

Editoriale

Euro debole, immobili forti	3
Panoramica del mercato	4

Contesto di mercato

Condizioni quadro economiche	5
Mercato ipotecario	6

Segmenti di mercato

Abitazioni di proprietà	7
Appartamenti in locazione	10
Immobili commerciali	13

Focus

E se i tassi salissero veramente?	15
-----------------------------------	----

Allegato	22
----------	----

Editore

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff, Economista capo
Brandschenkestrasse 110d
8002 Zürich

Autori

Domagoj Arapovic
Michel Fleury
Francis Schwartz

economic-research@raiffeisen.ch

Ulteriori pubblicazioni

Qui potete consultare questa pubblicazione e anche abbonarvi per ricevere ulteriori pubblicazioni di Raiffeisen.

[Link diretto con il sito](#)

EURO DEBOLE, IMMOBILI FORTI

L'euro? Si indebolisce ancora una volta. Ora quota ad appena un franco e dieci centesimi. La parità tra il franco svizzero e l'euro si avvicina sempre più. Al contempo i tassi a lungo termine in Svizzera raggiungono nuovi minimi storici. Chi investe oggi in obbligazioni decennali della Confederazione deve persino pagare lo 0.7% annuo, un livello record. La svolta dei tassi andata a monte negli USA e lo scetticismo della Banca centrale europea (BCE), che di recente ha affermato di aver dovuto riattarsi, hanno dato di nuovo slancio al franco e spinto al contempo i tassi a nuovi minimi. Ciò ha fatto da volano al mercato immobiliare anche nel trimestre in rassegna. I prezzi aumentano ancora allo stesso ritmo dei trimestri precedenti. Il mercato reagisce all'incremento degli sfiti e al calo della domanda, ma la mancanza di alternative d'investimento mantiene vivo il favore degli investitori, in maniera sufficiente affinché l'offerta non crolli ulteriormente. Il secondo trimestre 2019 ha registrato corrispettivamente un consolidamento dell'attività di progettazione e prezzi da record per le proprietà residenziali.

Forze del mercato neutralizzate

Indubbiamente gli investitori hanno preso atto che per i nuovi progetti di immobili di reddito devono effettuare calcoli più prudenti. Gli appartamenti in locazione sfiti si situano nel frattempo nettamente oltre il 2% in tutta la Svizzera, e l'apice degli affitti è stato superato. Gli operatori se ne accorgono soprattutto nella commercializzazione di nuovi appartamenti, che è divenuta più difficile, esercitando così pressioni da qualche tempo sulle locazioni delle nuove costruzioni. Questo andamento è ancora agli inizi e la forbice tra locazioni nuove ed esistenti non si chiude, ma non si amplia nemmeno più. Abbiamo analizzato più nel dettaglio tale dinamica nella presente edizione di Immobili Svizzera. È ben lungi dall'essere così marcata come all'inizio degli Anni '90, ma avrà sicuramente ripercussioni anche sugli affitti in essere, laddove sarà più difficile effettuare trasferimenti dei canoni di locazione. Tuttavia, il mercato immobiliare è tradizionalmente inerte, e questi meccanismi hanno luogo molto lentamente, ma sono in atto.

Mercato delle proprietà progressivamente saturo

Malgrado le condizioni di finanziamento diventate più allettanti in seguito a nuovi minimi dei tassi ipotecari, la domanda di oggetti di proprietà si raffredda ulteriormente. Gli ostacoli normativi nell'acquisto delle proprietà possono essere superate eventualmente da sempre meno economie domestiche. La sostenibilità teorica è la principale guastafeste, anche se è ben lungi dalla sostenibilità effettiva, poiché ormai non più al passo con i tempi. Inoltre, il sogno di una casa propria svanisce anche per effetto dell'inasprimento dei requisiti patrimoniali, che oggi prevedono per l'acquisto di una proprietà almeno il 10% di capitale proprio effettivo. A fronte dell'attuale livello dei prezzi solo il 30% appena dei nuclei familiari svizzeri o persone fisiche è in grado di reperire il capitale proprio necessario per una CUF media. Nel frattempo ciò ha lasciato il segno. Dal 2014 la quota di proprietari di abitazioni in Svizzera non aumenta più. Tale dato è degno di nota, considerato che da allora la sostenibilità effettiva è di nuovo migliorata notevolmente.

Intrattenimento anziché shopping

I dettaglianti locali guardano con diffidenza alla rinnovata forza del franco, dato che dovrebbe dare slancio al turismo dello shopping. Ulteriori quote di mercato vanno perse a favore del commercio online. Il commercio al dettaglio classico diventa sempre più un cruccio, ripercuotendosi anche sul mercato delle superfici commerciali, non tanto sotto forma di maggiori sfiti, ma piuttosto a causa della fluttuazione più alta e di una svolta dei locatari, e si fa sentire persino nelle posizioni privilegiate nei centri città. I fornitori di servizi prendono sempre più piede laddove prima avvenivano attività di scambio di beni contro denaro. Ne derivano rendimenti inferiori per gli investitori, poiché gli spazi destinati ai servizi sono "meno cari" rispetto alle superfici retail soprattutto nelle vie commerciali. Anche negli shopping centre bisogna investire sempre più in franchi al consumo. Niente più shopping senza happening, questa è la tendenza con relative conseguenze per il mercato delle superfici commerciali, poiché tutto sommato i prezzi subiscono pressioni piuttosto forti.

Vi auguriamo buona lettura!

Domanda

→ Popolazione

L'immigrazione e la crescita della popolazione sono importanti motori trainanti la domanda di immobili residenziali. Dal 2008 al 2016 l'immigrazione netta media è stata di 75'000 persone, mentre l'anno scorso solo di 45'000. Nel primo semestre 2019 il saldo migratorio è di nuovo sceso dello 0.8% rispetto al 2018.

→ PIL

L'economia mondiale perde slancio, e si fa sentire anche in Svizzera. Per il 2019 prevediamo una crescita del PIL dell'1.2%, dopo il 2.6% del 2018.

→ Reddito

La crescita dell'occupazione rallenta. Al contempo i salari reali ristagnano, facendo diminuire la crescita dei redditi aggregati delle economie domestiche.

↗ Finanziamenti

Non si delineano aumenti dei tassi da parte della BCE e della Fed. Anzi, le prospettive dei tassi sono al ribasso. Pertanto in Svizzera i tassi negativi permarranno ancora a lungo. Le ipoteche diventeranno più convenienti.

↗ Investimenti

Malgrado gli elevati sfitti, le locazioni nette in calo e la continua forte produzione, gli immobili restano un'alternativa d'investimento molto allettante nell'attuale contesto di tassi bassi.

Offerta

→ Attività edilizia

Sebbene negli ultimi 1-2 anni il numero di progetti edilizi pianificati sia nettamente calato, si seguita a costruire molto a fronte dell'attrattiva degli investimenti immobiliari. Negli anni a venire dovrebbero però giungere sul mercato meno appartamenti nuovi rispetto agli ultimi trimestri. Le condizioni di finanziamento interessanti, maggiori riserve di lavoro e il grande potenziale dei lavori di risanamento/manutenzione di un parco edifici svizzero in via di invecchiamento dovrebbero impedire un atterraggio duro dell'edilizia.

↗ Sfitti

Gli sfitti aumentano in tutta la Svizzera. In particolare, nei comuni periferici, urbani il livello di sfitti ha raggiunto in parte soglie critiche. La reazione degli investitori e dei progettisti di ridurre l'attività di costruzione segnalano l'avvento di un atterraggio morbido nel mercato degli appartamenti in affitto.

Prospettive dei prezzi

→ Prezzi delle proprietà

La forte dinamica dei prezzi negli ultimi anni rallenta fortemente, poiché le proprietà residenziali hanno raggiunto un livello dei prezzi molto alto e numerosi nuclei familiari non possono più permettersi un'abitazione di proprietà. Le allettanti condizioni di finanziamento alimentano però tuttora la domanda e ciò unitamente alla scarsità dell'offerta farà salire i prezzi delle proprietà.

↘ Prezzi delle locazioni

L'intensa attività di costruzione nel segmento degli appartamenti in affitto ha causato in molte regioni un eccesso di offerta, che esercita sempre più pressioni sulle locazioni di mercato. Soprattutto nelle periferie urbane i locatori devono attendersi ricavi da locazione inferiori per le nuove locazioni. Gli affitti in calo correggono sempre più l'attività edilizia e danno il via al soft landing nel mercato degli immobili di reddito.

CONDIZIONI QUADRO ECONOMICHE

La congiuntura globale si indebolisce spingendo le “grandi” banche centrali a voler allentare la politica monetaria. Anche l’economia svizzera perde slancio e la crescita dell’occupazione è già leggermente diminuita. Nel settore edilizio non si prospettano però avversità, poiché i tassi restano ancora molto bassi.

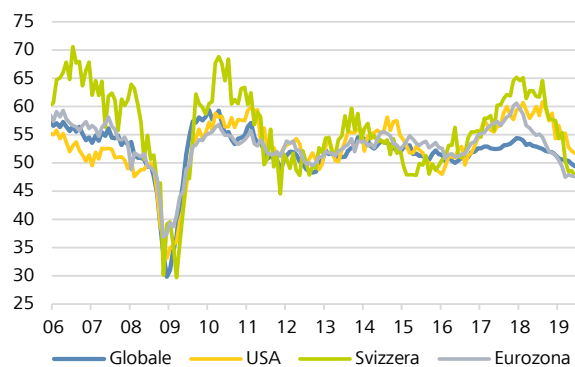
Di recente gli indicatori anticipatori congiunturali sono peggiorati globalmente. Per la prima volta dal 2012 e dal picco della crisi dell’euro l’indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero è sceso sotto la soglia di espansione di 50 punti, segnalando una recessione industriale. Negli USA l’indice PMI quota appena sopra ai 50 punti, in molti altri Paesi, tra cui la Svizzera, invece chiaramente sotto. L’andamento degli ordinativi non indica alcuna imminente inversione di tendenza in positivo. Sul sentiment delle imprese pesano i rischi latenti, ad es. i conflitti commerciali globali. Aumenta così il rischio che il calo dell’attività nelle industrie orientate all’export si ripercuota di più sulla domanda interna, che resta solida in generale e in Svizzera.

Minori impulsi della domanda per il mercato residenziale

A causa del raffreddamento congiunturale rallenta un po’ la crescita dell’occupazione svizzera (vedi grafico), facendo diminuire la crescita dei redditi aggregati delle economie domestiche, poiché i salari reali svizzeri stagnano ancora. I salari nominali salgono dello 0.5% tenendo appena il passo con l’inflazione. Di conseguenza, gli impulsi della domanda sul mercato immobiliare risultano molto inferiori. L’immigrazione in calo ha lo stesso effetto; nel primo semestre 2019 il saldo migratorio si è ridotto dello 0.8% rispetto al 2018. Nel complesso la situazione congiunturale non rappresenta però alcun rischio per il mercato immobiliare svizzero. I tassi restano molto bassi o scendono persino (vedi pagina successiva), rendendo tuttora allettanti gli immobili. L’attività edilizia residenziale, che ultimamente era solo in lieve flessione, resta ben sostenuta, e il soft landing dovrebbe proseguire. Prestiamo però particolare attenzione all’edilizia commerciale, ossia gli immobili ad uso ufficio e commerciali dove, malgrado la frenata della crescita industriale, l’intensa attività di costruzione progredisce fortemente. Al contempo le riserve di lavoro permangono a livello elevato, rischiando così sovraccapacità e a breve o medio termine anche una dislocazione.

