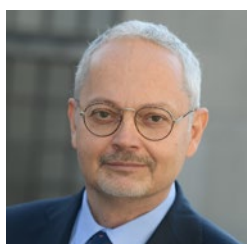


Swiss Finance Institute Roundups

Mercato immobiliare: quanto sono forti le fondamenta?

Editoriale



Il settore immobiliare è una asset class a sé stante. Il legame con il luogo, la scarsa liquidità e l'eterogeneità sono solo alcune delle sue caratteristiche principali. Questo SFI Roundup fornisce un'analisi approfondita dell'attuale mercato immobiliare svizzero e internazionale. Esperti accademici e del settore discutono le tendenze venturose: in che modo la pandemia ridisegnerà i confini dell'immobiliare commerciale e residenziale? Quale sarà l'impatto dei tassi d'interesse sui prezzi? Come influenzeranno il mercato le politiche contro il cambiamento climatico? E in che modo gli intermediari finanziari saranno toccati dalle tendenze future dell'immobiliare?

Vi auguriamo una piacevole lettura.



Prof. François Degeorge

Managing Director

Contributors

**Amit Goyal**

Amit Goyal è Senior Chair SFI e professore di finanza all'Università di Losanna. La ricerca del professor Goyal è stata pubblicata nelle migliori riviste di finanza in tutto il mondo ed è anche apparsa sulla stampa internazionale. I suoi principali interessi di ricerca riguardano l'asset pricing e la gestione del portafoglio dal punto di vista dei gestori e delle casse pensioni. Ha conseguito un dottorato in finanza presso l'Università della California, a Los Angeles.

**Lorenz Küng**

Lorenz Küng è SFI Faculty Member e professore assistente di economia all'Università della Svizzera italiana. Prima di entrare a far parte della facoltà di Lugano, il professor Küng ha ricoperto posizioni presso la Kellogg School of Management della Northwestern University ed è stato Research Economist presso la Federal Reserve Bank di Chicago. Le sue ricerche sono state pubblicate nelle migliori riviste di economia. I suoi principali interessi di ricerca riguardano la finanza personale e le scelte delle famiglie, come pure la finanza immobiliare. Ha conseguito un dottorato in economia presso l'Università della California, a Berkeley.

**Stephan Lüthi**

Stephan Lüthi è responsabile del settore immobiliare per Swisscanto Invest presso la Zürcher Kantonalbank. In precedenza è stato responsabile delle acquisizioni e dello sviluppo dei progetti presso BVK, la più grande cassa pensioni svizzera, e membro della direzione presso Wincasa. I suoi interessi principali sono la ricerca attiva di soluzioni volte a raggiungere gli obiettivi climatici per le emissioni di CO₂ entro il 2050, proteggendo al tempo stesso gli interessi degli investitori. Ha conseguito un MSc in Real Estate presso l'Università di Zurigo.

**Alberto Plazzi**

Alberto Plazzi è SFI Faculty Member e professore di finanza all'Università della Svizzera italiana. Il Professor Plazzi è un assiduo relatore ai convegni di finanza in tutto il mondo e le sue ricerche sono state pubblicate nelle migliori riviste accademiche. I suoi principali interessi di ricerca riguardano la gestione del portafoglio e asset classes. Ha conseguito un dottorato in finanza presso l'Università della California, a Los Angeles.

**Claudio Saputelli**

Claudio Saputelli è Chief Investment Officer for Global Real Estate presso UBS Global Wealth Management. Ha avviato il lancio della pubblicazione "UBS Real Estate Focus" e ha sviluppato l'"UBS Swiss Real Estate Bubble Index" e l'"UBS Global Real Estate Bubble Index". Partecipa regolarmente a dibattiti e scambi con i media. Ha conseguito un MSc in economia presso l'Università di Zurigo.

**Donato Scognamiglio**

Donato Scognamiglio è Chief Executive Officer e Partner presso IAZI, che da oltre 25 anni sviluppa modelli di valutazione immobiliare in Svizzera. Fa parte del consiglio di amministrazione della Pfandbriefbank svizzera. È anche professore aggiunto SFI e professore di economia immobiliare all'Università di Berna. Ha conseguito un dottorato in economia all'Università di Berna.

Fatti e cifre

In che modo il settore immobiliare differisce da altre asset classes, come le azioni o le obbligazioni?

► **S. Lüthi:** Il termine "immobile" già suggerisce una delle differenze più importanti: gli immobili sono legati localmente e, pertanto, non sono facilmente scambiabili o commerciabili come le altre asset classes, neanche in forma cartolarizzata. Ogni proprietà è fondamentalmente unica, e questo fa sì che l'asset class immobiliare sia caratterizzata da una grande eterogeneità. L'ubicazione non è affatto l'unica caratteristica distintiva di una proprietà, anche se è una delle più importanti; lo stile architettonico, il materiale di costruzione e l'uso che è stato fatto della proprietà sono tutti fattori che influiscono sul suo valore.

► **A. Goyal:** A mio parere, il settore immobiliare si colloca a metà strada tra le azioni e le obbligazioni. Gli immobili commerciali, per esempio, forniscono un flusso costante di reddito da locazione, che assomiglia al pagamento della cedola di un'obbligazione, così come la possibilità di apprezzamento della proprietà stessa, che è simile a ciò che offrono le azioni. Dal punto di vista della gestione del portafoglio, l'immobiliare è un bene prezioso da possedere, in quanto aumenta la diversificazione complessiva dell'investitore.

► **L. Küng:** Dal punto di vista del proprietario di una casa, la proprietà non è solo un investimento, ma anche un prodotto di consumo. Gli immobili condividono molte delle caratteristiche delle azioni e delle obbligazioni, in particolare per quanto riguarda le oscillazioni dei prezzi e i premi di rischio delle azioni. Tuttavia, una dimensione in cui gli immobili differiscono considerevolmente dalle azioni e dalle obbligazioni è la generale assenza di possibilità di vendere allo scoperto o di mitigare i rischi sul prezzo.

Quali sono state le recenti tendenze del mercato immobiliare internazionale?

► **L. Küng:** I prezzi degli immobili in tutto il mondo sono saliti notevolmente negli ultimi 10 anni e oltre, ma possiamo osservare la stessa tendenza nel mercato azionario. Credo che il motore principale di questo aumento sia l'abbassamento dei tassi d'interesse, che ha spinto meccanicamente sia i prezzi immobiliari sia quelli azionari verso l'alto, e ha spinto gli investitori a fare un passo in più, in termini di rischio, quando sono alla ricerca di rendimento.

