. Era un po' che la commercializzazione delle nuove abitazioni non era così semplice. La quota di sfitti è calata sensibilmente anche per le altre abitazioni, seppur proporzionalmente in minor misura. La presunta «nuova» attrattiva delle abitazioni nuove è legata anche al fatto che negli ultimi anni in molte regioni la forbice tra gli affitti offerti e quelli in essere si è chiusa.

Svaniti nel nulla gli effetti Covid

Il censimento delle abitazioni vuote del 2021 risentiva ancora di certi effetti Covid. L'anno scorso gli sfitti erano quindi aumentati solo nei grandi centri. In tutti gli altri tipi di comune, la quota di abitazioni sfitte era nettamente diminuita. Molti avevano interpretato questo andamento come un segno della fuga dalle città legata al coronavirus. Quest'anno gli sfitti urbani sono tuttavia già ridiscesi al di sotto del livello prepandemico. L'aumento degli sfitti nei grandi centri era piuttosto un effetto del calo dell'immigrazione durante la pandemia. La maggior parte dei nuovi arrivati cerca dapprima un alloggio nei grandi centri. Questo fenomeno aveva subito una sospensione temporanea. La fuga dalle città dettata dal coronavirus era soprattutto una bella storia, ma inventata, per alcuni media (v. [Immobili in Svizzera 4T21](#)).

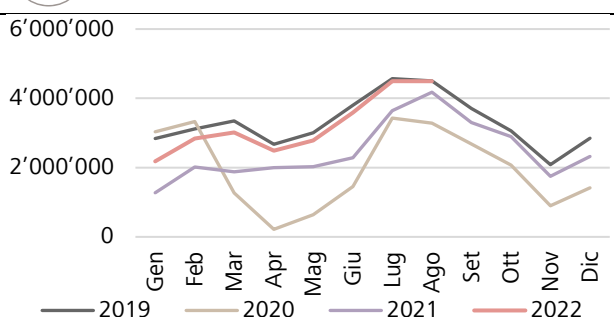
Un altro effetto coronavirus già svanito nel nulla era la corsa alle abitazioni con un maggior numero di locali. Durante la pandemia, i monolocali erano poco richiesti poiché molti lavoratori avevano bisogno di un locale supplementare per il telelavoro. È quanto si credeva generalmente. Nel 2021 gli sfitti sono diminuiti per gli appartamenti di tutte le grandezze, salvo per i monolocali. Oggi il numero di monolocali vuoti è però già nettamente inferiore al livello prepandemico. Accanto all'effetto telelavoro, una parte della flessione della domanda di appartamenti piccoli durante la pandemia era dovuta anche all'assenza di immigrazione. Nel censimento dell'anno scorso, tutte le presunte tracce lasciate dal Covid erano quindi già completamente scomparse.

Immobili della ristorazione e dell'alberghiero

La domanda di pernottamenti e pasti fuori casa è risalita al livello pre pandemico. Carenza di personale, prezzi dell'energia elevati e aumento delle spese di finanziamento mettono però a dura prova il settore ricettivo, strutturalmente debole già prima della pandemia. Continua tuttavia ad aumentare il numero di esercizi – e di conseguenza anche la domanda di superfici per la ristorazione. Sorgono però dubbi quanto alla sostenibilità di tale domanda.



Pernottamenti

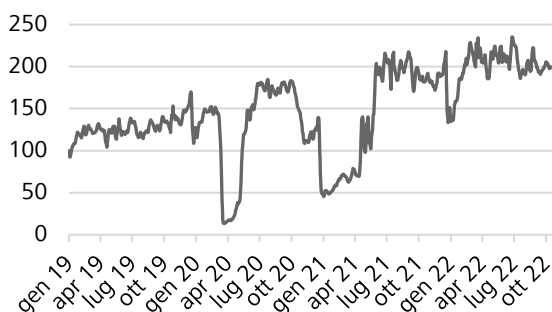


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



Fatturati nella ristorazione

Fatturati con carta nella ristorazione, media su 7 giorni, indicizzata, 100 = 07.01.2019

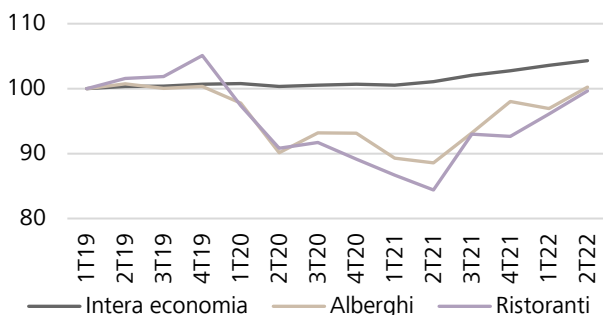


Fonte: Monitoring Consumption Switzerland, Raiffeisen Economic Research



Occupazione

In equivalenti a tempo pieno, indicizzati, 100 = 1t19



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Il mercato svizzero della ricettività si è ripreso completamente dal coronavirus. Se da gennaio a maggio il numero di pernottamenti nel settore alberghiero svizzero era ancora leggermente inferiore all'anno prima della crisi (2019), durante la stagione estiva non è più stato riscontrato alcun sintomo di Covid: da giugno ad agosto, i pernottamenti hanno quasi raggiunto il livello di tre anni fa (v. grafico in alto). Anche la ristorazione si è ripresa dalla pandemia e dai suoi postumi. L'analisi dei pagamenti con carta evidenzia che, nel 2022, finora i fatturati nella ristorazione hanno superato ampiamente quelli dei due anni precedenti (v. grafico al centro). Il volume di transazioni con carta è anche nettamente superiore a prima della pandemia, il che è in buona parte dovuto al cambiamento di abitudini di pagamento dei clienti, che utilizzano sempre più le carte.

Difficoltà di reclutamento

La ripresa si rispecchia anche nell'andamento dell'occupazione. In entrambi i settori, nel frattempo il numero destagionalizzato di equivalenti a tempo pieno è risalito al livello pre-crisi (v. grafico in basso). Benché il livello occupazionale abbia superato completamente il coronavirus, molti esercizi della ristorazione sono alle prese con difficoltà di reclutamento (v. grafico a sinistra nella prossima pagina). È quasi irreperibile soprattutto il personale qualificato: sono una rarità in particolare i lavoratori con un titolo di formazione professionale. Nel secondo trimestre del 2022 quasi la metà degli esercizi ha infatti indicato di non riuscire a occupare tutti i posti vacanti o perlomeno di avere difficoltà a trovare personale con le qualifiche richieste. Un problema che affligge il settore della ristorazione in tutto il mondo. Durante la pandemia, che ha colpito in modo particolarmente duro il personale del settore ricettivo a causa del lavoro ridotto e dell'esposizione al virus, alcuni lavoratori qualificati hanno infatti cambiato mestiere e non sono più tornati al loro settore iniziale, contraddistinto da orari di lavoro irregolari e salari bassi anche senza il lavoro ridotto.