Indicatori anticipatori tuttora deboli

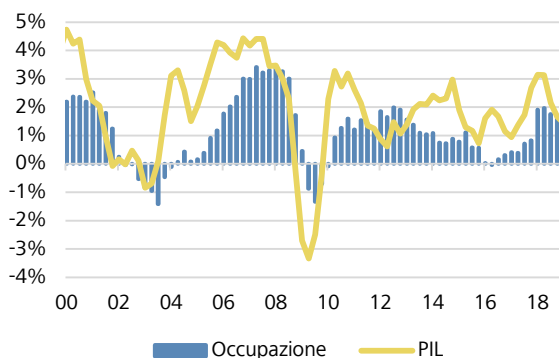
Indice dei responsabili degli acquisti, attività manifatturiera



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Economic Research

Calo della crescita dell’occupazione

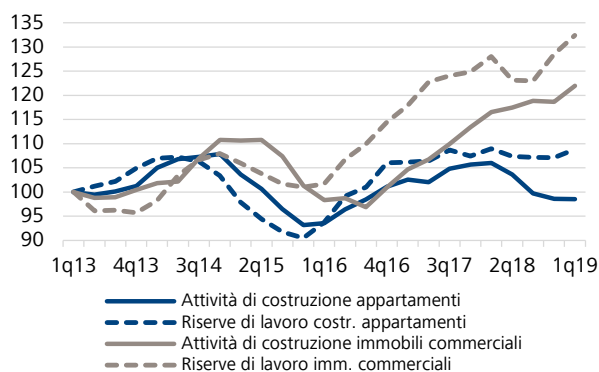
Occupazione svizzera (ETP) e PIL, yoy



Fonte: UST, SECO, Raiffeisen Economic Research

Attenuamento morbido dell’edilizia residenziale

Attività di costruzione, totale mobile indicizzato a 12 mesi, 3t12 = 100



Fonte: SSIC, Raiffeisen Economic Research

MERCATO IPOTECARIO

La Fed statunitense e la BCE entrano in modalità di allentamento. Aumentano così le pressioni per la BNS, che deve far fronte alla rinnovata forza del franco. Il mercato sconta tassi negativi persino più elevati. I tassi ipotecari scendono toccando sempre nuovi minimi.

Per la prima volta dalla crisi finanziaria la Fed si trova di nuovo in modalità di allentamento dei tassi, soprattutto a fronte del debole andamento dell'economia mondiale e in parte per le pressioni politiche di Donald Trump. Dall'altro lato dell'Atlantico vi sono altresì segnali di tassi di riferimento più bassi. La grande differenza è però che la BCE e la BNS non hanno operato alcun incremento dei tassi. I loro tassi di riferimento sono infatti negativi, lasciando poco margine di manovra alla politica monetaria. Di conseguenza, la BCE dovrebbe riattivare gli acquisti di titoli di Stato europei, mentre la BNS sarà costretta ad intervenire sul mercato delle divise a causa della rinnovata forza del franco. A fronte dell'inversione di tendenza della politica monetaria i tassi sul mercato dei capitali si sono ampiamente ridotti. Oltre tre quarti delle obbligazioni governative europee presentano tassi negativi e in Svizzera quasi l'intera curva dei tassi quota sotto lo zero.

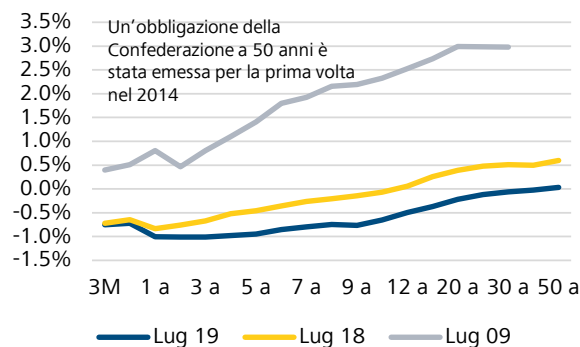
Ipotecche più convenienti che mai

Anche i tassi ipotecari svizzeri sono percepibilmente diminuiti negli ultimi mesi. A luglio le ipoteche erano più convenienti che mai su tutte le scadenze. Presso alcuni offerenti i tassi ipotecari per le ipoteche fisse a 10 anni erano per la prima volta sotto all'1.0%. Le ipoteche fisse a lunga scadenza costano solo poco più di quelle a breve, segnalando quanto basse sono le aspettative sui tassi a lungo termine. In singoli casi a clienti istituzionali vengono concesse ipoteche a tassi negativi.

Per effetto dell'inversione di tendenza delle banche centrali i tassi ipotecari dovrebbero rimanere molto bassi, se non scendere ulteriormente, facendo così restare molto allettanti finanziariamente le abitazioni di proprietà. Ultimamente nelle nuove stipulazioni sono state molto richieste le ipoteche a lungo termine (oltre 7 anni). La crescita ipotecaria resta stabile al 3% circa, a prescindere dagli interessi ai minimi: l'ostacolo del finanziamento teorico, che preclude l'acquisto di una proprietà abitativa a molte economie domestiche svizzere, resta invariato.

Curva dei tassi quasi costantemente sotto lo zero

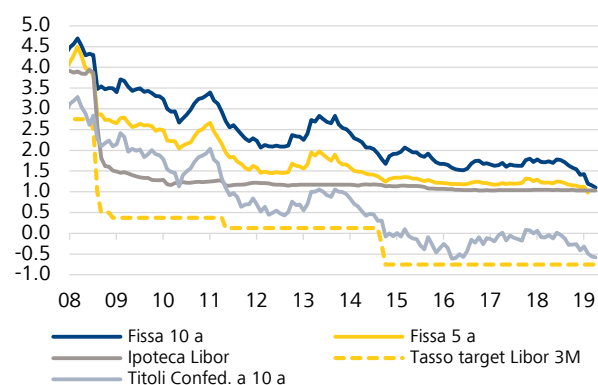
Tassi del mercato monetario e dei capitali svizzeri



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Economic Research

Tassi ipotecari a nuovi minimi

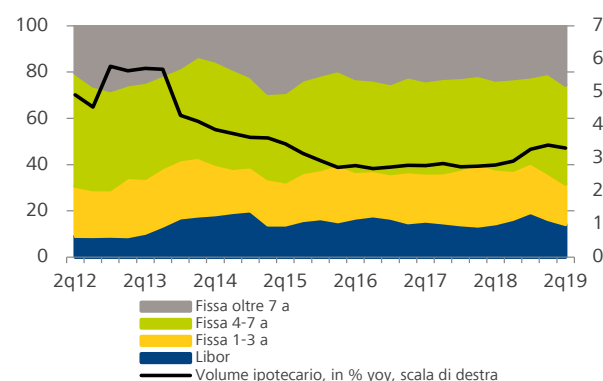
Tassi d'interesse per nuove operazioni, valore medio, in %



Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research

Richieste le ipoteche a lungo termine

Struttura della durata delle nuove ipoteche Raiffeisen, in %



Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research

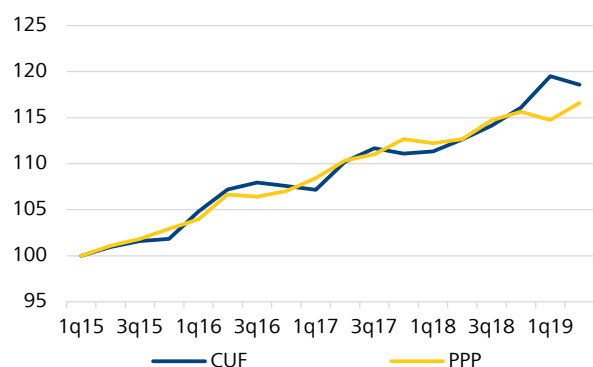
ABITAZIONI DI PROPRIETÀ

I prezzi delle proprietà abitative salgono anche quest'anno. I prezzi elevati rendono impossibile il sogno di una propria abitazione a molti svizzeri, come indica ad es. il calo della quota di proprietà. A fronte dei maggiori ostacoli normativi in molti luoghi solo una minoranza può permettersi una casa unifamiliare.

Anche nel primo semestre 2019 si osserva una tendenza costante per i prezzi delle proprietà: i prezzi delle case unifamiliari (CUF) e degli appartamenti di proprietà (PPP) aumentano sempre più. Rispetto al primo trimestre i prezzi delle CUF sono leggermente diminuiti del -0.8%, ma rispetto al secondo trimestre dell'anno precedente sono aumentati del 5% circa. Il livello dei prezzi delle PPP è salito di nuovo dell'1.6% dopo la lieve contrazione del trimestre precedente. Anche qui il rialzo dei prezzi di oltre il 3% dal secondo trimestre 2018 testimonia la tendenza al rincaro sempre maggiore delle proprietà residenziali. Come abbiamo già discusso dettagliatamente nell'edizione scorsa di Immobili Svizzera, ciò è dovuto primariamente alla combinazione di tassi ai minimi storici, che comportano una domanda sostenuta, e scarso volume dell'offerta. Al momento non vi sono segnali che indicano una svolta dei tassi bassi o un forte incremento dell'offerta. Ci aspettiamo pertanto tuttora prezzi al rialzo sul mercato svizzero delle abitazioni di proprietà.

Si amplia ulteriormente la forbice tra CUF e PPP

Indice dei prezzi di transazione Raiffeisen, 1t15=100



Fonte: SRED, Raiffeisen Economic Research

La ripartizione sulle singole grandi regioni dimostra che l'incremento dei prezzi misurato a livello nazionale si constata anche in tutte le regioni della Svizzera. Nel segmento delle CUF negli ultimi quattro trimestri l'incremento di prezzo più elevato in media è stato registrato nella Svizzera centrale (+7.7%) e nella Svizzera orientale (+7%). Nella Svizzera occidentale i prezzi delle CUF sono rimasti invariati. Per le PPP invece la Svizzera occidentale, con una crescita dei prezzi

del 5.6%, supera la Svizzera centrale (+5.5%) e la regione del Lago Lemano (+5.3%). Nel raffronto medio con l'anno precedente, i prezzi nella Svizzera meridionale hanno registrato il rialzo minore (1.5%). Anche le regioni Svizzera nord-occidentale (+2.3%), Zurigo (+2.4%) e Lago Lemano (+2.4%) hanno segnato incrementi di prezzo comparativamente piuttosto contenuti.

Andamento dei prezzi regionali

Tassi di crescita indice dei prezzi di transazione, stato 2t19, Ora: media mobile delle variazioni su 4 trimestri rispetto all'anno precedente in %

	CUF		PPP	
	Ø 13-18	Ora	Ø 13-18	Ora
Schweiz	3.1	4.8	3.3	2.9
1 Zurigo	3.7	3.6	4.1	2.4
2 Svizzera orient.	2.5	7.0	4.8	3.1
3 Svizzera centrale	2.7	7.7	3.9	5.5
4 Svizzera sett.	3.5	2.3	4.1	2.3
5 Berna	3.9	6.4	4.4	5.3
6 Svizzera merid.	2.2	3.1	2.5	1.5
7 Lago Lemano	0.8	5.4	1.9	2.4
8 Svizzera occ.	2.2	-0.1	4.6	5.6

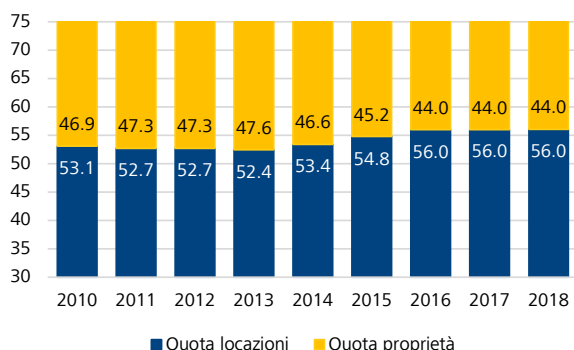
Fonte: SRED, Raiffeisen Economic Research

I prezzi elevati ostacolano il sogno di un'abitazione propria

I proprietari di abitazioni accolgono con grande favore il costante aumento dei prezzi, dato che le loro proprietà incrementano di valore ogni anno. Sebbene a causa dei tassi storicamente bassi l'acquisto di abitazioni di proprietà non sia mai stato così allettante come oggi, diventa sempre più difficile per gran parte della popolazione svizzera poter realizzare il sogno di una casa propria. Le restrizioni normative e la rapida evoluzione dei prezzi obbligano i potenziali interessati e dover reperire sempre più capitale proprio e guadagnare redditi sempre maggiori, al fine di ottenere un finanziamento ipotecario.

Quota di proprietà in calo a causa dei prezzi elevati

Quota di economie domestiche che vivono in affitto e in proprietà abitative ad uso proprio, in %.



Fonte: RIFOS, Raiffeisen Economic Research

Ovviamente tale andamento ha conseguenze strutturali sulla situazione abitativa delle economie domestiche svizzere. Tradizionalmente con una quota di abitazioni di proprietà del 40% circa la Svizzera è il fanalino di coda europeo. L'evoluzione storica indica che dagli Anni '90 la quota di proprietari è costantemente cresciuta. Tale andamento si evince grazie ai dati della Rilevazione sulle forze lavoro in Svizzera (RIFOS) dal 2010 al 2013. Nel 2013 il 47.6% dei nuclei familiari svizzeri viveva in un'abitazione di proprietà. A causa dei prezzi molto alti la tendenza si è però invertita dal 2014. Dato che sempre meno economie domestiche possono permettersi una casa propria, aumenta di nuovo la quota di locazioni. Fino al 2016 la quota di nuclei familiari che viveva in abitazioni di proprietà ad uso proprio è scesa al 44%, e ad oggi resta su tale livello. La quota di proprietari più elevata con questo rilevamento rispetto alla quota dell'Ufficio federale di statistica è dovuta a un metodo di misurazione differente.