► **C. Saputelli:** Dobbiamo anche distinguere tra i periodi prima e dopo il COVID-19. Subito prima della crisi del coronavirus, il mercato in generale offriva poche prospettive di investimento diretto nel settore immobiliare. I tassi d'interesse bassi o negativi sugli investimenti sicuri avevano incanalato nel mercato immobiliare flussi di capitale sproporzionati, tanto che negli ultimi anni i rendimenti ottenibili erano scesi drasticamente. Per questo motivo, gli investimenti immobiliari di nicchia hanno ricevuto un'attenzione crescente, poiché offrivano rendimenti più elevati. I mercati di nicchia che potevano derivare dai *megatrends* globali – come i micro appartamenti, gli alloggi per studenti e per anziani, gli affitti turistici a breve termine e gli spazi di *co-working*, *self-storage* e logistica – erano particolarmente popolari tra gli investitori. La pandemia di COVID-19 ha messo sotto pressione questi investimenti di nicchia per vari motivi. Per esempio, gli alloggi per studenti hanno praticamente perso tutti i loro inquilini da un giorno all'altro, mentre gli spazi logistici hanno ampiamente beneficiato della crisi, grazie al forte aumento del commercio online. Per quanto riguarda gli immobili classici, i confinamenti e le regole del lavoro al proprio domicilio hanno portato a un calo dei redditi da locazione per gli spazi commerciali. Nel complesso contesto odierno, gli investitori si concentrano di nuovo sul segmento residenziale classico del mercato immobiliare.

E del mercato immobiliare svizzero?

► **S. Lüthi:** Il mercato immobiliare svizzero è stato ovviamente colpito dal COVID-19 e dai confinamenti. Il settore commerciale è stato caratterizzato da richieste di riduzione degli affitti, così come da un calo della domanda di spazio, mentre il settore residenziale è rimasto più stabile. I settori dei beni non alimentari, del tempo libero e del turismo sono stati – mediamente – quelli che hanno sofferto di più della pandemia, mentre il settore industriale e, soprattutto, quello della logistica sono rimasti solidi. Possiamo anche osservare uno spostamento della domanda, in tutti i settori, dai centri urbani alle aree periferiche. A tutt'oggi, è ancora difficile valutare i cambiamenti strutturali a lungo termine che deriveranno dalla crisi.

► **L. Küng:** I dati mostrano che il rapporto prezzo-affitto di una casa (che è simile al rapporto prezzo-dividendo nel mercato azionario) e il rapporto prezzo-reddito medio sono entrambi saliti negli ultimi 15 anni, suggerendo la possibile creazione di una bolla immobiliare. Dobbiamo comunque guardare a questi rapporti con occhio critico, poiché la scarsità dei dati è una delle caratteristiche chiave del mercato immobiliare. L'eterogeneità del mercato è diffusa, e di solito non osserviamo i prezzi di affitto e di vendita della stessa casa contemporaneamente.

Come influiscono i tassi d'interesse sui prezzi degli immobili?

► **A. Goyal:** I dati confermano che tassi d'interesse bassi portano a un aumento della domanda di immobili e, di conseguenza, a un aumento del prezzo degli immobili. Dobbiamo tuttavia essere cauti nel saltare subito alle conclusioni, poiché osservare prezzi immobiliari elevati non significa che ci sia una bolla. Come sempre, la questione dei prezzi è relativa e indipendente dal fatto che i tassi d'interesse siano alti o bassi.

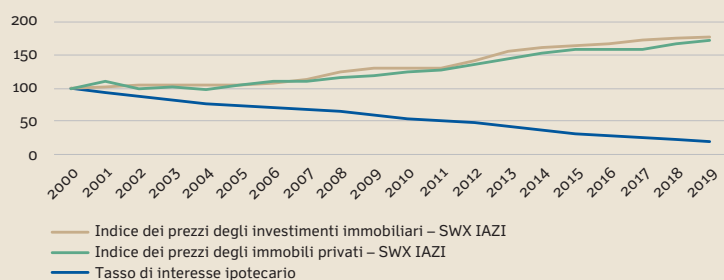
► **D. Scognamiglio:** I tassi d'interesse possono avere un grande impatto sui prezzi degli immobili, in particolare quando usiamo il metodo di valutazione dei flussi di cassa per stimare il prezzo della proprietà. Originariamente ci si aspettava che l'impatto dei tassi d'interesse bassi sarebbe stato minimo. La situazione generale di una maggiore leva finanziaria e di una maggiore assunzione del rischio è una delle ripercussioni negative delle banche centrali che perseguono tassi d'interesse bassi. A mio parere, è molto chiaro che i bassi tassi d'interesse odierni abbiano portato a una significativa inflazione dei prezzi degli attivi ma, come è stato appena notato, questa osservazione non implica necessariamente che ci sia una bolla.

► **S. Lüthi:** L'attuale contesto di tassi d'interesse bassi sta ovviamente facendo salire i prezzi dell'immobiliare. Eppure, nonostante il calo dei tassi d'interesse, lo spread di rendimento tra gli immobili d'investimento e le obbligazioni è ancora a un livello record. Anche il settore degli alloggi occupati dai proprietari beneficia dell'attuale andamento dei tassi: gli attraenti costi di finanziamento hanno quindi stimolato la domanda e hanno portato a una costante tendenza al rialzo dei prezzi delle case. Tuttavia, negli ultimi tempi, la disponibilità degli investitori a pagare per gli immobili da investimento non si è sviluppata in modo uniforme. La domanda si è generalmente concentrata su proprietà con flussi di cassa locativi presumibilmente "sicuri", come case plurifamiliari e proprietà commerciali in posizioni privilegiate. Invece la disponibilità a pagare prezzi elevati per proprietà commerciali non centrali non è più quella di qualche anno fa.

Il mercato immobiliare è caratterizzato da una bassa liquidità e da poche opportunità di copertura dei prezzi. Cosa implicano queste due caratteristiche?

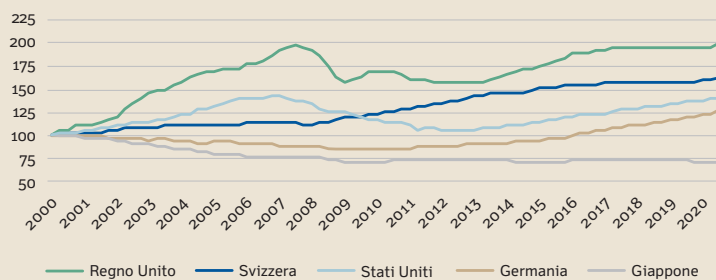
► **C. Saputelli:** Queste due caratteristiche implicano che gli investitori che decidono di comprare direttamente un immobile dovrebbero aspettarsi di tenerlo per un periodo di almeno cinque anni. Precisamente, più basso è il rendimento iniziale, o più alto è il prezzo di un investimento immobiliare, più lungo deve essere il periodo di detenzione, dato che la maggior parte del reddito accumulato verrà ricevuto solo in futuro.