Segmenti di mercato

Molti occupati hanno probabilmente sfruttato il lavoro ridotto, protrattosi in parte per mesi, per prepararsi a nuove sfide professionali in un altro settore. I posti vacanti nella ristorazione hanno quindi dovuto essere occupati con personale meno qualificato o addirittura non qualificato. Durante i mesi estivi, le difficoltà di reclutamento si sono inasprite ulteriormente, poiché nel terzo trimestre il tasso di disoccupazione in Svizzera ha segnato una nuova flessione.

Maggiori spese per il personale

La situazione tesa sul piano del personale si rispecchia anche nel nuovo contratto collettivo di lavoro negoziato in settembre nel settore della ristorazione. I salari minimi sono adeguati integralmente al rincaro ed è inoltre previsto un aumento di stipendio che, a seconda delle qualifiche, raggiunge fino a 40 franchi al mese. Resta però tutto da vedere se questo leggero aumento dei salari reali sarà sufficiente per distendere la situazione del personale. È però chiaro che l'aumento delle spese per il personale graverà in misura percettibile sugli esercizi. Nella ristorazione e nell'alberghiero, il personale è infatti la maggior voce di costo per gli esercizi, con una quota sul totale delle uscite pari al 41.7% e al 38.2% rispettivamente.

La crisi energetica mette alla prova anche la ristorazione

Quelle per il personale non sono però le uniche spese degli esercizi ad aumentare. Sulle imprese grava anche l'aumento dei costi dell'energia. È vero che, prima della guerra in Ucraina, i costi dell'energia rappresentavano solo il 2.2% circa dei costi nella ristorazione e il 2.8% nell'alberghiero. Gli attuali costi dell'energia possono

però essere rovinosi soprattutto per gli esercizi che avevano abbandonato l'approvvigionamento di base per entrare sul mercato libero dell'elettricità. Questi esercizi, che rappresentano il 15% circa del totale nella ristorazione e quasi un quarto nell'alberghiero, contraddistinti da stabilimenti mediamente un po' più grandi, devono ora pagare l'elettricità a un prezzo decuplicato. Anche se solo circa un terzo delle spese per l'energia degli esercizi è legato ai costi dell'elettricità, siccome questi ultimi sono saliti alle stelle la spesa complessiva delle imprese aumenta comunque rapidamente del 10%, anche se nel complesso l'intensità di energia è esigua.

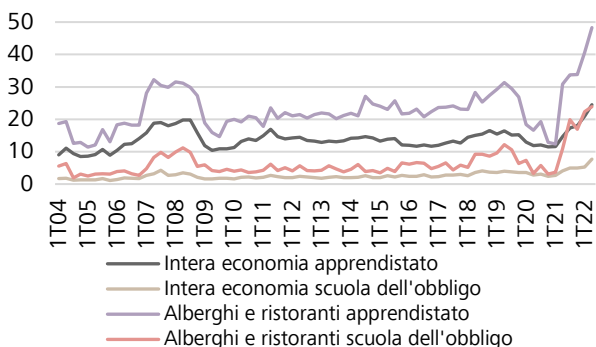
L'inversione dei tassi aumenta le spese di finanziamento

Come se ciò non bastasse, l'inversione dei tassi addossa spese di finanziamento supplementari. L'alberghiero (90.5%) e la ristorazione (75.1%) appartengono entrambi ai settori con le maggiori quote del debito. È così tradizionalmente, ma la pandemia di coronavirus ha inasprito ulteriormente la situazione del debito. Il 58% degli esercizi ha infatti ottenuto crediti Covid-19 e solo un quarto di questi crediti è già stato restituito. Il rialzo dei tassi colpisce gli stabilimenti alberghieri più duramente degli esercizi della ristorazione: essendo più spesso affittuari che non proprietari, i ristoranti sono infatti meno penalizzati dal rialzo dei tassi rispetto agli alberghi. Nel 2020, le spese di finanziamento hanno rappresentato il 4.2% delle spese nell'alberghiero contro solo lo 0.6% nella ristorazione. Dopo il superamento della pandemia, gli esercizi di entrambi i settori devono ora farsi carico di maggiori costi su vari fronti. Finora solo l'alberghiero è riuscito a ripercuotere buona parte dei maggiori costi



Difficoltà di reclutamento

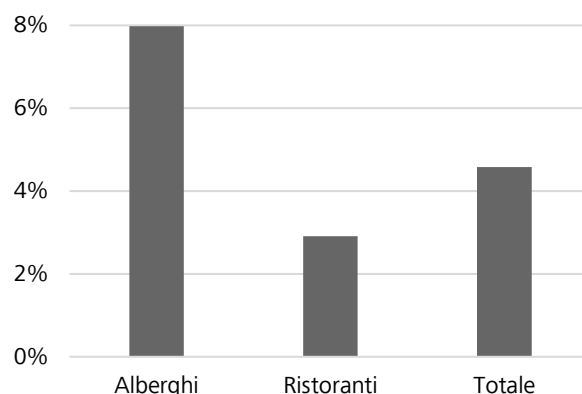
Quota di esercizi con posti vacanti o difficoltà a trovare personale, secondo le qualifiche richieste



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



Rialzo dei prezzi al consumo da dicembre 2020



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Segmenti di mercato

sui clienti. Gli esercizi della ristorazione non sono invece ancora riusciti ad aumentare i prezzi (v. grafico a destra nella pagina precedente) e vedono quindi erodersi ulteriormente i loro margini già esigui

Ancora nessuna ondata di fallimenti

Finora, in entrambi i settori malgrado l'aumento dei costi non si è verificata un'insolvenza eccessiva. È vero che nei primi nove mesi del 2022 il numero di fallimenti ha segnato un'impennata rispetto all'anno precedente, ma ciò va interpretato come una fase di normalizzazione dopo una sottomortalità determinata dagli aiuti statali durante la pandemia di coronavirus. Alcune imprese poco sane già prima della pandemia, che normalmente avrebbero dovuto presto chiudere i battenti, sono state mantenute in vita artificialmente con il sostegno statale. Il fatto che finora le cifre sull'insolvenza si siano normalizzate sul livello pre-crisi e non siano cresciute è un indizio che probabilmente alcuni di questi esercizi «zombie» continuano a «sopravvivere». Inoltre gli effetti dell'attuale crisi energetica si ripercuoteranno sulle cifre sull'insolvenza con un certo ritardo. Nel complesso vi è quindi da attendersi un crescente numero di fallimenti nel settore.