Capitale proprio quale ostacolo elevato, ma superabile

Oggi per ottenere un'ipoteca per una proprietà ad uso proprio, gli acquirenti devono reperire almeno il 20% del prezzo di acquisto, ma solo il 10% al massimo può provenire dai fondi della previdenza obbligatoria. La tabella sottostante elenca il prezzo medio di una CUF e il patrimonio medio delle persone fisiche secondo la definizione dell'Amministrazione federale delle contribuzioni (AFC) per cantone. Emerge infatti che nella maggior parte dei cantoni il patrimonio medio basterebbe per l'acquisto di una casa tipica di 5 locali, ma va segnalato che il patrimonio medio viene trainato verso l'alto da poche persone molto benestanti. Se si considera la quota

di persone fisiche, che non può permettersi la casa tipica nel rispettivo cantone, il quadro cambia notevolmente. A seconda del cantone la quota varia tra circa la metà a oltre l'80%. Va detto però che l'AFC definisce le persone fisiche come soggetti fiscali e le coppie coniugate sono dunque considerate una persona fisica. Considerato che il 52% della popolazione adulta è coniugato, circa un terzo delle persone fisiche registrate sono coniugi.

Prezzi CUF e patrimonio di persone private

Prezzo CUF modellato (5 locali, 5 anni di età, cubatura 800m³, superficie del terreno 600m²), capitale proprio minimo necessario, patrimonio medio e quota di persone fisiche (secondo l'AFC) senza capitale proprio sufficiente.

	Prezzo CUF	Capitale proprio necessario	Patrimonio Ø	Persone fisiche senza capitale sufficiente
CH	1'147'000	229'400	342'188	71%
UR	937'000	187'400	289'731	56%
AI	977'000	195'400	396'968	58%
GR	1'002'000	200'400	349'316	58%
AR	967'000	193'400	492'708	61%
NW	1'201'000	240'200	1'052'693	61%
SZ	1'391'000	278'200	1'138'951	61%
SG	899'000	179'800	335'965	62%
GL	824'000	164'800	285'496	63%
TG	959'000	191'800	339'919	64%
AG	1'001'000	200'200	296'929	67%
SH	985'000	197'000	255'324	68%
ZG	2'079'000	415'800	832'002	69%
BE	949'000	189'800	253'845	70%
LU	1'020'000	204'000	341'435	70%
OW	1'294'000	258'800	473'411	70%
ZH	1'441'000	288'200	450'471	70%
JU	595'000	119'000	155'248	72%
VS	944'000	188'800	179'533	74%
TI	1'080'000	216'000	254'170	75%
VD	1'338'000	267'600	316'067	75%
NE	1'004'000	200'800	181'187	78%
BL	1'252'000	250'400	253'227	79%
FR	880'000	176'000	165'519	80%
BS	1'665'000	333'000	443'265	81%
SO	894'000	178'800	164'237	81%
GE	1'908'000	381'600	415'344	82%

Fonte: AFC, BNS, SRED, Raiffeisen Economic Research

All'acquisto di un'abitazione di proprietà partecipano perlopiù due persone e pertanto è soprattutto il patrimonio dell'economia domestica ad essere rilevante. Per natura i nuclei a più persone possono reperire più facilmente il capitale proprio necessario per una CUF

rispetto a singole persone. Un altro aspetto importante per il capitale proprio è l'eredità di valori patrimoniali e le donazioni sotto forma di anticipi ereditari. In Svizzera CHF 63 miliardi vengono trasmessi all'anno tra le generazioni attraverso una successione. Ogni anno l'importo delle eredità è pari a quello dei risparmi a livello nazionale. Inoltre, vengono effettuate donazioni in vita per un volume stimato di CHF 15-20 miliardi. Pertanto, annualmente sono trasferite somme elevate alle generazioni più giovani, facilitando così nettamente il raggiungimento dei requisiti patrimoniali degli interessi.

Sostenibilità teorica quale guastafeste

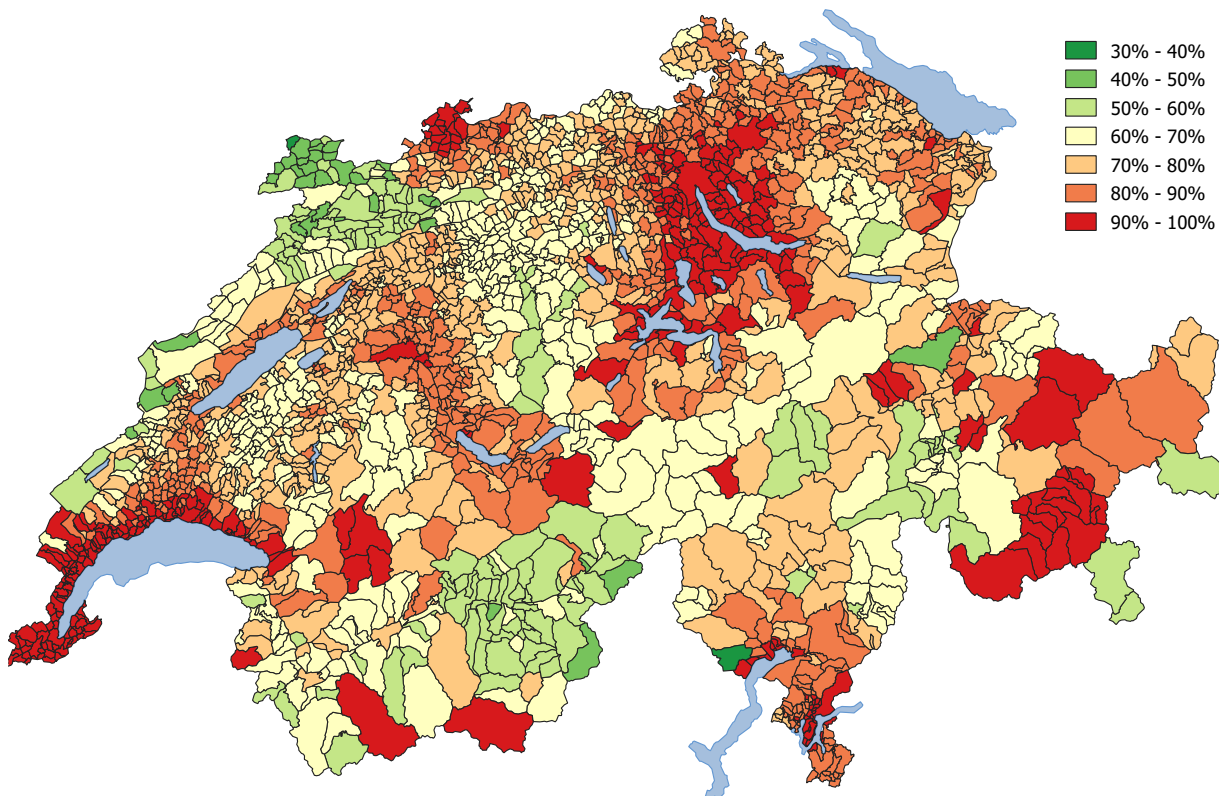
Se un'economia domestica svizzera desidera acquistare una CUF conveniente per CHF 1 milione e può fornire il 20% di capitale proprio minimo richiesto, per l'ipoteca bancaria di CHF 800'000 deve disporre di un reddito annuo di almeno CHF 176'000. Solo da tale reddito è garantito che il tasso ipotecario teorico del 5% stabilito dall'autoregolamentazione delle banche come pure l'1% ciascuno del valore di anticipo per l'ammortamento e la manutenzione non superi un terzo del reddito del nucleo familiare. Nel 2018 il salario lordo medio annuo per impie-

gati a tempo pieno in Svizzera era pari a CHF 81'000. Ciò significa che se anche due persone lavorano a tempo pieno, il salario medio non basta per soddisfare le condizioni di sostenibilità di un tale anticipo.

Nella mappa sotto è illustrato quale quota delle economie domestiche non può permettersi l'anticipo massimo di una tipica casa di 5 locali in un comune. Colpisce subito che nei bacini di utenza delle principali città oltre l'80% dei nuclei familiari non può permettersi una casa media a causa del calcolo della sostenibilità. Particolarmente grave è la situazione nella regione Zurigo e Lago Lemano. Non stupisce pertanto che le persone in queste regioni si orientino sempre più verso posizioni più rurali. Aree più grandi, in cui la maggioranza dei nuclei familiari soddisfano le condizioni di sostenibilità per una casa media, si trovano soltanto in regioni molto rurali e strutturalmente poco sviluppate dell'Arco giurassiano. In quasi tutti i comuni svizzeri l'ostacolo elevato del tasso teorico ostacola il sogno di una casa propria alla maggioranza della popolazione. A fronte dei tassi estremamente bassi e dei dubbi giustificati sulla possibile evenienza di un (forte) aumento dei tassi nel prossimo futuro, viene messa ampiamente in discussione l'adeguatezza dell'ostacolo normativo del 5%.

Regole di sostenibilità quale ostacolo insormontabile per la maggior parte delle famiglie

Quota di nuclei familiari, che non possono permettersi una tipica CUF nel proprio comune con un anticipo dell'80%.



Fonte: IBED, SRED, Raiffeisen Economic Research

APPARTAMENTI IN LOCAZIONE

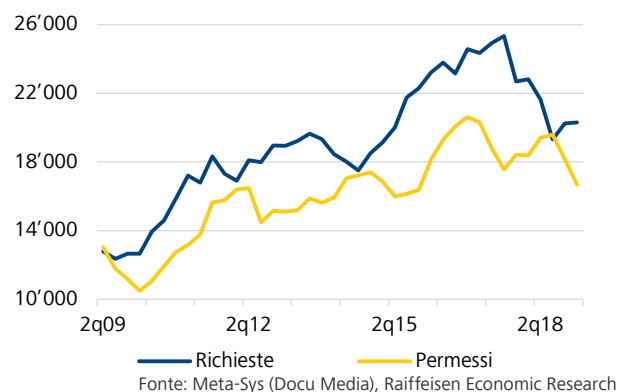
Dopo una netta flessione negli ultimi trimestri il numero di domande di costruzione di immobili di reddito si è stabilizzato da inizio anno. La caduta libera delle locazioni in offerta si è accentuata, mentre le locazioni in essere aumentano ancora. Questa differente evoluzione è dovuta all'intensa attività edilizia e al costante risanamento degli appartamenti esistenti.

Il numero di domande di costruzioni di nuovi appartamenti in locazione tende lateralmente da inizio anno, fermando così il trend al ribasso dei precedenti trimestri. I tassi bassi, ma in particolare le aspettative che rimangano tali a lungo, compensano le prospettive negative per i canoni di locazione, gli sfitti e l'immigrazione nei calcoli di rendimento degli investitori e dei progettisti. Gli investimenti in immobili di reddito restano allettanti data la mancanza di alternative per gli investitori. Sul mercato si moltiplicano i casi in cui gli investitori istituzionali immobiliari con buona solvibilità ricevono denaro per l'accensione di un'ipoteca. Alcune banche preferiscono pagare un piccolo premio ai beneficiari creditizi con buona solvibilità piuttosto che parcheggiare il denaro in eccesso su conti giro della banca nazionale con tasso negativo del -0.75%.

Sebbene il livello di attività di progettazione sia ora del 20% inferiore al picco di metà 2017, vengono progettati più appartamenti di quanto richiesto dalla domanda. Se il settore immobiliare non frena maggiormente l'attività di costruzione, gli sfitti aumenteranno nei prossimi anni e le pressioni sulle locazioni in offerta saranno maggiori.