Tassi ipotecari e prezzi immobiliari
Svizzera (2000 = 100)



Fonte: BNS e IAZI

Prezzi internazionali delle case
Prezzi reali in valuta locale (Primo Trimestre 2000 = 100)



Fonte: Mack e Martínez-García (2011)



► **A. Plazzi:** A causa della bassa liquidità che solitamente prevale nel mercato immobiliare, così come la quantità e la qualità dei dati disponibili, abbiamo una visione limitata su quale sia il prezzo di mercato corrente e in quale direzione si stia dirigendo. La conseguenza diretta è che ci vuole molto più tempo per sapere se una transazione è stata buona o cattiva, in confronto alle transazioni su un mercato quotato pubblicamente. A causa della virtuale inesistenza di contratti di copertura, e del fatto che è difficile scomporre le singole proprietà, abbiamo mezzi molto limitati per diluire l'esposizione al prezzo di un investitore. La combinazione di questi fattori significa che gli investimenti immobiliari sono generalmente rischiosi.

Dove sono i maggiori rischi di una bolla nel mercato immobiliare?

► **C. Saputelli:** Nel contesto attuale, l'immobiliare residenziale rappresenta un *tail risk* sostanziale, data la sua forte dipendenza dai tassi d'interesse bassi. Da diversi anni ormai il mio team pubblica l'"UBS Global Real Estate Bubble Index", che analizza i prezzi degli immobili residenziali in 25 grandi città del mondo intero. Le bolle appaiono solitamente quando si verifica un divario tra redditi e affitti, quando viene concesso un volume sproporzionato di prestiti o quando si costruisce troppo. Secondo il nostro ultimo indice, Monaco e Francoforte sono, a livello globale, le città con il rischio più evidente di bolla. Il rischio è elevato anche a Toronto, Hong Kong, Parigi e Amsterdam. Zurigo – rispetto all'anno precedente – è una nuova aggiunta alla zona a rischio bolla.

► **A. Plazzi:** Gli immobili commerciali e residenziali hanno caratteristiche di rischio diverse, a seconda che rappresentino esclusivamente un investimento finanziario o anche un prodotto di consumo. Le elevate possibilità di leva finanziaria e l'allentamento degli standard di prestito, come recentemente osservato negli Stati Uniti, portano meccanicamente al rischio di amplificare qualsiasi potenziale *shock*.

Come si ripercuotono gli shock sul mercato immobiliare? E quanto questo è diverso da altri mercati finanziari?

► **D. Scognamiglio:** A causa della bassa liquidità del mercato immobiliare, gli *shock* si muovono molto più lentamente che nel mercato azionario. Le correzioni del mercato immobiliare iniziano ad apparire quando le singole famiglie non sono in grado di soddisfare i loro obblighi finanziari, generalmente a causa degli aumenti dei tassi di interesse, e sono costrette a vendere le loro case. I grandi proprietari immobiliari e gli investitori istituzionali sono più immuni ai cambiamenti dei tassi d'interesse, poiché sono in grado di appianare la valutazione delle loro varie proprietà attraverso rettifiche del bilancio; inoltre fanno molto meno affidamento sul credito rispetto alle singole famiglie. In poche parole, le regole di questo mercato non sono le stesse per tutti i partecipanti.

► **C. Saputelli:** Il ciclo del credito è il più importante *shock* che possa accadere nel mercato immobiliare. In primo luogo, investire nel settore immobiliare richiede sempre una grande quantità di capitale, e gli investitori hanno generalmente bisogno di finanziamenti esterni. In secondo luogo, il finanziamento del debito avviene generalmente per un lungo periodo di tempo, la qual cosa implica un rischio di rifinanziamento potenzialmente elevato in futuro: i tassi d'interesse potrebbero aumentare e i prestatori potrebbero non essere disposti o in grado di rifinanziare un prestito alla sua scadenza. In altre *asset classes*, come le azioni e le obbligazioni, gli investitori possono applicare la leva finanziaria; ma la stragrande maggioranza di questi investimenti è finanziata con denaro contante, motivo per cui essi sono meno dipendenti dal ciclo del credito di quanto lo sia il settore immobiliare.

Struttura del mercato odierno – Sfide e opportunità

Le stime attuali prevedono che la popolazione mondiale aumenterà di quasi il 30% nei prossimi 30 anni. Simili stime prevedono un aumento di oltre il 15% per la Svizzera. In che modo questi aumenti vertiginosi avranno un impatto sul mercato immobiliare?

► **D. Scognamiglio:** La demografia avrà un grande impatto sul mercato immobiliare in tutto il mondo, e la Svizzera non fa eccezione. La popolazione è il cliente del mercato immobiliare, sia direttamente nel mercato residenziale sia indirettamente nei mercati industriali e commerciali. Il mercato svizzero è stato generalmente in equilibrio negli ultimi decenni, con il numero di nuovi acquirenti di case rimasto approssimativamente uguale al numero di nuove opportunità abitative costruite. Con le severe limitazioni del Paese sull'uso della terra, i prezzi degli immobili in Svizzera rimarranno probabilmente alti.

I settori immobiliari commerciale e residenziale sono responsabili di un 17,5% combinato di tutte le emissioni globali di gas serra. In che modo le iniziative per ridurre tali emissioni avranno un impatto sul mercato immobiliare, e come dovrebbero essere progettate?

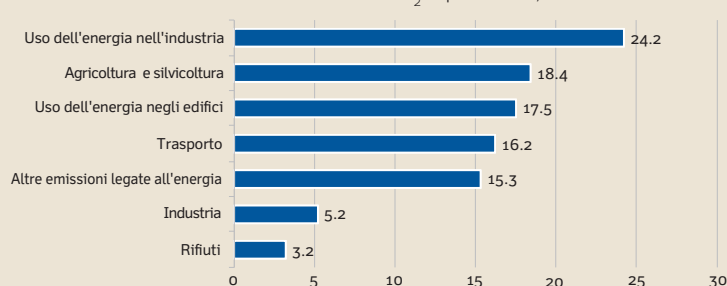
► **L. Küng:** Il mercato immobiliare ha un enorme potenziale da giocare in termini di riduzione delle emissioni di gas serra, rispetto, per esempio, all'agricoltura e alla silvicoltura. Le tecnologie per ridurre le emissioni di gas a effetto serra nel settore immobiliare esistono già (per esempio isolamento, pannelli solari, soluzioni di stoccaggio dell'energia, ecc.). Sono abbastanza ottimista sul fatto che il settore immobiliare adoterà la tecnologia appropriata e si adatterà rapidamente. L'intervento del governo, per quanto riguarda la divulgazione obbligatoria delle emissioni, potrebbe contribuire ad accelerare questa transizione. Un altro

aspetto positivo è che la transizione non è concentrata nelle mani di pochi attori, ma è in gran parte nelle nostre mani e nelle mani di miliardi di altri proprietari di case.