Cresce il numero di stabilimenti

Di fronte alla domanda intatta, soprattutto il settore alberghiero sembra però guardare al futuro con ottimismo, malgrado tutte le sfide. Il numero di nuovi stabilimenti alberghieri continua infatti a essere superiore a quello degli stabilimenti chiusi. Per quanto riguarda gli esercizi della ristorazione, benché si osservi un calo della creazione di nuove aziende, anche qui il numero di nuove iscrizioni nel registro di commercio supera quello delle radiazioni. Un'evoluzione sorprendente visti i margini esigui, le prospettive future poco rassicuranti e le condizioni di lavoro

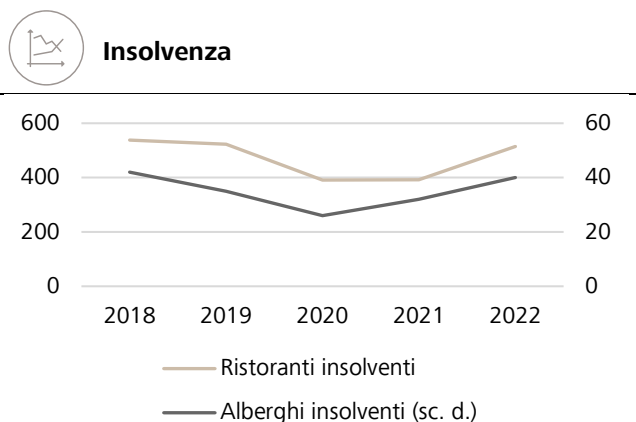
poco interessanti – di cui spesso nella ristorazione soffrono direttamente gli imprenditori stessi che lavorano all'interno dell'esercizio.

L'offerta genera domanda

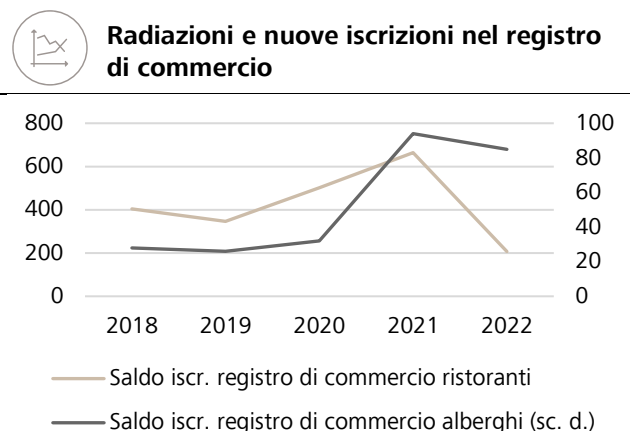
Il fatto che sorgano sempre più bar e ristoranti potrebbe essere legato anche ai rigidi piani edilizi e delle zone vigenti in alcuni comuni, che spesso obbligano i committenti a progettare creando destinazioni d'uso del pianterreno che ravvivino lo spazio pubblico. I progettisti soddisfano queste condizioni a denti stretti sovvenzionando le superfici per la ristorazione, per le quali in genere non esiste una domanda che copra i costi, trasversalmente attraverso le rimanenti parti dell'edificio. Per tali superfici, talvolta i progettisti inseriscono precauzionalmente nel preventivo del progetto affitti teorici pari a zero nella speranza di riuscire perlomeno ad affittarle. Queste superfici vantaggiose invitano gli esercenti a tentare la fortuna nel mercato conteso della ristorazione. L'offerta di superfici per la ristorazione alimenta quindi in parte la propria domanda.

Rischi accresciuti

Grazie alla domanda intatta alimentata dal numero crescente di esercizi, attualmente la maggior parte dei locatori di superfici per la ristorazione dovrebbe continuare a riuscire a piazzarle. Nel settore della ristorazione, che lotta con un'erosione della redditività e registra una fluttuazione degli affittuari elevata già per motivi strutturali, la possibile futura ondata di fallimenti aumenta però i rischi di sfitti e perdita dell'affitto. Durante la rinegoziazione dei contratti, i locatori potrebbero quindi avere sempre più difficoltà a mantenere gli affitti in essere. Per evitare la partenza di un buon affittuario, in questo contesto di mercato talvolta la miglior soluzione potrà essere un compromesso sotto forma di riduzione dell'affitto.



Fonte: Creditreform, Raiffeisen Economic Research



Fonte: Creditreform, Raiffeisen Economic Research

Investimenti immobiliari diretti

Se sul mercato delle proprietà a uso proprio le prospettive restano buone, sul mercato degli immobili a reddito si stanno addensando nubi scure all'orizzonte. Il rincaro del finanziamento di terzi, alternative d'investimento che tornano progressivamente a essere più redditizie e l'aumento dei costi delle costruzioni modificano sensibilmente il preventivo degli investimenti immobiliari diretti. Benché in molti indicatori non s'intraveda ancora una reazione del mercato, sono prevedibili cali percettibili della domanda e una pressione sulle stime esorbitanti.

Negli ultimi anni, gli investimenti immobiliari diretti hanno consentito guadagni cospicui. In un contesto caratterizzato da tassi minimi e negativi, questi investimenti fruttavano ricavi considerevoli, soprattutto rispetto alle alternative d'investimento con un profilo di rischio paragonabile. Per non parlare dei massicci aumenti di valore registrati dagli oggetti d'investimento nell'ultimo decennio. Gli investimenti immobiliari diretti erano molto interessanti sia per gli investitori istituzionali soggetti a una pressione a investire sia per gli investitori privati. Chi poteva permetterselo optava quindi per tali oggetti – malgrado i ricavi sempre più bassi e i prezzi da capogiro. Con la brusca fine dell'era dei tassi negativi, però, le condizioni sono mutate rapidamente anche su questo mercato.