Attività di progettazione tuttora intensa

Unità abitative per appartamenti in affitto (nuove costruzioni, totale a 12 mesi)



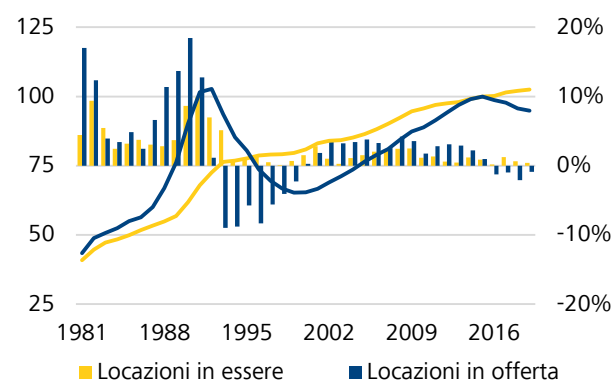
Locazioni in offerta al ribasso, in essere al rialzo

Dal 2015 in Svizzera le locazioni in offerta per gli appartamenti in affitto scendono, e oggi è del 5.1% più conveniente rispetto all'apice del ciclo attuale nel 2015. Ciò non stupisce vista la situazione del mercato, che in seguito all'intensa attività edilizia è caratterizzata da sfitti storicamente elevati e immigrazione in calo. La formazione del prezzo sul mercato degli appartamenti in locazione a livello svizzero segue le leggi naturali della domanda e dell'offerta.

Nello stesso periodo gli affitti in essere nell'indice dei canoni di locazione dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC) dell'Ufficio federale di statistica (UST) non sono diminuiti, bensì sono aumentati del 2.5%.

Indici dei prezzi divergenti

Indicizzato (col. sn.), crescita rispetto all'anno precedente (col. ds.) 2019, annualizzato, anno 2015=100

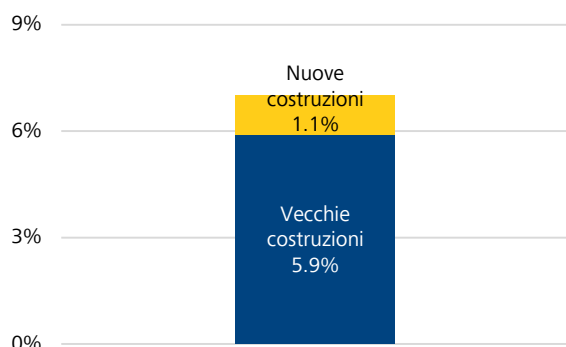


A prima vista la divergenza potrebbe stupire, ma è solo una contraddizione apparente. Poiché entrambi gli indici non effettuano le stesse misurazioni e possono dunque evolversi diversamente. Un indice dei prezzi in offerta misura l'andamento dei prezzi in offerta sul mercato, ossia degli appartamenti offerti in locazione. Si tratta sia di appartamenti di nuova costruzione che esistenti con cambio di locatari. L'indice dei prezzi al consumo (IPC) illustra invece l'evoluzione delle locazioni di tutti gli appartamenti, ossia anche quelli che non giungono sul mercato. Dato che all'anno solo il 7% di tutti gli appartamenti è messo in offerta

questo indice misura soprattutto l'andamento degli affitti esistenti.

Quota di costruzioni nuove e vecchie dell'offerta

Numero di annunci in rapporto agli appartamenti in locazione in essere, in Svizzera



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

Attività di costruzione non equilibrata a livello regionale

Un motivo della diversa evoluzione degli indici risiede nella struttura regionale dell'attività di costruzione negli ultimi anni. Gran parte delle nuove costruzioni sono sorte in comuni urbani e suburbani, causando in molti comuni un eccesso di offerta, che ha fatto lievitare gli sfiti e messo sotto pressione le nuove locazioni. Con le concessioni sui prezzi le nuove costruzioni diventano più allettanti di quelle vecchie. In caso di trasloco da costruzione vecchia a nuova sono rilevanti due annunci in una regione con prezzi al ribasso sui portali immobiliari, che confluiscono nell'indice dei prezzi in offerta.

Poiché attua una ponderazione a seconda dei volumi storicamente offerti, l'indice dei prezzi in offerta misura l'andamento dei prezzi nelle regioni con elevato cambio di appartamenti, ossia oggi nelle regioni con ampia offerta e una dinamica dei prezzi negativa, e non nelle regioni con scarsa offerta, basso cambio e prezzi al rialzo. Ad es. le grandi città come Zurigo, Berna e Ginevra (cfr. mappa nella pagina seguente).

L'indice dei prezzi esistenti misura invece l'andamento dei canoni rappresentativi in tutta la Svizzera, anche se le regioni sono ponderate per gli appartamenti in affitto esistenti. L'indice considera dunque in misura maggiore l'evoluzione dei prezzi delle regioni densamente popolate con pochi cambi e quota di locazioni più alta. Le regioni con andamento dei prezzi positivo presentano pertanto una ponderazione più forte.

Premi per durata contrattuale per le locazioni in essere

L'indice dei canoni di locazione esistenti sale se gli affitti in offerta presentano un livello più alto delle locazioni in essere e al contempo si riduce la durata media del contratto di locazione.

A parità di condizioni gli appartamenti in cui gli inquilini vivono da più lungo tempo sono più convenienti di quelli in cui gli inquilini si sono trasferiti da poco, poiché il diritto di locazione tutela i locatari esistenti da adeguamenti degli affitti al livello di mercato. Quanto più a lungo si rimane, tanto maggiore sarà il "premio per durata contrattuale", dato che dal 2000 al 2015 le locazioni in offerta sono aumentate di più degli affitti esistenti. Chi trasloca dopo tanto tempo da una vecchia costruzione perde questo premio e paga una locazione di mercato senza tale riduzione. Tale premio si può perdere per vari motivi. Alcuni devono traslocare per motivi professionali o familiari, altri trovano un nuovo appartamento più interessante, e altri ancora sono obbligati ad andarsene per una disdetta per risanamento totale. Da fine 2015 a fine 2018 la durata contrattuale media dei contratti di locazione svizzeri è nettamente scesa da 10.1 a 8.7 anni. Questo calo equivale a uno scioglimento dei premi per durata contrattuale, e comporta un forte incremento degli affitti in essere. Le locazioni in offerta non misurano questo effetto, poiché le nuove locazioni non dispongono di alcun premio per durata contrattuale.

Sovracompensazione dell'effetto del tasso di riferimento

Questi effetti che trainano i prezzi delle locazioni esistenti si sovrappongono alle conseguenze degli affitti in offerta in calo e della flessione del tasso di riferimento. Un tasso di riferimento al ribasso autorizza in teoria i locatari esistenti a richiedere la riduzione del canone di locazione. Da metà 2015, nonostante i tassi siano scesi nettamente, il tasso di riferimento si è ridotto soltanto una volta di 0.25 punti percentuali. Se tutti gli affittuari avessero chiesto un adeguamento del canone e tutti i locatori l'avessero concesso ceteris paribus, tale riduzione avrebbe comportato una diminuzione degli affitti in essere del 3% durante gli ultimi 4 anni. In realtà però soltanto il 20% circa degli affitti in essere vengono adeguati in seguito alle riduzioni del tasso di riferimento. Pertanto l'effetto annualizzato della contrazione del tasso di riferimento sulle locazioni esistenti dal 2015 ammonta a soltanto lo 0.15% annuo. L'effetto degli affitti in offerta in calo è comparativamente contenuto,

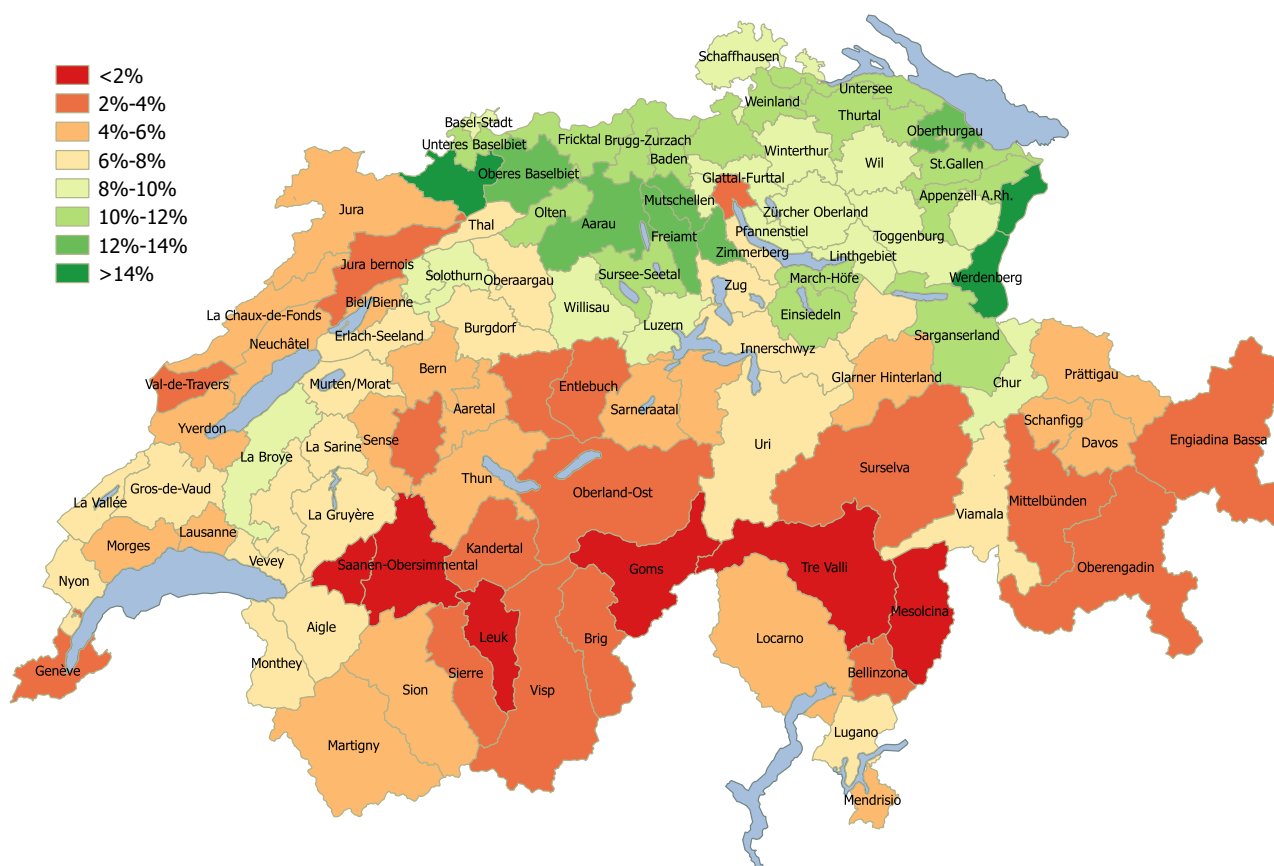
poiché questi rappresentano solo il 7% degli appartamenti in essere. Entrambi gli effetti unitamente non bastano per compensare le conseguenze descritte dello scioglimento dei premi per durata contrattuale e della forte ponderazione delle regioni con andamento dei prezzi positivo. Le locazioni in essere seguitano così ad aumentare.

Nessuna legge della natura

Ma il continuo incremento degli affitti esistenti non è una legge della natura. Sul lungo periodo le locazioni in offerta e gli affitti in essere seguono la stessa tendenza. A fronte dei tassi persistentemente bassi prevediamo che il tasso di riferimento scenda di un quarto di punto percentuale nel 2020, pesando così sugli affitti esistenti. Data l'intensa attività di costruzione anche gli affitti in offerta diminuiranno ulteriormente, facendo così contrarre il premio per durata contrattuale, che a sua volta riduce il potenziale di aumento delle locazioni in essere.

Cambio di appartamenti in locazione

Numero di annunci di appartamenti in locazione rispetto agli appartamenti in essere, 2018



Fonte: Meta-Sys, UST, Raiffeisen Economic Research

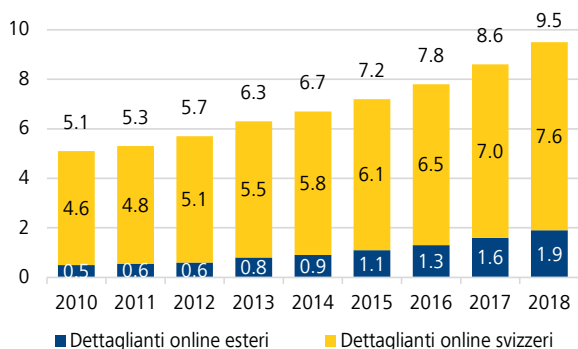
IMMOBILI COMMERCIALI – RETAIL E SHOPPING CENTRE

Il continuo trasferimento nel comparto online e un forte turismo dello shopping esercitano ampie pressioni sul commercio stazionario. Sia in centro città che nei grandi centri commerciali, il forte cambio strutturale lascia tracce sul mercato degli immobili di reddito.