► **S. Lüthi:** In Svizzera, si stima che il settore immobiliare sia responsabile di circa un terzo di tutte le emissioni di CO₂. A mio avviso, solo gli immobili che possono dimostrare una chiara strategia rispetto alla sostenibilità rimarranno, a medio termine, nei portafogli degli investitori istituzionali. La riduzione delle emissioni di CO₂ diventerà probabilmente la norma di una buona gestione immobiliare. I legislatori hanno già stabilito molti requisiti in tal senso. Tuttavia, la densità dei requisiti legali e dei regolamenti in questo settore dovrà aumentare considerevolmente in futuro, se il governo svizzero vuole raggiungere l'obiettivo che si è prefissato in conformità all'Accordo sul Clima di Parigi. Le iniziative e le leggi future dovrebbero essere concepite per incentivare le costruzioni e le ristrutturazioni efficienti rispetto al CO₂, poiché gli incentivi sono molto più efficaci dei regolamenti o dei divieti. Gli investimenti in misure di efficienza energetica dovrebbero essere promossi e dovrebbero essere concessi sgravi fiscali. Inoltre, l'accesso ai sussidi deve essere notevolmente semplificato, poiché la procedura di richiesta è spesso macchinosa e comporta lunghi tempi di attesa.

► **A. Plazzi:** I dati mostrano che le etichette di efficienza energetica hanno un chiaro impatto sui prezzi degli immobili. I meccanismi pubblici, in particolare le tasse e i sussidi, devono spingere di più per accelerare la transizione energetica del settore immobiliare. Posso immaginare un sistema fiscale dinamico, simile, per esempio, a quello che esiste per le emissioni delle automobili, secondo il quale i proprietari di immobili la cui efficienza energetica scende sotto una certa soglia, dovrebbero affrontare una tassa aggiuntiva. Un tale sistema lancerebbe una corsa tra i proprietari di immobili a investire in soluzioni energeticamente efficienti, poiché l'efficienza media del mercato migliorerebbe meccanicamente nel tempo.

Emissioni globali di gas serra per settore
Miliardi di tonnellate di CO₂ equivalenti, 2016



Fonte: Climate Watch e World Resources Institute

Le ricerche in corso mostrano che la pandemia di COVID-19 ha rimescolato le carte sia nel settore immobiliare commerciale sia in quello residenziale. Quali sono stati i cambiamenti più evidenti, e questi effetti dureranno a lungo?

► **C. Saputelli:** Lavorare da casa è diventato ormai parte della vita quotidiana di un numero sempre più elevato di persone. Il numero di lavoratori dipendenti che lavoreranno regolarmente da casa potrebbe più che raddoppiare nei prossimi cinque anni. In primo luogo, questo significa che il bisogno di stanze aggiuntive in casa aumenterà, rispetto alla situazione abitativa attuale. Tuttavia, per quanto riguarda l'accessibilità economica, le case con più spazio abitativo saranno disponibili soprattutto fuori dai centri urbani. In secondo luogo, lavorare da casa tende a distribuire la domanda di case in modo più uniforme nelle regioni geografiche e lontano dai centri urbani; questo può aumentare la competizione per le case in comunità residenziali preesistenti. Nello stesso momento in cui il mercato immobiliare assiste a uno spostamento della domanda, gli spazi commerciali possono assistere anche a una perdita di slancio della domanda. Dato che la maggior parte dei dipendenti di un'azienda vive in periferia e, a volte, lavora da casa, avere uno spazio per ufficio ben collegato e in posizione centrale diventerà ancora più importante. Al contrario, ci sarà meno richiesta di spazi per uffici in luoghi meno attraenti. Lavorare da casa aumenterà anche la necessità di spazi per uffici che possano essere affittati da un'azienda per brevi periodi in modo da attenuare i picchi della domanda. Infine, la qualità dello spazio per ufficio dovrà competere con posti di lavoro situati in case confortevoli. Affinché gli uffici rimangano attraenti come luoghi di scambio sociale in futuro, il loro arredamento interno dovrà essere migliorato: i concetti di ufficio *open space* e di *hot desking* dovranno essere riesaminati.

► **D. Scognamiglio:** La pandemia solleva la domanda di cosa sia una città nel mondo connesso di oggi. Poiché questa domanda non ha una risposta immediata, i mercati immobiliari residenziali e commerciali impiegheranno probabilmente quattro o cinque anni per tornare di nuovo in equilibrio. Da una prospettiva di *asset-pricing*, i modelli di valutazione richiedono solitamente tre parametri: reddito, risultato e tasso di sconto. La novità della crisi attuale è che è stato colpito il parametro del reddito; storicamente, il parametro più colpito è sempre stato il tasso di sconto.

Le innovazioni tecnologiche in finanza hanno la possibilità di sconvolgere il mercato immobiliare?

► **A. Plazzi:** Non credo che il *FinTech* possa sconvolgere il mercato immobiliare *di per sé*. La sua dimensione tangibile rimarrà, e l'esperienza mostra che le possibilità di sviluppare strumenti finanziari, come opzioni e contratti *futures*, per il settore immobiliare sono largamente limitate. Ma credo che il *FinTech* avrà comunque un impatto su alcune parti del mercato immobiliare.

► **C. Saputelli:** Le nuove tecnologie stanno penetrando nella vita quotidiana. Gli sviluppi tecnologici hanno raggiunto praticamente tutti i settori dell'economia e li hanno, a volte, scossi. Ogni settore sta affrontando la sfida di arrivare in modo efficiente e con successo a un futuro digitale. Il settore immobiliare non fa eccezione e, a mio parere, è anche uno dei principali beneficiari della trasformazione digitale. Di conseguenza la tendenza è che il *FinTech* stia sostenendo la trasformazione digitale del mercato immobiliare, per esempio aumentando la trasparenza e abbassando i costi di transazione.



Banche

In che modo l'attuale contesto di tassi d'interesse negativi influenza il modo in cui le banche e gli investitori valutano il rischio?

► **A. Goyal:** In confronto a ciò che si può osservare a livello internazionale, gli standard di prestito delle banche svizzere sono molto prudenti, quando si tratta di famiglie, sia in termini di acconti richiesti sia di simulazioni di costi mensili. Ciò che è meno chiaro, a mio avviso, è il comportamento delle banche svizzere sul mercato internazionale.