Pressione da più fronti

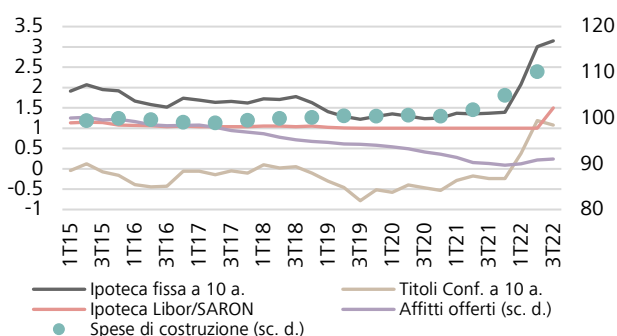
Al più tardi con l'invasione russa in Ucraina, all'inizio dell'anno sui mercati finanziari e dei capitali si è fatta largo la consapevolezza che il brusco rialzo dei tassi d'inflazione non sarebbe stato un fenomeno di breve durata. In attesa di imminenti drastici aumenti dei tassi di riferimento da parte delle banche centrali, i tassi sul segmento della curva a lungo termine sono così saliti alle stelle. I rendimenti delle obbligazioni a interesse fisso e i tassi dei crediti ipotecari a

lungo termine hanno quindi registrato un'impennata già qualche mese fa. Con il rialzo del tasso di riferimento in territorio positivo, deciso alla fine di settembre dalla BNS, sono rincarati percettibilmente anche i crediti legati al mercato monetario. Nel futuro prossimo sono prevedibili ulteriori aumenti dei tassi. Per gli investimenti immobiliari diretti, il bilancio preventivo costi-benefici cambia quindi radicalmente: il prezzo del capitale di terzi è infatti salito alle stelle. La crescente attrattiva delle alternative d'investimento a basso rischio ha inoltre fatto lievitare sensibilmente i costi di opportunità dell'acquisto di un oggetto a reddito. Attualmente, la pressione su questa forma d'investimento non viene però solo dal fronte dei tassi. Le catene di fornitura perturbate e il rialzo dei tassi d'inflazione hanno fatto aumentare considerevolmente i prezzi delle costruzioni. Maggiori costi di costruzione, risanamento e manutenzione gravano sempre più sui costi degli investimenti immobiliari. Al tempo stesso, dopo anni di flessione gli affitti iniziali hanno raggiunto il livello più basso. Con l'aumento dei costi di finanziamento e di costruzione nonché dei costi di opportunità e un livello relativamente basso degli affitti iniziali, vi sono diversi fattori che esercitano una forte pressione sul mercato degli investimenti immobiliari diretti.



Tassi, costi delle costruzioni e affitti

Tassi ipotecari e rendimento in % dell'obbligazione della Confederazione a 10 anni nonché affitti offerti e prezzi delle costruzioni indicizzati (100 = 1T15)

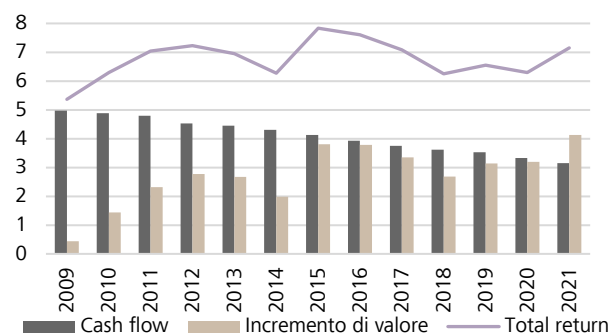


Fonte: BNS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Rendimenti degli oggetti d'investimento

Rendimenti degli immobili prettamente residenziali, in % del valore dell'immobile, mediana



Fonte: REIDA, Raiffeisen Economic Research

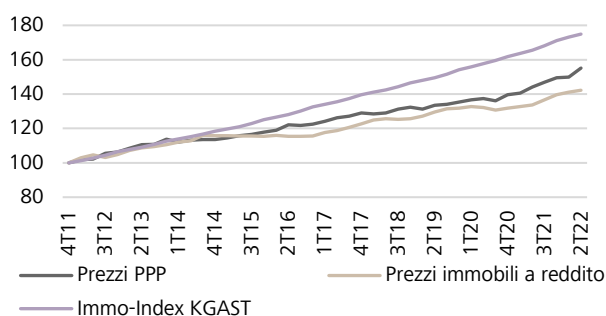
Ancora nessuna reazione del mercato in vista

In genere, in caso di brusco cambiamento dei fattori d'influenza menzionati ci si aspetterebbe una reazione del mercato. Uno sguardo alle serie correnti dei prezzi degli immobili mostra però che finora il mercato non si è affatto lasciato impressionare dal contesto mutato. Dall'inizio dell'anno, i prezzi degli immobili a reddito sono così cresciuti del 3.8% circa (v. grafico sotto). Durante questo periodo, singoli appartamenti in proprietà per piani sono rincarati addirittura del 5.7%. Non s'intravede però ancora nessuna reazione del mercato neanche per le stime dei portafogli immobiliari delle cosiddette fondazioni d'investimento, riservati esclusivamente ai nostri istituti di previdenza per investimenti sul mercato degli immobili a reddito. Qui dall'inizio dell'anno i total return sono aumentati del 3.4%. Per ora non vi è quindi alcuna traccia di flessione della domanda né tantomeno di correzione delle stime. Sarebbe però assolutamente sbagliato dedurre che, nei prossimi trimestri, non si assisterà a alcun cambiamento su questo mercato. Il mercato immobiliare, e in particolare quello degli immobili a reddito, è infatti lento per natura. La progettazione di immobili, la costruzione o anche le trattative di vendita richiedono sempre un certo tempo. Gli aggiustamenti comportamentali si traducono quindi in risultati di mercato misurabili solo con un certo ritardo. Anche la prassi corrente in materia di stime contribuisce all'assenza, per ora, di una reazione del mercato. Nel portafoglio degli investitori istituzionali, per molti immobili gli ultimi cicli annuali di stima si sono infatti ancora svolti in un contesto di mercato completamente diverso. Nei modelli statistici, lo sguardo rivolto al passato per determinare i prezzi di mercato continuerà probabilmente ad attenuare un'eventuale reazione del mercato.