Il commercio al dettaglio stazionario in Svizzera risente della forza sempre maggiore che acquisisce il segmento online. Nel 2018 i dettaglianti online hanno registrato un fatturato di CHF 9.5 miliardi, pari a quasi il 10% del fatturato totale del settore del commercio al dettaglio. La crescita annua è particolarmente considerevole. Rispetto al 2017 nel 2018 il comparto online è progredito del 10% o di CHF 900 milioni. Se l'e-commerce genera nel segmento food solo il 2.5% circa del fatturato, nel non food è già del 16%, anche se è l'elettronica domestica a primeggiare con il 33% di fatturato online.

Commercio online in costante crescita

Fatturati nel commercio online in CHF miliardi suddivisi per piattaforme e-commerce svizzere ed estere



Fonte: GfK, ASVAD, Raiffeisen Economic Research

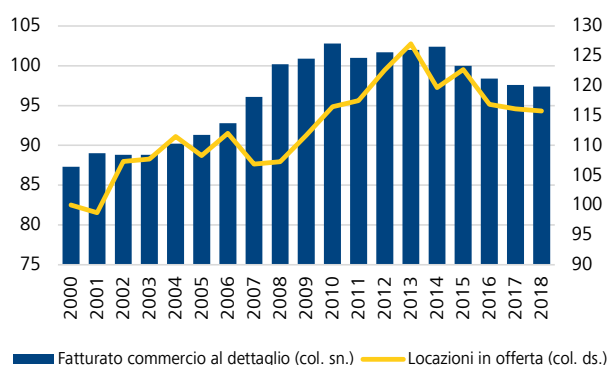
Uno sguardo ai fatturati del settore del commercio al dettaglio, in cui rientra il commercio online, evidenzia le ulteriori grandi sfide. Ad esempio verso la fine degli anni 2000 i tassi di crescita del fatturato annuo si sono nettamente appiattiti, a causa della saturazione dei consumi dei nuclei familiari svizzeri, che effettuano una quota sempre minore di consumi privati nel commercio al dettaglio. Si nota chiaramente anche l'effetto dello shock del franco, che da gennaio 2015 ha reso drasticamente più allettante gli acquisti all'estero (online e stazionari). Malgrado negli ultimi 10 anni il vantaggio di prezzo relativo dei commercianti esteri si sia ridotto, si stima che all'anno vengano tuttora spesi quasi CHF 10 miliardi nei Paesi limitrofi.

I fatturati in calo e le prospettive negative per il futuro hanno causato chiusure di filiali, riduzioni delle superfici

e tagli del personale. Di conseguenza, la domanda di superfici di vendita da parte di classici interessati è calata, come dimostrano i prezzi in offerta in calo delle superfici retail. Dopo la forte flessione dei prezzi dal 2013 al 2016 le nuove locazioni si sono stabilizzate un po' (vedi prossimo grafico). Nonostante persista il cambio strutturale nel comparto retail, non vi sono segnali dell'insorgere di città fantasma: a Zurigo la quota di sfritto di CBRE è dello 0.8%, secondo noi è però sottostimata, a Lucerna dello 0.9%, a Basilea dell'1.9% e a Losanna del 2.1%. A livello svizzero solo l'1.1% di tutte le superfici di vendita è sfritto. Pertanto, malgrado la domanda in calo da parte dei commercianti al dettaglio, le superfici retail seguono ad essere ben affittate. Le superfici in buone posizioni divenute vuote diventano allettanti per altri interessati, in particolare se i prezzi scendono. Ad esempio si vede che nei centri città le superfici di negozi vuote vengono ora utilizzate da imprese gastronomiche. Inoltre, sorgono anche spazi per i servizi personali, che acquisiscono sempre più rilevanza, in posizioni buone e finora proibitive. La sparizione di case di moda o di dettaglianti specializzati nell'elettronica crea quindi opportunità per nuovi offerenti e concetti. Tuttavia, i locatori devono prevedere minori ricavi da locazione, poiché questi affittuari presentano spesso una produttività inferiore. E per il settore immobiliare ciò genera più problemi degli sfritti.

Le perdite di fatturato esercitano pressioni sugli affitti

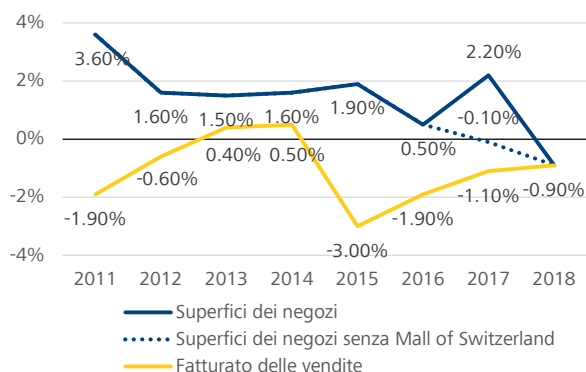
Fatturati nel commercio al dettaglio, senza carburante in CHF miliardi e locazioni in offerta di superfici di vendita, indicizzato



Fonte: UST, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Shopping centre in crisi?

Variazione di fatturati e superfici di vendita negli shopping centre, senza stazioni e aeroporti, in % yoy

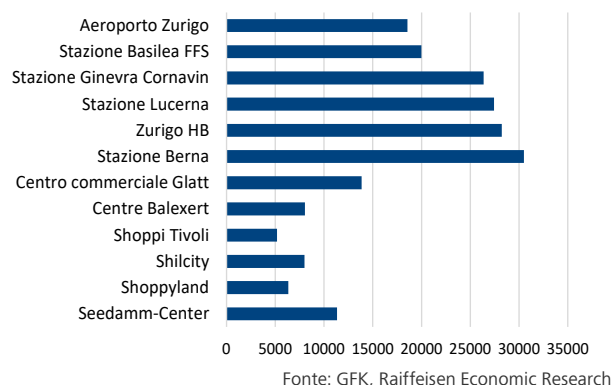


Fonte: GfK, Raiffeisen Economic Research

Proprio come nel commercio al dettaglio in città, anche gli shopping centre subiscono le pressioni del cambio strutturale. Dal 2014 i fatturati dei 191 shopping centre svizzeri diminuiscono annualmente. Nei prossimi 5-10 anni si stima la chiusura di circa 1'000 dei 5'500 negozi nei centri commerciali. La necessità di intervento è quindi urgente. Ristrutturazioni, rivitalizzazioni o ampliamenti sono previsti in numerosi centri, che ormai in media trentenni sono divenuti obsoleti. Oltre alle modifiche edilizie gli shopping centre devono riposizionarsi in un mondo del commercio al dettaglio plasmato dalla digitalizzazione, dallo shopping online e dal multichanneling. Analogamente ai centri città si constata una variazione del mix di locatari, con più gastronomia e altri servizi. Anche qui ciò aiuta a mantenere bassa la quota di sfitti, ma si ripercuote sui redditi da locazioni. Nei centri città la clientela può contare su location, attrazioni e una molteplice offerta di consumi e intrattenimento, mentre gli shopping centre devono "allettare" maggiormente i clienti con offerte, per restare interessanti per gli affittuari. In un'epoca in cui il semplice voler fare acquisti non è più motivo sufficiente per recarsi in un centro commerciale, un'alta frequenza di clientela va raggiunta in altro modo. Intrattenimento, offerte culturali e ambiente diventano sempre più importanti. Urban entertainment center, che comprendono anche appartamenti, uffici o alberghi e che siano ben adeguati alle esigenze locali fungeranno ancora da faro in avvenire. Il trend di rinunciare a semplici superfici commerciali a favore di altre offerte diventa sempre più visibile. Se non si considera la crescita di superfici dovuta all'apertura del Mall of Switzerland, l'effettiva superficie di vendita si riduce in tutta la Svizzera dal 2017.

Le stazioni superano i centri commerciali

Fatturato per m² di superficie di vendita di shopping centre e stazioni con maggiore fatturato, stato 2017 o 2018



Fonte: GfK, Raiffeisen Economic Research

Le vie degli acquisti nelle stazioni e negli aeroporti possono essere considerate in linea di principio come centri commerciali. Qui è considerevole l'alta produttività rispetto agli shopping centre classici. La stazione di Berna per m² fa più del triplo della media dei 6 centri commerciali a maggiore fatturato (vedi grafico sopra). Il motivo va ricercato primariamente nella posizione dei commercianti in stazioni molto frequentate. Ad esempio a Zurigo HB circa mezzo milione di persone prende quotidianamente treni a breve o lunga percorrenza. Oltre all'elevata importanza della frequenza dei clienti ciò evidenzia anche un altro aspetto rilevante dell'odierno comparto retail: l'importanza e il potenziale dei convenience store. Andando al lavoro molte persone si avvalgono della possibilità di mangiare un boccone, acquistare alimentari o comprare qualcosa in farmacia. Pertanto, i gestori prevedono ancor più gastronomia e offerte di convenience store.

Shopping centre del futuro

È dunque chiaro che il tradizionale modello di business dei templi dei consumi non è più al passo con i tempi. Sorge anche la questione se il termine centro commerciale sia ancora adeguato per l'avvenire. Gli sviluppi indicano un netto allontanamento dal commercio al dettaglio verso l'entertainment con convenience store, gastronomia e intrattenimento. In tale contesto non stupisce che si prospetti grande successo per un progetto come "The Circle" all'aeroporto di Zurigo. La combinazione tra officine di lavoro e crocevia di traffico con gastronomia, commercio al dettaglio e intrattenimento potrebbe essere il modello futuro di successo del nuovo "shopping centre".

E SE I TASSI SALISSERO VERAMENTE?

Perché i tassi sono scesi a un minimo storico? Che cosa deve succedere affinché avvenga una svolta dei tassi con un forte incremento? E quanto gravi sarebbero le conseguenze di uno shock dei tassi per il mercato immobiliare svizzero?

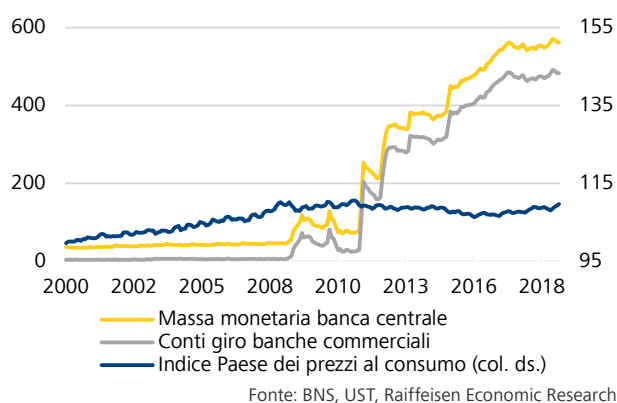
Il basso contesto dei tassi era, è e rimane il principale motore degli sviluppi sul mercato immobiliare svizzero. Oltre alla politica monetaria espansiva sussistono numerose cause fondamentali per un livello dei tassi costantemente basso. Ci attendiamo quindi che perduri ancora per vari anni. Non prevediamo alcun incremento consistente né tanto meno uno shock dei tassi. Tuttavia, dato che le previsioni possono essere notoriamente errate, è opportuno riflettere anche sugli scenari improbabili, poiché a una svolta dei tassi vengono spesso attribuite conseguenze in parte devastanti per il mercato immobiliare e l'economia complessiva. Ma è proprio così?

Sempre più denaro e ciononostante nessuna inflazione

Secondo i classici modelli economici dei monetaristi del premio Nobel Milton Friedman un eccessivo ampliamento della massa monetaria comporta sempre a medio termine un'inflazione. Se l'offerta di denaro aumenta, salgono i prezzi, perché un'unità monetaria nominale ha meno valore. Malgrado anni di politica monetaria espansiva, da anni non si verifica però alcuna inflazione dei prezzi al consumo. Un vero e proprio mistero per gli economisti.

Sganciamento di massa monetaria e inflazione

In CHF miliardi (col. sn.), indicizzato (col. ds.)

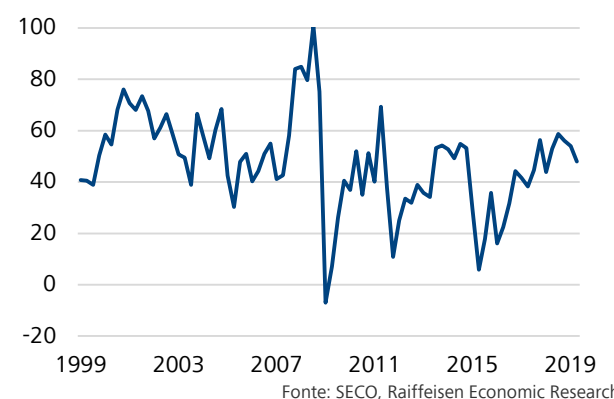


Da anni non vi è alcuna inflazione effettiva e anche le aspettative inflazionistiche non indicano nessuna tendenza verso una maggiore inflazione (vedi grafico a destra). Un motivo è che la domanda di detenzione di moneta

delle banche e dei privati è salita dopo la crisi finanziaria per via delle prospettive incerte e della domanda di crediti più contenuta; il denaro viene depositato sul conto sicuro e non viene investito. L'ampliamento della massa monetaria non ha dunque avuto effetto sull'economia reale. La politica monetaria espansiva tiene conto soprattutto di un aumento della domanda di denaro e non è la sola responsabile del basso livello dei tassi. Con la politica espansiva le banche centrali hanno contribuito a non far incrementare i tassi nominali attraverso questa domanda aggiuntiva di denaro.