► **C. Saputelli:** In un contesto di tassi d'interesse negativi, il rischio di mancato pagamento diventa molto basso, poiché i mutuatari sono in grado di soddisfare facilmente i loro obblighi finanziari. Tuttavia, poiché i valori degli attivi sono spinti verso l'alto dai tassi d'interesse negativi, il rischio di svalutazione aumenta. Il contesto odierno fornisce un forte incentivo ad aumentare i prestiti. Ciò rende i controlli del rischio sempre più importanti se le banche devono essere in grado di resistere a una potenziale crisi sistemica causata da un possibile aumento dei tassi di interesse in futuro.

► **S. Lüthi:** I tassi d'interesse bassi, combinati con il calo dei margini su tutta la linea, potrebbero effettivamente tentare i singoli operatori ad aumentare il loro comportamento di assunzione del rischio. Nel mercato immobiliare ho osservato ripetutamente che gli attuali tassi d'interesse bassi stanno tentando alcuni investitori ad assumere rischi ancora maggiori per aumentare, o semplicemente per mantenere, il livello di rendimento nei loro portafogli immobiliari. I gestori patrimoniali devono avere molta autodisciplina, oltre ad avere modelli d'investimento adeguatamente calibrati, per tenere conto delle specificità del contesto attuale.

Le decisioni normative del passato hanno reso il finanziamento immobiliare più sicuro? Oppure no? Quali sono i costi e i benefici?

► **C. Saputelli:** La realizzazione di standard bancari autoregolamentati ha limitato le pratiche aggressive di prestito ipotecario e ha indebolito la concorrenza nella parte rischiosa del settore. I cambiamenti nelle regole di mantenimento del capitale, comprese le riserve di capitale, hanno reso il settore bancario nel suo complesso più resistente – tuttavia, questo ha portato a un leggero aumento dei costi dei mutui.

► **S. Lüthi:** La domanda da porsi in realtà è: "Più sicuro per chi?" Regolatori, legislatori e banchieri centrali mirano a mantenere stabile l'intero sistema finanziario e ad evitare qualsiasi forma di collasso. Per esempio, la crisi dei *subprime* negli Stati Uniti ci ha mostrato cosa succede quando le politiche di credito sfuggono completamente di mano. Nel caso della Svizzera, possiamo discutere l'utilità di interventi di mercato come i requisiti per i mezzi propri del mutuatario, o il tasso d'interesse di riferimento del 5% nel calcolo dell'accessibilità. Se, per esempio, quest'ultima misura venisse abbandonata, la domanda di immobili residenziali aumenterebbe fortemente, alimentando ulteriormente il già oneroso mercato di questo settore. Potrebbe verificarsi il surriscaldamento, o forse persino la formazione di una bolla. Sulla base delle lezioni apprese, e delle misure prese, durante la crisi immobiliare svizzera degli anni '90 – in cui le banche svizzere hanno cancellato circa 50 miliardi di franchi di mutui ipotecari – negli ultimi 20 anni il sistema si è dimostrato ampiamente resistente a vari tipi di *shock*. In poche parole, le regolamentazioni e gli interventi limitano il volume del credito che si manifesta, tra l'altro, in un basso tasso di case di proprietà tra la popolazione svizzera.

Nel corso della storia i crolli immobiliari hanno messo in ginocchio le banche. Come reagirebbe il settore bancario a un calo del 10% dei prezzi, per esempio?

► **C. Saputelli:** Un calo di queste dimensioni non avrebbe un impatto significativo sui bilanci delle banche. Dati i forti aumenti dei prezzi negli ultimi 10 anni, i rapporti prestito-valore sono molto al di sotto di qualsiasi valore critico. Tuttavia le banche diventerebbero probabilmente più riluttanti di fronte a prestiti "in deroga alla politica", poiché i nuovi mutui sono quelli più esposti alle oscillazioni dei prezzi.

► **D. Scognamiglio:** Un calo dei prezzi di mercato al di sotto del 20% non sarebbe tanto un problema per le banche, finché gli obblighi finanziari dei prestatori siano rispettati; questo calo dei prezzi avrebbe unicamente un impatto sul patrimonio netto delle famiglie. I problemi comincerebbero a sorgere solo nel caso in cui le banche fossero obbligate, dai regolatori, a imporre un *margin call* alle famiglie per coprire un calo nel valore del collaterale delle loro case. I veri rischi per le banche sono le svendite, che potrebbero verificarsi quando troppe persone perdono il lavoro e non sono in grado di soddisfare i loro obblighi finanziari, come accadde alla fine degli anni '80.

Cosa dovrebbero tenere d'occhio le banche? Gli immobili commerciali? O gli immobili residenziali?

► **C. Saputelli:** Storicamente, il settore immobiliare commerciale è stato la principale fonte di problemi per le banche. Il finanziamento dei costruttori, in particolare, è la principale fonte di svalutazioni. Nel contesto attuale, tuttavia, l'immobiliare residenziale pone un *tail risk* sostanziale, data la dipendenza molto elevata dai tassi di interesse zero o negativi. Alla lunga sarà importante tenere d'occhio i tassi di ammortamento sufficientemente alti.

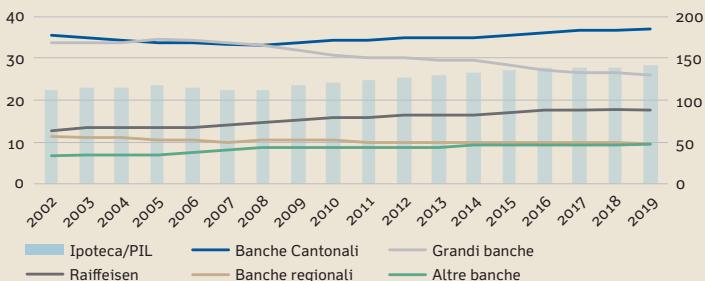
A cosa assomiglierà il mercato dei mutui di domani, e come dovrebbero adattarvi le banche?

► **A. Plazzi:** Sia i tassi d'interesse sia i tassi ipotecari non dovrebbero aumentare né a breve né a medio termine. Con tassi così bassi, i margini tendono a essere sottili come la lama di un rasoio, il che significa che la concorrenza non dovrebbe essere così accanita. Le banche dovrebbero concentrarsi sul mantenimento delle buone relazioni con i loro clienti attuali e sul monitoraggio del loro rischio di credito.

► **C. Saputelli:** Le banche rimarranno la principale fonte di finanziamento ipotecario. Ma col passare del tempo i prestiti basati su piattaforme aumenteranno la loro quota di mercato. In un contesto di tassi d'interesse negativi, le banche non vorranno competere con gli investitori diretti sui tassi ipotecari a lungo termine. Quindi le banche si concentreranno su mutui a breve termine e su finanziamenti più complessi e più rischiosi, che non sono richiesti dagli investitori istituzionali.