Prezzi degli immobili

Prezzi indicizzati degli oggetti a reddito e delle abitazioni di proprietà nonché indice total return delle fondazioni d'investimento immobiliare, 100 = 4T11



Fonte: IAZI, KGAST, Raiffeisen Economic Research

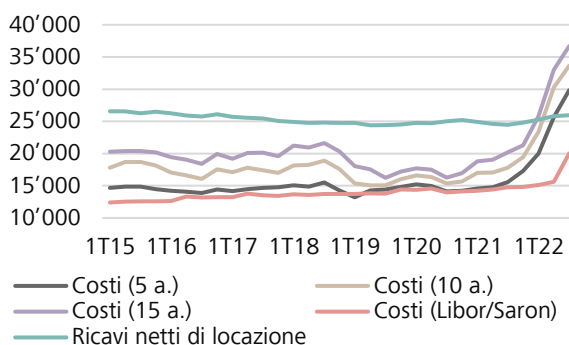
Il buy-to-let non è più vantaggioso

Come già accennato in apertura, negli ultimi mesi i tassi ipotecari hanno registrato un'impennata. Per gli investitori che devono far ricorso a un ingente capitale di terzi per acquistare un immobile d'investimento, i costi sono cresciuti notevolmente. Molti modelli aziendali che negli ultimi anni, grazie alla leva di un ingente capitale di terzi, avevano generato rendimenti estremamente interessanti potrebbero quindi perdere attrattiva. Un bilancio preventivo costi-benefici standard di un classico investimento buy-to-let lo illustra molto chiaramente (v. grafico sotto). Il confronto tra il costo iniziale all'acquisto di un nuovo appartamento standard e gli affitti offerti evidenzia che, negli scorsi anni, un investimento del genere poteva fruttare ricavi iniziali interessanti. Malgrado gli affitti sotto pressione e i prezzi di acquisto in continua crescita, l'acquisto di un oggetto del genere con un anticipo massimo del 75% era chiaramente vantaggioso. Fino a non molto tempo fa, grazie al calo continuo dei tassi ipotecari i ricavi di locazione prevedibili erano di gran lunga superiori alle spese di finanziamento e agli accantonamenti necessari per la manutenzione. Con l'aumento delle ipoteche fisse pluriennali, la situazione è però rapidamente mutata. Attualmente, a causa delle spese di finanziamento nettamente superiori l'acquisto di questi oggetti d'investimento con ipoteche fisse a lungo termine non conviene più. Con un'ipoteca SARON legata al mercato monetario, in questo esempio è ancora prevedibile un ricavo positivo. Basterebbe tuttavia un ulteriore lieve aumento dei tassi per azzerare anche questo vantaggio.



Buy-to-let: costi e ricavi

Costi e ricavi di un investimento buy-to-let con un tasso di anticipo del 75% per varie durate dell'ipoteca. Oggetto di riferimento: 4 locali, 100 m², nuova costruzione nell'agglomerato



Fonte: Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research

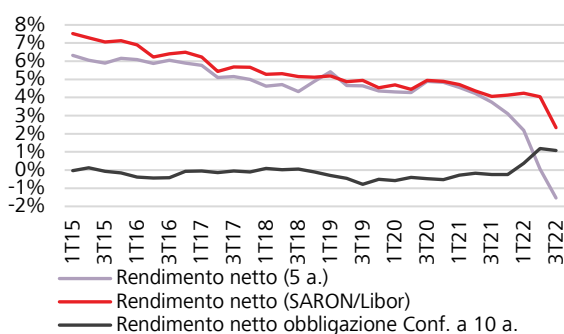
Flessione della domanda di investitori finanziati da terzi

Convertendo il bilancio costi-benefici descritto in un calcolo del rendimento (v. grafico sotto), risulta chiaro quanto fossero vantaggiosi questi investimenti immobiliari finanziati da terzi. Grazie all'effetto leva del capitale di terzi, malgrado la flessione dei ricavi il capitale investito poteva fruttare un rendimento iniziale estremamente interessante. Senza contare i forti aumenti di valore registrati dalle abitazioni di proprietà negli ultimi anni. Occorre però precisare che il calcolo non include neanche le spese amministrative, le imposte e i rischi di sfitti. Con il rialzo del livello dei tassi, questi rendimenti sono ora messi sotto forte pressione, anche e soprattutto nel confronto diretto con le alternative d'investimento a minor rischio. Anche se attualmente l'acquisto di un determinato oggetto può ancora convenire, è naturale che l'investitore cominci a chiedersi sempre più se, di fronte alle alternative più interessanti, abbia veramente voglia di addossarsi le spese amministrative per la locazione e i rischi di sfitti. Ovviamente questi modelli matematici non possono essere applicati tali e quali ai preventivi relativi all'acquisto di interi immobili a reddito. Tra il mercato delle proprietà per piani e quello degli immobili a reddito vi sono infatti differenze sostanziali. Cionondimeno questi calcoli confermano il forte calo dell'attrattiva degli investimenti immobiliari finanziati da terzi. Anche sul mercato degli immobili a reddito, moltissimi progetti che fino a qualche mese fa erano ancora interessanti potrebbero non più essere vantaggiosi o esserlo a malapena. Attualmente la domanda di oggetti d'investimento da parte degli investitori che devono far ricorso a ingenti quote di capitale di terzi o che in passato si erano avvalsi di questo effetto leva dovrebbe quindi registrare una netta flessione.



Rendimenti buy-to-let a confronto

Rendimento iniziale del capitale proprio in base alla durata di un investimento buy-to-let rispetto al rendimento delle obbligazioni della Confederazione a 10 anni



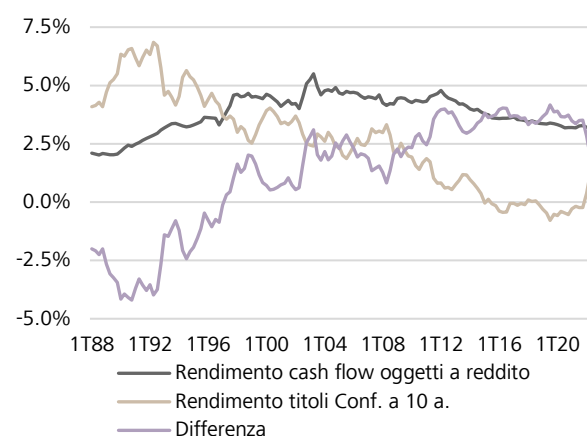
Fonte: Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research