Nessun trend per le aspettative inflazionistiche

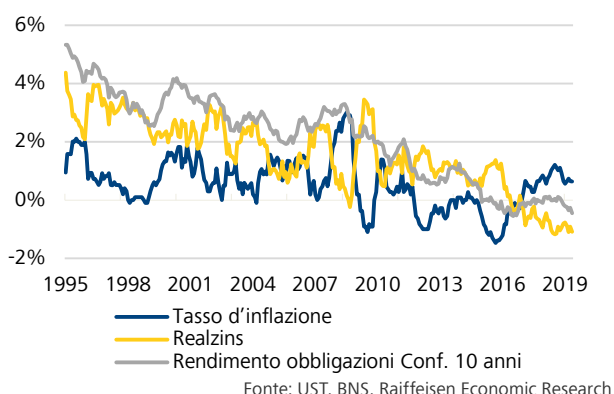
Indice dell'evoluzione dei prezzi atteso dai consumatori svizzeri, 0 = inflazione invariata, 100 = inflazione più elevata



Motivi fondamentali per i tassi bassi

Il tasso nominale è composto dalle aspettative inflazionistiche e dal tasso reale. A fronte di aspettative inflazionistiche anche solo leggermente al ribasso è soprattutto la componente del tasso reale a dover essere responsabile dei tassi fortemente in calo degli ultimi anni. Secondo le comuni scuole di pensiero il tasso reale non può essere determinato a medio termine dalla politica monetaria. L'inflazione dei prezzi patrimoniali, osservata in caso di aumento dei corsi azionari e dei prezzi immobiliari, è dovuta soprattutto a motivi fondamentali, piuttosto che monetari, come viene suggerito nelle discussioni sulla politica monetaria delle banche centrali. Il trend al ribasso dei tassi reali dura già da 20 anni, e vi sono varie spiegazioni per questo andamento.

Tasso reale svizzero in calo



Determinanti del tasso reale

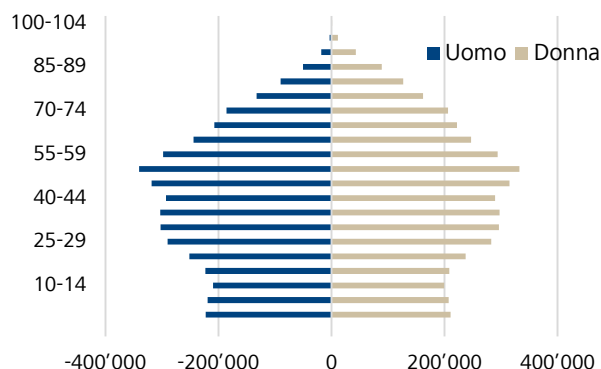
Il tasso reale non è altro che il prezzo per l'attuale rinuncia al consumo. Questo prezzo viene costituito sul mercato del risparmio, in cui l'offerta è determinata dai risparmi, mentre la domanda dagli investitori che non possono o non vogliono finanziare loro stessi i loro progetti. Il tasso reale è il prezzo che crea equilibrio tra risparmi e investimenti. Pertanto, una variazione del tasso reale va di pari passo con un cambiamento della propensione al risparmio o agli investimenti, o di entrambe.

La terza età risparmia di più

Il calo dei tassi reali è dovuto anche alla maggiore aspettativa di vita e al forte invecchiamento della società in numerose delle regioni economicamente più forti al mondo, in particolare in Europa, Cina e Giappone. Si vive sempre più a lungo e si fanno sempre meno figli. Al contempo il periodo di lavoro tende a diminuire. Dato che il pensionamento va finanziato con i risparmi, la quota di risparmio in queste regioni è alta. I risparmi finiscono sui mercati dei capitali al fine di conseguire un rendimento. La crescente domanda di possibilità di investimento fa dunque salire i prezzi patrimoniali. In particolare l'influsso dell'evoluzione dinamica dell'economia in Cina negli ultimi anni potrebbe aver avuto, e avere tuttora, un forte effetto sui tassi reali globale attraverso questo canale. A causa della forte crescita economica, ma anche del passaggio da una società in cui i figli provvedevano tradizionalmente ai propri genitori nel pensionamento verso una in cui il mercato dei capitali acquisisce questo ruolo, attraverso assicurazioni sociali e risparmi privati sui mercati finanziari vi sono grandi flussi di capitali.

I baby boomer lavorano e risparmiano ancora

Piramide dell'età in Svizzera



La digitalizzazione risparmia capitale e inasprisce la concorrenza

Al contempo sempre più imprese si stanno facendo strada con il progredire della digitalizzazione e la continua evoluzione da società industriali a società di servizi, che necessitano di meno capitale per la fornitura dei servizi. Offrono meno volumi per possibilità di investimento. La carenza di alternative di investimento traina i prezzi al rialzo, riducendo il tasso reale. Ma non è tutto: i prodotti di queste ditte e in generale la digitalizzazione inaspriscono la concorrenza in quasi tutti i settori, esercitando pressioni sui margini di utile a livello di economia complessiva. Gli investimenti diventano dunque sempre meno proficui, riducendo la domanda di capitale e il tasso reale. La sharing economy, l'economia di piattaforma nonché l'intelligenza artificiale accentuano ulteriormente queste evoluzioni.

La globalizzazione esercita pressioni sui prezzi

La crescente globalizzazione inasprisce continuamente la concorrenza in quasi tutti i mercati. Le imprese non solo devono far fronte sempre più alla concorrenza estera, ma per i beni industriali si intensifica anche la concorrenza interna nel settore dei servizi, poiché per le attività legate alla località ogni ditta può ricorrere a un serbatoio infinito di forze di lavoro produttive e convenienti nell'Estremo Oriente o nell'Europa dell'Est. Ciò riduce i margini e dunque l'utile per unità di capitale utilizzata. La domanda di investimenti diminuisce, facendo pressioni sul tasso reale. Inoltre, per via dei mercati del lavoro globali non si verifica più una spirale salari-prezzi se la congiuntura gira a pieno ritmo, perché le imprese possono dislocare i lavori all'estero. Di conseguenza, i salari reali non salgono quasi più.

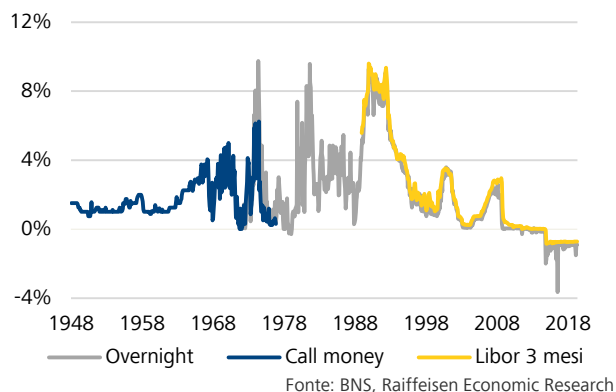
Trend di non breve durata

Questi sviluppi sono di lungo periodo e plasmeranno gli anni a venire. Un'interruzione di tale trend a breve è esclusa. Il suo effetto frenante sul tasso reale proseguirà. A livello fondamentale molto depone a favore di un basso livello dei tassi costante per anni. Dato il lungo termine e l'inerzia della tendenza si verificheranno eventualmente solo lenti processi di adeguamento, e il tasso potrà aumentare fortemente al più presto a medio termine.

Che cosa potrebbe far salire comunque i tassi?

Di fondo vi sono due scenari che potrebbero far salire improvvisamente i tassi. Il primo è un inatteso forte incremento dell'economia mondiale, in particolare anche una crescita ampiamente sostenuta in Europa quale mercato di gran lunga più importante per l'economia svizzera. Sulla scia della BCE, che attua una politica restrittiva per contrastare i fenomeni di surriscaldamento come inflazione e allocazioni errate di capitale, la BNS potrebbe aumentare i tassi senza causare pressioni al rialzo sul franco. Ma si delinea però piuttosto il contrario, poiché i recenti indicatori segnalano persino un rallentamento economico. La Fed e la BCE si sono posizionate in modo tale da contrastare l'indebolimento che si delinea della congiuntura con ulteriori stimoli a livello di politica monetaria. Se contro alle aspettative dovesse verificarsi questo scenario di aumento dei tassi, per il mercato immobiliare non sarebbe comparativamente pericoloso. I prezzi patrimoniali, inclusi quelli immobiliari, finirebbero un po' sotto pressione, ma il contesto economico positivo proteggerebbe i prezzi dai movimenti al ribasso con ulteriori impulsi alla domanda. Il secondo scenario è più imprevedibile, e potenzialmente più rischioso. Con la politica monetaria molto espansiva, i tassi negativi e la lievitazione del proprio bilancio, le banche centrali si addentrano in un territorio inesplorato. Per molti economisti è un mistero che ne sia derivata finora alcuna inflazione dei prezzi al consumo da una politica così espansiva. L'effetto a lungo termine è però incerto. Un rialzo improvviso dell'inflazione e un forte aumento dei tassi per contrastarla con al contempo una debole economia sarebbe il peggior esito possibile di questo esperimento. Al momento non si intravede alcun segnale in tal senso, ma a fronte della costellazione storicamente straordinaria in cui ci troviamo, non si può rimandare alle previsioni del passato tanto amate dagli economisti, né illustrare parallelismi o estrapolare schemi della storia per effettuare proiezioni sul futuro.

I tassi a breve svizzeri sono stati raramente oltre il 5%



Svolte dei tassi storiche

Sebbene questa volta sia tutto diverso, come sempre nella storia dell'economia, vale la pena dare uno sguardo al passato. Sul fronte dei tassi si sono verificate più volte frenesia e turbolenze. Un continuo su e giù con grandi oscillazioni era la norma storicamente. Negli Anni '60 i tassi a breve hanno registrato spesso un incremento di vari punti percentuali entro l'anno e vi sono stati persino shock dei tassi di oltre l'8% su base annua, ma anche tassi vicino allo zero all'inizio degli Anni '70 o sotto lo zero a fine Anni '70. Per tassi a breve in questo testo si intende di seguito il Libor a 3 mesi.

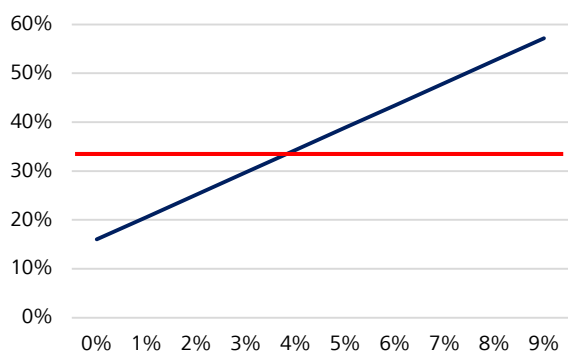
Che effetto ha un aumento dei tassi sui proprietari di abitazioni?

Un improvviso incremento dei tassi peserebbe di più su chi finanzia marginalmente a breve l'abitazione di proprietà, ossia chi ha acquistato un immobile con il massimo dell'anticipo possibile attraverso un'ipoteca del mercato monetario e presenta una sostenibilità appena sufficiente, poiché in questo caso l'aumento sarebbe di grande impatto immediato sul portafoglio. La sostenibilità delle abitazioni di proprietà ad uso proprio è data, se i costi abitativi teorici rappresentano meno di un terzo del reddito dell'economia domestica. I costi abitativi teorici equivalgono al 5% dei pagamenti dei tassi teorici indicati più i pagamenti degli ammortamenti e le spese di manutenzione. Entrambi rappresentano un ulteriore 1% ciascuno, se calcolati in maniera conservativa. La regola d'oro, secondo cui i costi abitativi non devono superare un terzo del reddito del nucleo familiare, viene violata nel primo caso, ossia da parte dei finanziatori marginali, soltanto se i tassi a breve, ora al -0.75%, salgono al 4%.