► **D. Scognamiglio:** I principi fondamentali del mercato dei mutui rimarranno in gran parte invariati, finché le regole normative e fiscali rimarranno invariate. Ciò che è destinato a cambiare è un aumento della trasparenza sui tassi d'interesse, così come un aumento del numero di attori sul mercato. Le conseguenze a lungo termine saranno un mercato più competitivo con margini più bassi per gli attori finanziari. Le banche devono crescere se vogliono sopravvivere.

Quota di mercato dell'attività di prestito ipotecario per gruppo di banche e rapporto ipoteca/PIL (asse destro) Svizzera, %



Fonte: BNS e UST

Investitori istituzionali

Quali sono i pro e i contro degli investimenti immobiliari diretti e indiretti?

► **S. Lüthi:** Gli investitori che percepiscono gli investimenti azionari come troppo rischiosi, solitamente rivolgono la loro attenzione all'immobiliare. I tassi di rifinanziamento storicamente bassi e l'alta disponibilità di mutui hanno, almeno per il momento, reso gli investimenti immobiliari diretti più attraenti delle soluzioni indirette. Come ogni tipo di investimento, gli investimenti immobiliari diretti sono costituiti da tre componenti: rendimento, liquidità e rischio. Se gli investimenti immobiliari diretti promettono un rendimento maggiore rispetto, per esempio, agli investimenti immobiliari indiretti, gli investitori devono anche accettare gli svantaggi in termini di liquidità e rischio. Gli investimenti diretti richiedono il lungo processo di ricerca dell'immobile da acquistare e comportano anche notevoli costi di transazione. Inoltre i costi di manutenzione, gestione e perdita dell'affitto sono di solito massicciamente sottovalutati e possono ridurre rapidamente il rendimento previsto inizialmente. In breve, la mancanza di competenza, unita alle imperfezioni del mercato immobiliare, può diventare una trappola di rendimento. Gli investimenti immobiliari diretti di solito vincolano molto capitale netto e alla fine diventano un rischio concentrato nel portafoglio degli investitori privati. Un'alternativa è investire indirettamente nel settore immobiliare attraverso un fondo d'investimento, tipicamente

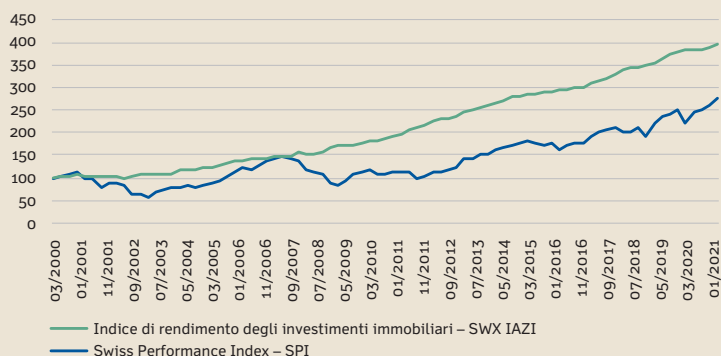
chiamato Real Estate Investment Trust (REIT), che possiede e gestisce immobili e mette insieme investitori e opportunità d'investimento. Le azioni di REIT ampiamente diversificate possono essere acquistate persino con un piccolo esborso finanziario e sono solitamente scambiate sul mercato pubblico, il che le rende soluzioni di investimento altamente liquide.

In che modo l'esposizione al settore immobiliare attraverso il finanziamento del debito differisce da altre forme di finanziamento del debito?

► **C. Saputelli:** Rispetto agli investimenti azionari o obbligazionari, gli investitori possono applicare un tasso di leva più elevato agli investimenti immobiliari, poiché i valori immobiliari pertinenti sono stabiliti da periti esterni e sono quindi molto stabili nel tempo. Una leva così alta è possibile perché gli inquilini di solito firmano contratti pluriennali e il rischio di fallimento di un inquilino può essere efficacemente mitigato dal fatto che la proprietà viene affittata a più aziende e famiglie.

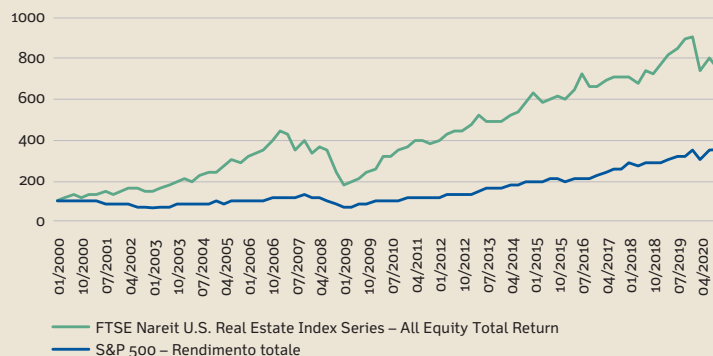
► **S. Lüthi:** Il finanziamento del debito nel settore immobiliare avviene normalmente tramite ipoteche. La garanzia ipotecaria riduce sostanzialmente l'indice di (il rapporto inadempienza-) perdita per il prestatore, così come per il sistema finanziario nel suo complesso, purché il rapporto prestito-valore rifletta la situazione in

Rendimento totale per azioni e immobili
Svizzera (Primo Trimestre 2000 = 100)



Fonte: IAZI e SIX

Rendimento totale per azioni e immobili
USA (Primo Trimestre 2000 = 100)



Fonte: FTSE Russell e CRSP

modo onesto. Da un punto di vista generale, l'effetto della leva finanziaria sugli immobili non è diverso da quello delle azioni o di altre *asset classes*. Nel caso della Svizzera, non ci sono quasi mai eccessi da osservare, per quanto riguarda gli investitori istituzionali. Anche in questo caso le autorità di regolamentazione hanno voce in capitolo, poiché definiscono il rapporto massimo consentito di indebitamento; nel caso dei fondi immobiliari, ad esempio, questo rapporto è limitato a un terzo. È interessante notare come molti investitori istituzionali non vogliano rapporti di leva elevati. L'anno scorso Swisscanto ha condotto un sondaggio tra gli investitori, soprattutto tra le casse pensioni. Il risultato è stato chiaro: in linea di principio, gli investitori non vogliono alcuna leva strategica nei loro prodotti.

Per quanto riguarda l'asset allocation basata sui fattori, come possiamo caratterizzare il fattore immobiliare?

► **A. Plazzi:** In teoria, ottenere un'esposizione immobiliare è interessante in termini di diversificazione del portafoglio, poiché gli immobili hanno una correlazione relativamente bassa con azioni e obbligazioni. In pratica, tuttavia, tale esposizione è difficile da ottenere, poiché le società quotate in borsa attive nel settore immobiliare – i REIT – sono limitate in numero, in diversificazione geografica e in dimensioni, rispetto al mercato immobiliare reale. Per esempio, il mercato statunitense dei REIT nel suo complesso rappresenta più di 2,5 trilioni di dollari in beni immobiliari, una cifra in linea con l'attuale capitalizzazione di mercato di Apple, la più grande azienda odierna quotata in borsa.