Minor vantaggiosità anche senza capitale di terzi

Nel contesto di tassi attuale, gli investimenti immobiliari non sono più vantaggiosi come in passato non solo per gli investitori finanziati da terzi. Negli ultimi mesi, le cose sono cambiate anche dal punto di vista degli investitori istituzionali, che acquistano immobili con anticipi bassi o addirittura senza anticipi. Nello stato di emergenza per gli investimenti degli ultimi anni, favorito dal contesto caratterizzato da tassi minimi, gli immobili d'investimento sono diventati pressoché l'unico fattore di rendimento a rischio contenuto. Malgrado i prezzi sempre più alti e di conseguenza le rendite iniziali sempre più basse, questa forma d'investimento era molto interessante rispetto alle alternative (v. grafico sotto). Con il brusco rialzo dei tassi a lungo termine, questa differenza di rendimento si è ora sensibilmente assottigliata. Le obbligazioni governative e societarie a interesse fisso con un rischio contenuto sono diventate più attraenti. Oggi, i costi di opportunità di un nuovo investimento immobiliare sono nettamente cresciuti rispetto a qualche mese fa. Molti investitori istituzionali si chiedono quindi se convenga continuare a destinare al mercato degli immobili a reddito la stessa quota del capitale da investire. A causa delle attuali turbolenze sui mercati finanziari, molti investitori istituzionali hanno subito ingenti perdite sulle altre posizioni attive, mentre le stime dei portafogli immobiliari restano alte. In alcuni portafogli, attualmente la quota di immobili risulta quindi (troppo) alta in base ai regolamenti adottati dagli investitori stessi. Siccome gli oggetti d'investimento sono però ancora mediamente più redditizi delle alternative correnti, è poco probabile che gli investitori istituzionali svenderanno bruscamente le posizioni immobiliari. È tuttavia prevedibile che l'interesse per



Rendimenti degli oggetti a reddito a confronto



Fonte: IAZI, BNS, Raiffeisen Economic Research

nuove acquisizioni sia scemato. Come per gli investitori finanziati da terzi, va quindi messa in conto una flessione della domanda anche per questo gruppo di investitori, seppur di minor entità.

Minor domanda = minori prezzi?

In linea di massima, in caso di flessione della domanda a fronte di un'offerta più o meno stabile, bisogna attendersi un effetto sui prezzi di transazione. Come già indicato, negli indici disponibili non se ne intravede però (ancora) alcun segno. Attualmente è praticamente impossibile stimare l'effetto di questa flessione della domanda sui prezzi degli immobili a reddito per mancanza di dati di mercato concreti. Sono tuttavia sempre più numerosi gli operatori vicini al mercato che parlano di una grande cautela e di una fortissima pressione sui prezzi negoziati oggi. L'evidenza aneddotica indica chiaramente un aggiustamento percettibile del mercato. Sembra quindi iniziata la fine della continua crescita dei prezzi degli immobili a reddito. Non si può assolutamente più escludere neanche un calo dei prezzi di transazione su larga scala. Quando i prezzi degli immobili a reddito negoziati sul mercato finiscono sotto pressione, è evidente che bisogna mettere in conto anche una pressione sulle stime immobiliari nei portafogli esistenti. Il valore contabile di un immobile dovrebbe infatti corrispondere al valore di mercato attuale. Se sul mercato si assiste a un'inversione della dinamica dei prezzi, ciò dovrebbe ripercuotersi anche in occasione dei successivi cicli di stima. È quindi destinata a finire anche la lunga fase di continui incrementi di valore dei portafogli immobiliari.

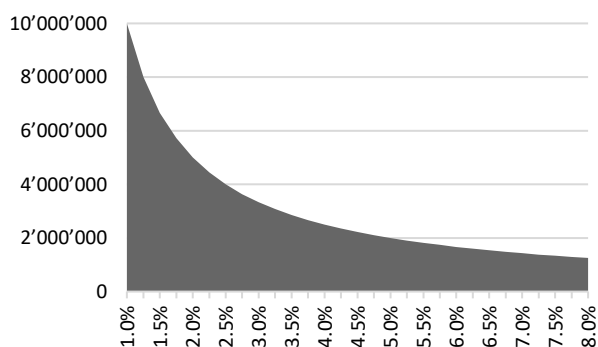
Stime in caso di aumento dei prezzi delle costruzioni

Nel contesto economico attuale, non solo la visione prettamente di mercato illustrata sopra sembra preannunciare una crescente pressione sulle stime immobiliari. Vi sono valide ragioni per attendersi un calo delle stime degli immobili d'investimento anche da un punto di vista più teorico-finanziario. Per principio, oggi gli oggetti d'investimento sono stimati con il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF). Semplificando, il valore di un immobile è determinato attualizzando i ricavi futuri attesi. A tal fine, dalle entrate nette degli affitti sono dedotti le spese di esercizio, manutenzione e amministrazione nonché gli accantonamenti. I ricavi netti ottenuti sono poi divisi per un cosiddetto tasso di capitalizzazione al fine di determinare il valore attuale dei flussi di cassa futuri e di conseguenza dell'intero immobile. Prendendo un immobile tipo interamente dato in locazione, sono prevedibili variazioni nel calcolo dei ricavi netti già nel contesto attuale. Il sensibile aumento dei prezzi delle costruzioni ha rincarato sensibilmente i lavori di manutenzione, risanamento e ristrutturazione, il che nel calcolo si traduce direttamente in costi e accantonamenti superiori. Anche i tassi d'inflazione generalmente più alti fanno lievitare i costi. In determinate circostanze, il diritto di locazione consente di ripercuotere sul locatario una parte degli aumenti dei costi anche per i contratti di locazione in essere. Nella maggior parte dei casi è però impossibile ripercuotere direttamente l'intero rincaro sul fronte dei costi. Riducendo i ricavi netti, spese di manutenzione durevolmente superiori possono quindi già avere un effetto percettibile sulle stime immobiliari.