L'aumento dei tassi a breve fa male davvero solo oltre il 4%

Quota di spese abitative rispetto al reddito per livello dei tassi.

Ipotesi: ipoteca Libor, anticipo 80%, margine d'interesse 1%, manutenzione e ammortamento 1% ciascuno del valore dell'abitazione



Fonte: Raiffeisen Economic Research

A fronte di un aumento massiccio dei tassi persino i proprietari di immobili con il finanziamento più rischioso e più fortemente indebitati sarebbero ancora in grado di farsi carico dei tassi. Un livello dei tassi del 4% (onere dei tassi effettivo, incl. margine d'interesse del 5%) fa male, ma è sostenibile per la maggior parte delle economie domestiche, se tirano la cinghia altrove. Diventa doloroso solo se i tassi salgono oltre il 5% per un periodo prolungato di tempo: situazione che si è verificata solo un'unica volta negli ultimi 70 anni, ossia prima e durante la grande crisi immobiliare svizzera degli Anni '90. Da aprile 1989 a maggio 1993 il Libor a 3 mesi ha quotato costantemente sopra il 5%. A dicembre 1987 il tasso era ancora molto basso, allo 0.3%.

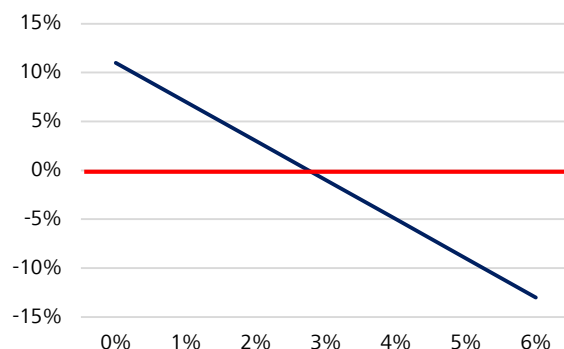
E che effetto ha sui locatari?

Se si fa lo stesso calcolo per un appartamento a scopo di reddito e si dà per scontato costanti ricavi da locazione, un finanziamento di terzi dell'80%, un reddito iniziale netto del 3%, oggi spesso osservato sul mercato, e un rifinanziamento con un'ipoteca Libor, ci si accorge che per un tale investitore il calcolo non funziona già più da un incremento dei tassi al 2.75%. Infatti, da questo livello il rendimento del capitale proprio è negativo, se tale investitore non può aumentare gli affitti. Storicamente un tale livello dei tassi è piuttosto alto, poiché il tasso medio a breve degli ultimi 70 anni si attesta a poco oltre il 2%, ma non è per nulla straordinario e può protrarsi per periodi prolungati.

Immobili a reddito: una fonte di perdite già dal 2.75%

Rendimento del capitale proprio per livello dei tassi

Ipotesi: ipoteca Libor, anticipo 80%, margine d'interesse 1%, rendimento iniziale netto 3%



Fonte: Raiffeisen Economic Research

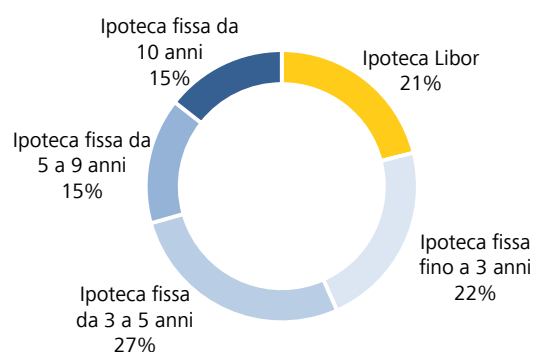
Se oltre al maggiore onere dei tassi scendono anche i ricavi da locazione per via degli sfiti o delle concessioni sul prezzo, un investimento oggi proficuo diventa rapidamente una perdita.

Solo una minoranza ha un'ipoteca Libor

Attualmente "solo" il 20% circa delle nuove stipulazioni sono ipoteche Libor. I tassi di questi crediti oscillano direttamente con l'attuale livello dei tassi.

Struttura della durata delle nuove ipoteche

Quota di prodotti delle nuove ipoteche



Fonte: Raiffeisen Economic Research

Sarebbero direttamente interessate da un aumento dei tassi anche le ipoteche fisse in scadenza, che devono essere rifinanziate ai tassi di mercato vigenti. Considerando la durata del vincolo dei tassi dell'intero portafoglio di ipoteche svizzere, il 45% del volume ipotecario presenta un vincolo dei tassi di meno di un anno.

Vincolo dei tassi residui del portafoglio ipotecario

Quota di ipoteche in essere per vincolo dei tassi residui



Fonte: Raiffeisen Economic Research

Entro un anno quasi la metà del portafoglio ipotecario svizzero sarebbe interessato da una variazione dei tassi, ed entro due anni la quota salirebbe al 60%. Un rialzo dei tassi avrebbe dunque un forte influsso sul livello medio di onere dei tassi dei proprietari nel giro di relativamente poco tempo.

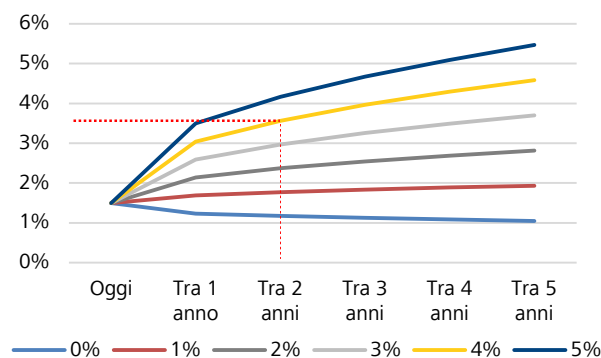
Il tasso di riferimento gioca a favore dei locatori?

Per gli immobili di reddito si argomenta che tassi più elevati possono essere trasmessi per legge ai locatori attraverso il tasso di riferimento e, pertanto, i ricavi da locazione costanti ipotizzati in semplici esempi di calcolo sono nettamente troppo pessimistici. In effetti, il tasso di riferimento reagisce relativamente rapidamente alle ampie variazioni dei tassi. Viene adeguato trimestralmente e non è altro che il tasso medio con cui è remunerato l'intero portafoglio ipotecario dalle banche svizzere. Il grafico sotto indica per differenti livelli dei tassi a breve come si svilupperebbe nel tempo il tasso di riferimento, se le ipoteche in scadenza fossero rifinanziate con ipoteche Libor e questo livello dei tassi restasse costante nel tempo. Si ipotizza un margine d'interesse Libor dell'1%. Le riflessioni partono dall'attuale tasso di riferimento che da inizio 2017 è sceso a un minimo storico dell'1.5%. Ogni quarto di punto percentuale in più, fino a un tasso di riferimento del 5%, autorizza i locatori a un trasferimento del canone locativo del 3%. Quarti di punti percentuali in caso di tasso di riferimento dal 5% al 6% autorizzano un trasferimento del 2.5%, mentre sopra al 6% del 2%.

Il tasso di riferimento si adegua molto rapidamente

Esempio di lettura (linea rossa tratteggiata):

se il Libor a 3 mesi schizza al 4% e resta per 2 anni a questo livello, il tasso di riferimento tra 2 anni sarà del 3.6%. Ipotesi: margine d'interesse 1%



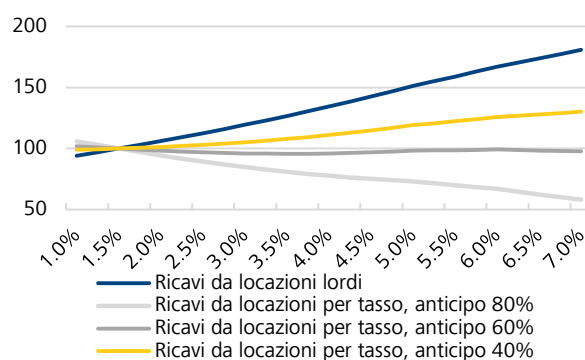
Fonte: Raiffeisen Economic Research

Chi trae profitto e chi accusa perdite?

Se ipoteticamente ci si potesse indebitare al tasso di riferimento, ossia al tasso medio delle ipoteche in essere, e se si trasferisse integralmente il tasso di riferimento ai locatori, i locatori trarrebbero profitto o accuserebbero perdite dal rialzo del tasso di riferimento a seconda del grado di indebitamento rispetto alla situazione odierna. Se l'anticipo è superiore al 60%, l'effetto negativo dell'onere dei tassi più alto è maggiore dell'effetto positivo dei ricavi da locazione più alti. Se l'anticipo è inferiore al 60%, il locatore trae profitto da un aumento del tasso di riferimento. Ma sono proprio i proprietari fortemente esposti a causa degli elevati anticipi a non poter trasferire integralmente l'onere dei tassi ai locatori.

L'anticipo elevato viene penalizzato

Effetto sui ricavi a seconda del livello del tasso di riferimento per la struttura di finanziamento analogamente al mercato complessivo e trasferimento integrale del tasso di riferimento ai locatori, indicizzato, 1.5%=100



Fonte: Raiffeisen Economic Research

Quanto costa un aumento dei tassi al locatore?

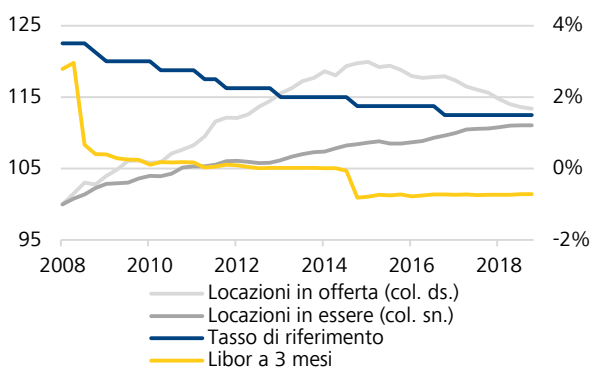
In realtà, non è possibile finanziarsi al tasso di riferimento. Se il tasso sale, l'investitore con finanziamento a breve deve rifinanziarsi al tasso Libor più elevato. Un esempio di calcolo per un'abitazione con un anticipo dell'80% attraverso un'ipoteca Libor, che costa CHF 1 milione ed è affittata a CHF 40'000 all'anno, illustra che un rialzo del tasso del 3% costa all'investitore CHF 25'000 malgrado il trasferimento sulle locazioni del tasso di riferimento più elevato. Senza adeguamento del tasso di riferimento, lo shock dei tassi costerebbe persino CHF 32'000. Al contrario un investitore a tasso fisso ne trarrebbe profitto, perché non dovrebbe pagare interessi maggiori, ma potrebbe chiedere locazioni superiori. Dato che gli oggetti di reddito presentano in media un anticipo del 60%, a livello di economia complessiva uno shock dei tassi sarebbe in teoria un gioco a somma zero per i locatori, se il meccanismo di adeguamento degli affitti funziona tramite il tasso di riferimento.

Al mercato non interessa il tasso di riferimento

Le riflessioni sul tasso di riferimento sono puramente teoriche. In realtà, negli ultimi decenni le locazioni hanno seguito un andamento a prescindere dal tasso di riferimento. In un contesto di crescenti sfitti e locazioni in offerta in calo sarebbe naïf ipotizzare che gli aumenti del tasso di riferimento possano essere automaticamente trasferire ai locatari. Soprattutto in posizioni secondarie con offerta rigogliosa i locatori si guarderebbero bene dal chiedere affitti più elevati, per timore di perdere i locatari. Pertanto, ci aspettiamo che nell'attuale contesto gran parte di uno shock dei tassi dovrebbe essere sostenuto dai locatari. La potenza del mercato è più forte dei paragrafi nella legge.

Locazioni a prescindere dal tasso di riferimento

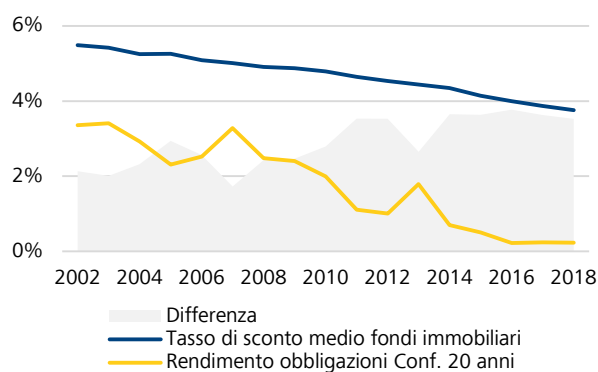
Affitti indicizzati, t208=100



Furia di investimento cieca?