► **A. Goyal:** L'identificazione del fattore immobiliare è effettivamente complessa, poiché richiede l'esistenza di fondi immobiliari quotati pubblicamente e anche l'esistenza di *futures* e indici costruiti intorno a questi fondi. Attualmente i REIT esistono praticamente solo nel mercato statunitense; la creazione di tali veicoli finanziari può essere una buona opportunità per i gestori di fondi in Europa e Svizzera, e anche una buona opportunità di diversificazione per gli investitori istituzionali.

Gli investitori istituzionali, e in particolare le casse pensioni, devono generalmente soddisfare determinate quote di investimento. Il contesto finanziario odierno, caratterizzato da tassi d'interesse bassi e prezzi immobiliari alti, è radicalmente diverso da quello che predominava 15 anni fa. Come sono evoluti i portafogli delle casse pensioni nel corso del tempo?

► **S. Lüthi:** I portafogli delle casse pensioni svizzere sono cambiati notevolmente negli ultimi anni. La parte immobiliare e la parte azionaria sono aumentate costantemente, a scapito delle obbligazioni e del debito. La quota di immobili detenuti direttamente e indirettamente nei portafogli *multi-asset* si sta attualmente avvicinando al limite massimo regolamentare del 25%. Le casse pensioni più grandi puntano molto sugli immobili detenuti direttamente, mentre quelle più piccole puntano soprattutto su investimenti immobiliari indiretti. Per quanto riguarda la diversificazione internazionale, le casse pensioni svizzere si concentrano soprattutto su investimenti immobiliari nazionali; questo fenomeno di "*home bias*" è tipico degli investitori svizzeri.

► **A. Goyal:** Il contesto odierno è molto impegnativo per i gestori delle casse pensioni, poiché il rendimento aggregato del mercato è basso. Con il calo dei tassi d'interesse negli ultimi decenni, il prezzo delle obbligazioni è aumentato, e così anche il tasso di rendimento complessivo dei fondi pensione. Ma guardando al futuro, questa correlazione inversa tra i tassi d'interesse e i prezzi delle obbligazioni non può funzionare ulteriormente, poiché la maggior parte di queste obbligazioni è scaduta o è stata rinnovata alle condizioni di mercato di oggi.

► **A. Plazzi:** Da una prospettiva generale, la diversificazione è fondamentale quando si costruisce un portafoglio. Tale diversificazione dovrebbe avvenire non solo attraverso gli attivi, ma anche attraverso i settori e le aree geografiche. Nel caso specifico degli immobili, dobbiamo tenere conto dell'età dell'immobile, poiché l'aumento del controllo ambientale sul settore immobiliare spingerà probabilmente il prezzo degli immobili inefficienti – che sono numerosi in Svizzera – verso il basso. Questo divario, in termini di efficienza energetica, tra gli edifici vecchi e quelli recenti, genererà un forte sconto di prezzo per gli edifici vecchi e potrebbe in ultima analisi rappresentare una minaccia per le casse pensioni.

Il tasso di rendimento interno dei fondi immobiliari globali è stato alto negli ultimi dieci anni. Questo cambierà? E, se sì, in che modo?

► **D. Scognamiglio:** Questo alto tasso di rendimento interno riguarda il rendimento della parte di capitale proprio del fondo e quindi nella nostra analisi dobbiamo includere anche le dimensioni della leva e del rischio. La componente principale di questo dato di alto rendimento è piuttosto l'aumento di valore, che non è stato realizzato né incassato, che non il tasso di capitalizzazione. Finché i valori immobiliari continueranno a salire, come è stato il caso negli ultimi 20 anni, queste cifre rimarranno alte.

► **C. Saputelli:** Questo positivo tasso di rendimento interno è stato in effetti largamente influenzato dalla maggiore proporzione di plusvalenza, come contributo al rendimento totale dell'investimento. Ci aspettiamo che le plusvalenze siano più contenute nel prossimo futuro, poiché la maggior parte della compressione del tasso di capitalizzazione è avvenuta negli ultimi cinque anni circa. Di conseguenza, il rendimento totale ora è più dipendente dalla parte di reddito dell'investimento.

Come fanno gli investitori istituzionali a gestire le dimensioni di rendimento, liquidità e rischio dei loro investimenti immobiliari?

► **S. Lüthi:** Osservando l'andamento del mercato dei capitali negli ultimi trimestri, possiamo notare che gli investitori istituzionali hanno una chiara preferenza per gli investimenti immobiliari indiretti basati sul *net asset value*, sia attraverso REIT sia attraverso fondi immobiliari non quotati. Questa preferenza è dovuta principalmente alle tre dimensioni menzionate sopra: rendimento, liquidità e rischio. Gli investimenti indiretti sono generalmente più liquidi di quelli diretti, presentano una volatilità inferiore e sono debolmente correlati ad azioni quotate; inoltre continuano a offrire un rendimento solido.

► **A. Goyal:** La mancanza di liquidità è chiaramente una caratteristica del mercato immobiliare, in particolare della parte diretta del mercato, il che suggerisce che ci dovrebbe essere un premio finanziario per questo rischio. Sapere se quel premio di rischio è adeguatamente prezzato rimane una domanda sostanzialmente senza risposta; solo il tempo lo dirà.

Cosa possiamo dire riguardo alla combinazione complessiva di questi diversi fattori?

► **A. Goyal:** Dato il punto in cui ci troviamo oggi, in termini di tassi d'interesse, tassi interni di rendimento e demografia, possiamo dire che gli investitori istituzionali e i fondi pensione dovranno affrontare sfide profonde per molti decenni. Il rimedio in questo caso è che le persone continuino a lavorare più a lungo, contribuiscano di più ai loro fondi pensione, o imparino a vivere con meno – soluzioni queste che molte persone non sono disposte ad accettare.



Famiglie

Gli immobili sono generalmente il più grande attivo che una famiglia possiede. Cosa significa questo in termini di diversificazione del portafoglio?

► **A. Goyal:** Le famiglie sono solitamente inconsapevoli del basso grado di diversificazione dei loro portafogli di investimento. Ciononostante, moderate oscillazioni dei prezzi degli immobili dovrebbero avere un impatto minimo sul benessere generale di un proprietario di casa. Il fatto che le economie domestiche svizzere non siano tenute ad ammortizzare completamente i loro prestiti permette loro di investire il loro patrimonio in altri beni, offrendo loro i potenziali vantaggi della diversificazione.