Stime e tassi di capitalizzazione

Stima di un immobile in CHF con un ricavo annuo netto di CHF 100'000 in base al tasso di capitalizzazione

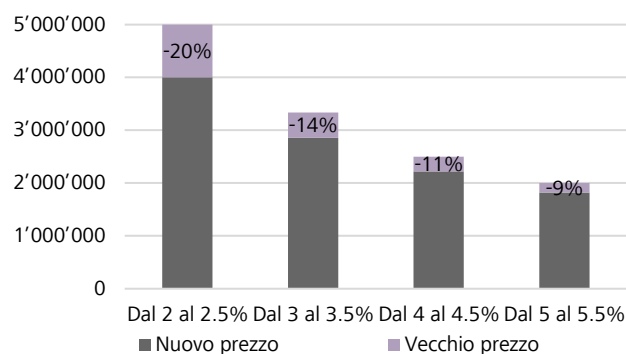


Fonte: Raiffeisen Economic Research



Effetto di un rialzo dei tassi di capitalizzazione

Effetto sulla stima di un rialzo del tasso di capitalizzazione di un immobile con un ricavo annuo netto di CHF 100'000



Fonte: Raiffeisen Economic Research

Stime in caso di aumento dei tassi

Nel contesto di mercato attuale si assiste però a una pressione sulle stime non solo sul fronte dei costi. Svolge un ruolo importante anche il netto rialzo del livello dei tassi. Per le stime degli immobili a reddito, solitamente il livello dei tassi è incluso nel calcolo attraverso il tasso di capitalizzazione. Quest'ultimo è composto da un tasso d'interesse di base, che rispecchia i costi di opportunità di un investimento immobiliare, e da diversi supplementi di rischio specifici per fattori come la situazione microeconomica e macroeconomica, lo stato dell'edificio, il rischio di sfitti ecc. Più è basso il tasso di capitalizzazione, più sono alti i ricavi di un investimento immobiliare, poiché il rischio è inferiore (v. grafico a sinistra nella pagina precedente). In caso di aumento dei tassi e di conseguenza dei costi di opportunità, il tasso di capitalizzazione dovrebbe aumentare a sua volta, perlomeno in teoria. Il grafico a destra nella pagina precedente illustra l'effetto di un aumento teorico del tasso d'interesse di base, a parità di tutti gli altri fattori, dello 0.5%, una percentuale assolutamente prudente di fronte al recente rialzo dei tassi delle obbligazioni. Per un immobile che frutta CHF 100'000 di ricavi netti annui, stimati con il tasso di capitalizzazione medio degli ultimi anni, pari al 3%, questo aumento giustificerebbe un abbassamento della stima dell'8%. Più è basso il rischio e di conseguenza la capitalizzazione prima dell'aumento modellizzato, più è alta la pressione sulle stime. Da questo punto di vista prettamente matematico-finanziario vi sono manifestamente buoni motivi a favore di un abbassamento delle stime. Alla fine, il valore di mercato effettivo di un immobile si basa però sul mercato delle transazioni: sono la domanda e l'offerta a determinare il prezzo che gli investitori sono disposti a pagare per i ricavi di un immobile. L'effetto teorico di un rialzo dei tassi o dei costi non deve quindi tradursi automaticamente in un abbassamento delle stime. Attualmente, tuttavia, sono molti gli elementi che giustificano una maggior cautela da parte degli investitori. Oggi i potenziali acquirenti sono probabilmente meno disposti ad accettare i rendimenti iniziali ai minimi storici degli ultimi anni.

Il fronte dei ricavi sostiene il mercato

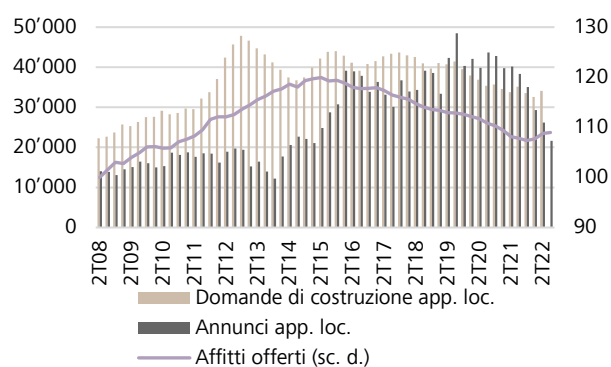
Quanto esposto sopra tinge di tinte decisamente più fosche le prospettive per il mercato degli investimenti immobiliari diretti. Si prospettano maggiori difficoltà e l'atmosfera da cercatori d'oro degli ultimi anni sta tramontando. Vi sono tuttavia anche spiragli di luce all'orizzonte. Provengono dal fronte dei ricavi. Malgrado le incertezze geopolitiche ed economiche a livello mondiale, la Svizzera continuerà

a crescere in modo dinamico. Ciò vale sia per l'economia sia per la popolazione. Una volta di più, la Svizzera si rivela un'isola felice. Per il mercato degli immobili a reddito, ciò significa che i rischi legati al reddito da locazione sono chiaramente contenuti. Non si delinea un crollo degli affitti né un forte incremento degli sfitti sia per gli appartamenti sia per le superfici commerciali. Per gli immobili residenziali a reddito si prospetta piuttosto uno scenario opposto. Come illustrato in dettaglio nel capitolo dedicato alla locazione, attualmente in Svizzera stiamo andando verso un'emergenza alloggi. La scarsa attività edilizia, la crescita dinamica della popolazione e la tendenza all'individualizzazione hanno portato a un'immissione di appartamenti sul mercato inferiore alla domanda. Le conseguenze sono una diminuzione degli sfitti e, recentemente, un nuovo aumento degli affitti offerti. E nei prossimi anni questa situazione è destinata ad accentuarsi. A medio termine, per le nuove locazioni non è quindi escluso un nuovo aumento dei ricavi. Nel primo trimestre del 2023 è inoltre atteso il primo rialzo del tasso ipotecario di riferimento. A quel punto saranno possibili aumenti degli affitti – del 3% circa ogni 0.25% di rialzo del tasso di riferimento – perlomeno per una parte dei locatari, anche per i contratti di locazione in essere. La crescente pressione sulle stime descritta sarà così sensibilmente attenuata, perlomeno a medio termine. Se i ricavi aumenteranno in misura percettibile, gli investimenti immobiliari diretti ridiventano rapidamente interessanti. In particolare se al tempo stesso non bisognerà più pagare prezzi astronomici. L'andamento prevedibile degli affitti contrasterà efficacemente un movimento al ribasso delle stime, impedendo a questo mercato di sprofondare sotto un certo livello.