Nel contesto attuale gli investitori hanno dunque esagerato e si espongono a troppi rischi? Per la valutazione di immobili di reddito è rilevante il cosiddetto tasso di sconto, con cui si può determinare il valore di un immobile di reddito in base ai redditi da locazione. In teoria il tasso di sconto è composto da un tasso a rischio zero e da premi di rischio specifici del mercato e dell'oggetto. Le società immobiliari quotate presentano nel loro bilancio il tasso medio, che viene utilizzato per la valutazione dei propri immobili. I titoli di Stato a lungo termine sono usati come approssimazione del tasso a rischio zero. Se si raffronta l'andamento dei tassi di sconto a quello del tasso a rischio zero ne risulta che dal 2002 il tasso di sconto è sceso più lentamente degli interessi. La differenza tra entrambi i tassi era nel 2002 del 2.1%, mentre a fine 2018 era già al 3.5%. Questo andamento ha due cause. Primo, gli investitori oggi prevedono sfitti più elevati e in ulteriore aumento nonché canoni più bassi in avvenire. Secondo, non si aspettano il perdurare all'infinito del basso livello dei tassi. Nel mercato degli immobili di reddito vi sono dunque investitori che effettuano calcoli ampiamente razionali, i quali non investono alla cieca, solo perché il denaro è così conveniente da ottenere e perché pensano di poter trasferire facilmente l'aumento dei tassi ai locatari.

I tassi di sconto scendono in misura minore degli interessi



Nessuna ricetta per la fine del mondo

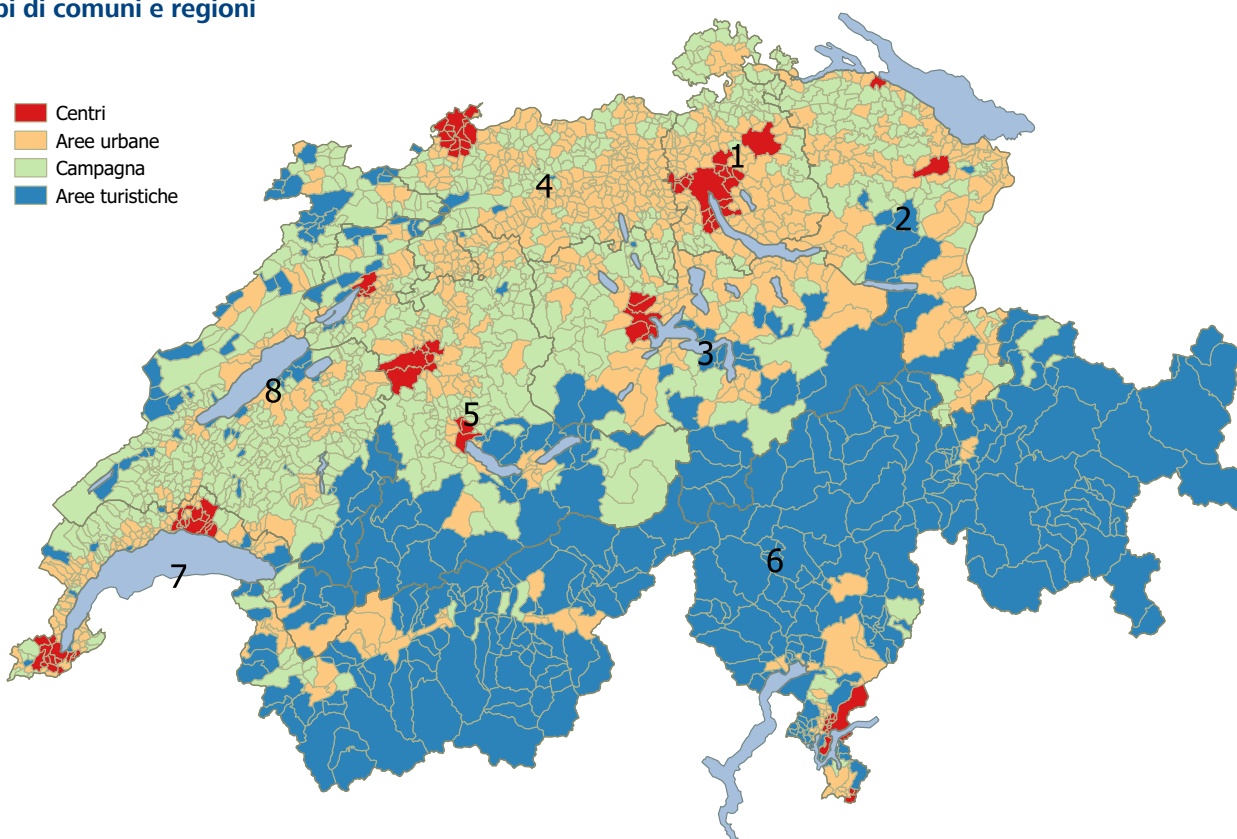
Per far finire il mercato fuori dai binari devono succedere di cose sul fronte dei tassi. Abbiamo visto che i proprietari di abitazioni con l'indebitamento massimo possibile e un finanziamento a breve potrebbero risentirne soltanto in caso di tassi costantemente oltre la soglia del 4%. Se i tassi salgono a questo livello e altri fattori non sostengono il mercato immobiliare, i prezzi sul mercato ne subirebbero pressioni. Sussiste dunque il rischio che le banche valutino gli immobili al nuovo

nuovo prezzo di mercato più basso e che i proprietari debbano dunque versare ulteriore capitale proprio. Se non possono permetterselo, rischiano una vendita forzata, che potrebbe però mettere i prezzi sotto pressione e dare il via a un circolo vizioso. Tuttavia, dovrebbe trattarsi di una massa critica di persone a dover essere interessata da tali richieste di versamenti supplementari, affinché si verifichi un movimento dell'economia complessiva. Dapprima ne sarebbero interessati solo i proprietari che hanno acquistato a prezzi record negli ultimi anni, scegliendo un anticipo massimo e un'ipoteca a breve. Ma è proprio per questi proprietari che spesso le banche non effettuano alcuna nuova valutazione. Infatti, la maggior parte delle banche non valuta costantemente gli immobili, bensì effettua nuove stime soltanto dopo un certo periodo di tempo. Negli ultimi 5 anni i prezzi sono saliti di oltre il 25%. Inoltre, per un immobile acquistato 5 anni fa è già stato ammortizzato il 5% dell'ipoteca. Le prime richieste di versamenti supplementari verrebbero dunque avanzate solo in caso di un crollo dei prezzi di oltre il 30%. Ma contrazioni di questa entità sono ben lungi dall'essersi avverate sul mercato delle proprietà, da quando disponiamo dei dati relativi. E anche se dovesse succedere, le banche punterebbero a un prosieguo dell'ipoteca, a condizione che il cliente paghi puntualmente gli interessi, e cercherebbero di far rientrare la situazione attraverso un maggiore ammortamento.

E per gli immobili di reddito?

In linea di principio per gli immobili di reddito vale la stessa argomentazione. Si aggiungono però aggravanti. Da un lato, abbiamo visto che già con un aumento dei tassi al 2.75% gli immobili acquistati a prezzi attuali non rendono più. Inoltre può capitare che i ricavi da locazioni scendano anziché salire per via degli sfitti o delle condizioni di prezzo con al contempo un rialzo dei tassi, poiché il meccanismo del tasso di riferimento non trova applicazione. In caso di shock dei tassi, questa interazione può colpire duramente un investitore con finanziamento a breve, che è fortemente esposto a un finanziamento di terzi. Nel mercato degli immobili di reddito già negli Anni '90 si era registrato un crollo dei prezzi di oltre il 30%. Considerato il livello elevato dei prezzi e l'eccesso di offerta che caratterizzano questo mercato, gli immobili di reddito sono finiti sotto la lente delle autorità normative. Anche alle banche non sono ovviamente sfuggiti i rischi maggiori. Nel quadro della gestione creditizia si occupano costantemente di questo aspetto. A fronte dell'aumento dei rischi, ai fini della concessione di ipoteche per gli oggetti di reddito viene esaminata attentamente la situazione. Nello specifico in maniera differenziata a livello regionale, con conoscenze del mercato locale, nel contesto del rispettivo oggetto singolo e in rapporto alla situazione finanziaria individuale dell'investitore. Un rigido corsetto normativo, come lo apostrofano già le autorità normative, farebbe però di tutta tutta l'erba un fascio, rendendo impossibili anche i buoni investimenti. E di buoni investimenti ce ne sono ancora in molte regioni anche nell'attuale contesto.

Tipi di comuni e regioni


Tasso di appartamenti sfitti (2018)
 in %

	Totale	Centri	A. urb.	Camp.	A. tur.
Svizzera	1.6	0.9	2	1.9	1.8
1 Zurigo	1.1	0.5	1.6	2	-
2 Svizzera orientale	2.2	2.3	2.2	1.9	1.7
3 Svizzera centrale	1.3	1.5	1.1	1.5	1.4
4 Svizzera nord-occ.	2	0.8	2.5	2	1.6
5 Berna	1.8	0.9	2.7	2.1	1.4
6 Svizzera merid.	2.1	2.6	2.4	2.1	1.9
7 Lago Lemano	0.8	0.5	0.9	1.6	2.2
8 Svizzera occ.	1.7	-	1.7	1.8	1.6

Permessi di costruzioni nuove (2018)
 in % degli appartamenti in essere

	Totale	Centri	A. urb.	Camp.	A. tur.
Svizzera	1.1	0.7	1.3	1.3	0.5
1 Zurigo	1	0.8	1.1	1.3	-
2 Svizzera orientale	1.2	0.9	1.2	1.2	0.8
3 Svizzera centrale	1.3	1.1	1.3	1.5	1.4
4 Svizzera nord-occ.	1.2	0.5	1.4	1.5	0.4
5 Berna	0.7	0.5	1	0.9	0.3
6 Svizzera merid.	0.9	1.6	1.6	2.2	0.4
7 Lago Lemano	0.9	0.6	1.7	1	0.4
8 Svizzera occ.	1.4	-	1.5	1.5	0.9

Popolazione (2018)

Con residenza fissa, totale e in %

	Totale	Centri	A. urb.	Camp.	A. tur.
Svizzera	8'542'323	29.5	49.4	14.4	6.7
1 Zurigo	1'602'515	48.7	44.8	6.5	-
2 Svizzera orientale	933'624	10.5	69.8	17.6	2.1
3 Svizzera centrale	841'274	19.2	58.4	18.3	4.1
4 Svizzera nord-occ.	1'423'719	24.1	65.8	9.9	0.1
5 Berna	1'026'885	35.9	38.3	20.4	5.4
6 Svizzera merid.	817'247	12.8	35.9	6.2	45.2
7 Lago Lemano	1'092'575	60.8	29.1	5.9	4.2
8 Svizzera occ.	804'484	-	52.4	42.4	5.2

Reddito imponibile (2015)

Media, in CHF

	Totale	Centri	A. urb.	Camp.	A. tur.
Svizzera	59'000	62'000	62'000	53'000	45'000
1 Zurigo	67'000	66'000	68'000	59'000	-
2 Svizzera orientale	54'000	53'000	55'000	53'000	43'000
3 Svizzera centrale	69'000	56'000	80'000	55'000	55'000
4 Svizzera nord-occ.	60'000	67'000	58'000	56'000	59'000
5 Berna	50'000	53'000	51'000	46'000	46'000
6 Svizzera merid.	48'000	61'000	49'000	44'000	44'000
7 Lago Lemano	68'000	61'000	85'000	75'000	49'000
8 Svizzera occ.	52'000	-	52'000	52'000	48'000

Fonte: AFC, Docu-Media (Meta-Sys), Geostat, UST, Regioni in base a WP, Raiffeisen Economic Research

Verwendete Abkürzungen

ARE	Ufficio federale dello sviluppo territoriale	RIFOS	Rilevazione sulle forze di lavoro in Svizzera
UST	Ufficio federale di statistica	SSIC	Società Svizzera degli Impresari-Costruttori
AFC	Amministrazione federale delle contribuzioni	SECO	Segreteria di Stato dell'Economia
FINMA	Vigilanza dei mercati finanziari	BNS	Banca nazionale svizzera
GfK	Società di ricerche sui consumi	SRED	Swiss Real Estate Datapool
IBED	Indagine sul budget delle economie domestiche	ASVAD	Associazione svizzera di vendita a distanza
KOF	Servizio di ricerca congiunturale		

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 racco-mandazione 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'investi-mento. 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..