► **C. Saputelli:** L'*asset allocation* di un acquirente di una prima casa è solitamente illiquida e non altamente diversificata, visti gli alti prezzi odierni delle case. Quindi, per costruire ricchezza nel tempo, le famiglie dovrebbero effettivamente concentrarsi sull'accumulo di attivi liquidi per aumentare la diversificazione e la flessibilità finanziaria dei loro portafogli di investimento. Non c'è motivo per cui i proprietari di case dovrebbero astenersi da ulteriori investimenti immobiliari nella loro *asset allocation* finanziaria, dato che la correlazione tra i prezzi delle case locali e gli immobili ampiamente diversificati è generalmente bassa. Ma le famiglie dovrebbero minimizzare l'investimento in ulteriori immobili nella stessa area economica della loro casa.

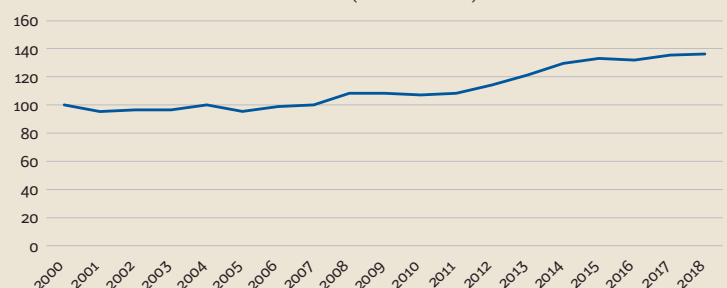
► **L. Küng:** Nel complesso, investire principalmente in immobili significa che il rischio finanziario della famiglia è scarsamente diversificato e, peggio ancora, che su questo rischio si fa troppa leva finanziaria. I dati statunitensi mostrano che i prezzi degli immobili sono positivamente correlati ai salari, quindi quando l'economia è in crescita, gli affitti salgono e così anche i salari. Questa correlazione implica che l'affitto fornisce una copertura naturale ai cambiamenti nella produzione economica – una copertura a cui i proprietari di casa rinunciano. È interessante notare che i consulenti finanziari tendono a omettere il beneficio di copertura dell'affitto quando analizzano il rischio finanziario che gli individui affrontano. Se questi risultati statunitensi siano applicabili al mercato svizzero rimane una questione aperta. Tuttavia molte persone credono che il rischio nel settore immobiliare sia simile a quello dei titoli di stato, il che è sorprendentemente sbagliato. I prezzi degli immobili sono scesi in passato e scenderanno ancora in futuro.

Il prezzo degli immobili in Svizzera è tra i più alti al mondo, così come l'ammontare del debito delle famiglie. Cosa dovremmo pensare di questi fatti?

► **A. Goyal:** I prezzi degli immobili svizzeri sono effettivamente alti in una prospettiva internazionale, ma questo non significa che siano troppo cari o che ci sia un'esplosione dei prezzi. Se si confrontano i prezzi delle case con i salari, si vede che i prezzi degli immobili a Ginevra e Zurigo per esempio sono in linea con quelli di Stoccolma e Toronto.

► **D. Scognamiglio:** Sebbene le famiglie svizzere siano profondamente indebitate, possiedono comunque un patrimonio significativo. A causa del sistema fiscale svizzero, le famiglie sono molto incentivate ad ammortizzare il loro debito ipotecario solo fino a un certo punto, e allo stesso tempo a investire i risparmi in mercati finanziari ampiamente diversificati. Vale anche la pena di considerare che, a causa del forte aumento del debito negli ultimi anni, è aumentata anche la dipendenza dagli interessi. Un aumento dei tassi d'interesse forte e non adeguatamente anticipato potrebbe mettere molte famiglie sotto pressione finanziaria. Il sistema fiscale svizzero attutirebbe però questo effetto, nella misura in cui si può dedurre l'interesse di un'ipoteca dal reddito imponibile.

Prezzo degli immobili privati rispetto al reddito mediano equivoco delle famiglie Svizzera (2000 = 100)



Fonte: IAZI e UST

I prezzi delle abitazioni sono aumentati costantemente in tutto il mondo negli ultimi 20 anni. Le famiglie sono pronte ad affrontare, per esempio, un calo dei prezzi del 10%?

► **C. Saputelli:** Quando si considera che i prezzi delle case negli ultimi 20 anni sono più che raddoppiati in molti luoghi, una correzione dei prezzi di appena il 10% nell'attuale contesto di tassi d'interesse bassi è assolutamente gestibile. Recentemente, sono stati applicati dei regolamenti statali mirati per interrompere la tendenza al rialzo dei prezzi, in particolare nei mercati immobiliari surriscaldati. Le riduzioni dei prezzi che ne sono risultate, un po' sopra al 10%, non hanno però portato effetti negativi alle regioni colpite. Al contrario, per molte famiglie le case sono diventate un po' più accessibili.

Quale sarebbe un vostro consiglio di prudenza per le famiglie?

► **L. Küng:** Possedere un immobile ha ovviamente grandi benefici, ma comporta anche dei rischi, che la gente tende a minimizzare. Le famiglie devono fare i conti e andare oltre le cifre dell'affitto e del pagamento degli interessi; devono essere disciplinate, quando si tratta di manutenzione effettiva, e considerare anche l'ammortamento del debito oltre il minimo richiesto. L'acquisto di una proprietà è una decisione sia finanziaria sia emotiva, il che significa che dobbiamo vedere le decisioni immobiliari da più prospettive.

► **D. Scognamiglio:** Le famiglie che possiedono la propria casa possiedono già abbastanza proprietà. Le famiglie hanno bisogno di riflettere scrupolosamente sull'investimento immobiliare, poiché la proprietà è più costosa di quanto possano pensare a prima vista, e i costi di manutenzione sono attualmente più alti dei tassi di interesse. La manutenzione è fondamentale quando gli indici dei prezzi edonici tengono conto della qualità: i prezzi che salgono per le proprietà nuove e ben tenute non salgono necessariamente per quelle vecchie e mal tenute.



Swiss Finance Institute

Lo Swiss Finance Institute (SFI) è il centro nazionale per la ricerca di base, il dottorato, lo scambio di conoscenze e la formazione continua in ambito bancario e finanziario. La missione dello SFI è far crescere il capitale di conoscenze per la piazza finanziaria svizzera. Creato nel 2006 come partenariato pubblico-privato, lo SFI è un'iniziativa congiunta che riunisce gli operatori finanziari svizzeri, sei università svizzere di punta, e la Confederazione.

Editori

Dr. Silvia Helbling
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Education

Contact

Dr. Cyril Pasche
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

Questa pubblicazione è stata stampata su carta sostenibile "Refutura", certificata con l'Angelo Blu.

swiss:finance:institute

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