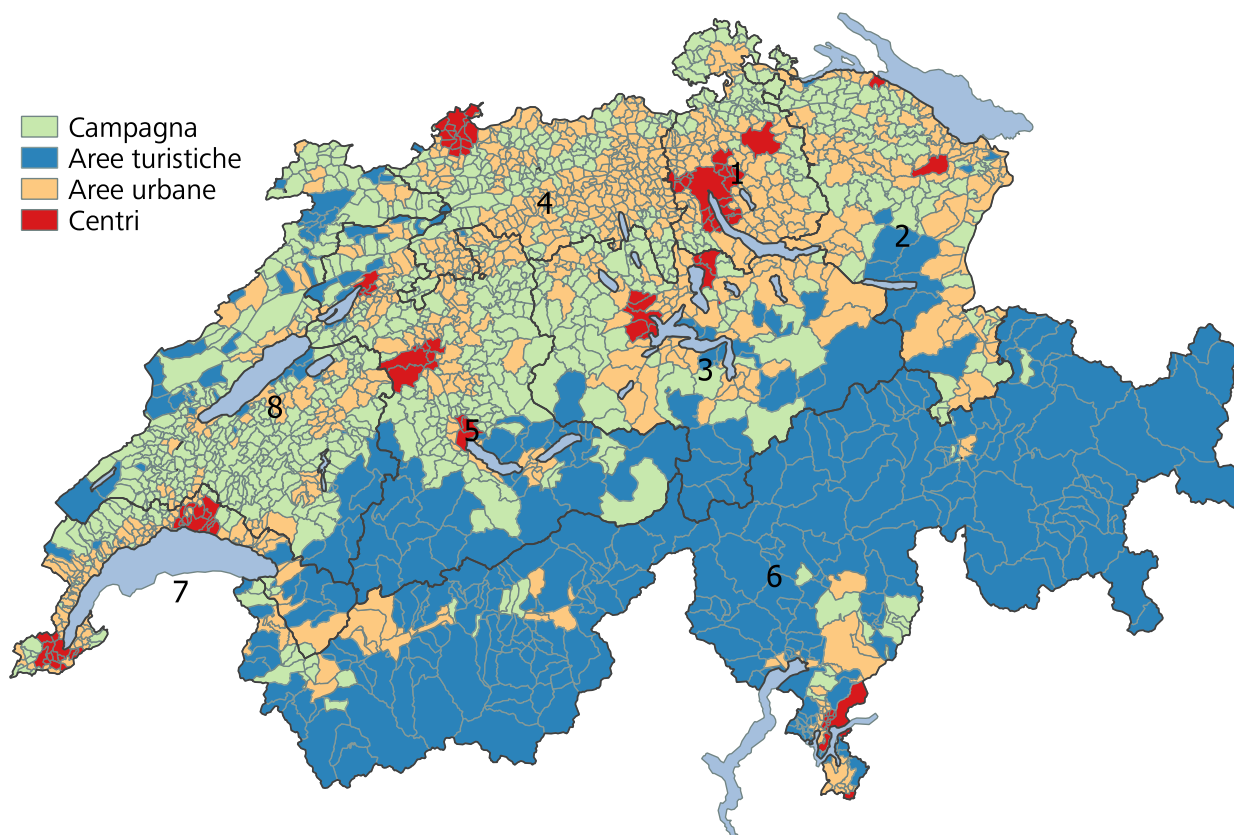
Offerta, domande di costruzione e affitti

Domande di costruzione, annunci online e affitti offerti per gli appartamenti in locazione, indicizzati, 100 = 2T08



Fonte: Docu-Media, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Tipi di comune e regioni



	Quota di appartamenti sfitti (2022) in %					Permessi di costruzione (2021) in % delle consistenza immobiliare				
	Totale	Centri	A.urb.	Camp.	A.tur.	Totale	Centri	A.urb.	Camp.	A.tur..
Svizzera	1.3	0.8	1.6	1.5	1	0.8	0.8	1	0.9	0.4
1 Zurigo	0.7	0.4	1	1.2	-	1	0.9	1.2	1.1	-
2 Svizzera or.	1.6	2.2	1.6	1.2	1.1	0.9	0.5	1	1	0.6
3 Svizzera centr.	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7	0.9	0.6	1	1.2	0.9
4 Svizz. nordocc..	1.6	1.1	1.9	1.5	3.5	1.1	0.9	1.1	0.9	0.9
5 Berna	1.4	0.9	2	1.7	1	0.5	0.4	0.7	0.6	0.3
6 Svizzera merid.	1.9	3.9	2.7	2.5	1	0.6	0.5	1.1	1.3	0.3
7 Lago Lemano	0.7	0.5	0.9	1.5	1.3	0.8	0.9	0.8	0.6	0.2
8 Svizzera occ.	2	-	2.2	1.8	1.1	0.8	-	0.8	0.8	0.7

	Popolazione (2021) Con residenza fissa, totale e in %					Reddito imponibile (2018) Media, in CHF				
	Totale	Centri	A.urb.	Camp.	A.tur.	Totale	Centri	A.urb.	Camp.	A.tur..
Svizzera	8'738'791	30.2	49.5	14.2	6.1	62'000	65'000	63'000	56'000	48'000
1 Zurigo	1'648'657	49.7	43.7	6.5	-	71'000	72'000	70'000	64'000	-
2 Svizzera or.	958'205	10.3	70.2	17.5	2	56'000	54'000	57'000	56'000	47'000
3 Svizzera centr.	862'138	26.9	51.6	17.6	3.9	73'000	74'000	78'000	58'000	60'000
4 Svizz. nordocc.	1'461'637	23.7	66.5	9.7	0.1	63'000	70'000	61'000	60'000	74'000
5 Berna	1'040'083	35.6	38.9	20.1	5.3	53'000	55'000	53'000	49'000	50'000
6 Svizzera merid.	825'715	11.6	40.3	6.3	41.9	49'000	63'000	50'000	45'000	46'000
7 Lago Lemano	1'117'420	60.7	30.6	4.9	3.9	67'000	60'000	84'000	75'000	50'000
8 Svizzera occ.	824'936	-	52.7	42.8	4.5	53'000	-	53'000	54'000	51'000

Abbreviazioni utilizzate

ARE	Ufficio federale dello sviluppo territoriale	REIDA	Real Estate Investment Data Association
UST	Ufficio federale di statistica	SSIC	Società Svizzera degli impresari-Costruttori
UFR	Ex Ufficio federale dei rifugiati	SECO	Segreteria di Stato dell'economia
AFC	Amministrazione federale delle contribuzioni	SEM	Segreteria di Stato della migrazione
DFF	Dipartimento federale delle finanze	BNS	Banca nazionale svizzera
FINMA	Autorità di vigilanza sui mercati finanziari	SRED	Swiss Real Estate Datapool
KOF	Centro di ricerca congiunturale	OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico

Importanti noti legali

Esclusione di offerta

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

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

Esclusione di responsabilità

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

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

Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

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