



Immobili in Svizzera – 4T 2024

Le abitazioni di proprietà, le migliori azioni?

**Editore: Raiffeisen Svizzera società cooperativa**

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile
Economista capo
The Circle 66
8058 Zurigo-Aeroporto

**Autori**

Michel Fleury
Francis Schwartz
Alexander Koch

economic-research@raiffeisen.ch

Chiusura redazionale

31.10.2024

Altre pubblicazioni Raiffeisen

Qui potete abbonarvi alla presente e ad altre pubblicazioni.

[Link diretto al sito web](#)





Editoriale, Management Summary, panoramica del mercato

Editoriale	4
Management Summary	5
Panoramica del mercato	7



Contesto di mercato

Condizioni quadro economiche	8
Mercato ipotecario	9
Investimenti immobiliari	10



Segmenti di mercato

Proprietà	11
Locazione	14
Superfici retail	16



Focus

Le migliori azioni sono le abitazioni di proprietà?	18
---	----



Allegato

Tipi di comuni e regioni	25
Abbreviazioni utilizzate	26

Care lettrici, cari lettori,

«time in the market»: il tempo è il segreto del successo negli investimenti. Secondo quello che è forse il più importante principio d'investimento, gli investitori devono mantenere i loro investimenti a lungo piuttosto che cercare di prevedere il momento perfetto per acquistare e vendere. Questa strategia si basa sul fatto che, a lungo termine, sui mercati finanziari i prezzi tendono ad aumentare, malgrado oscillazioni e correzioni a breve termine. Dati storici mostrano che gli investitori che si attengono a questo principio raggiungono rendimenti sensibilmente migliori di coloro che puntano sul tempismo («market timing»).

Chi investe precocemente il suo patrimonio, mantiene i suoi investimenti con una disciplina di ferro e dà prova di grande fedeltà alla sua strategia è quindi premiato con un rendimento consistente. Caratteristiche psicologiche umane, come la paura della perdita, la paura di lasciarsi sfuggire qualcosa, l'avidità o anche l'istinto gregario, sono tuttavia spesso d'intralcio a questo comportamento ottimale, spingono a prendere decisioni irrazionali e alla fine portano a un minor rendimento.

Chi invece acquista un'abitazione a uso proprio si sottopone automaticamente alle principali regole del successo degli investimenti. Una volta investiti, è difficile uscirne. Da un lato, infatti, l'oggetto dell'investimento è occupato dall'investitore stesso e dall'altro un immobile non può comunque essere alienato senza un lungo e complesso processo di vendita. In altre parole, la proprietà dell'abitazione offre il vantaggio di costringere il proprietario ad aspettare semplicemente il superamento delle crisi. La proprietà dell'abitazione previene quindi le reazioni emotive, che non favoriscono il successo a lungo termine degli investimenti. Siccome l'acquisto di un oggetto di proprietà richiede inoltre un investimento ingente, la maggior parte dei proprietari dell'abitazione punta sull'«all in» e investe la totalità dei propri risparmi nella realizzazione del proprio sogno. Per la maggior parte delle famiglie, le barriere psicologiche a vincolare buona parte del patrimonio nella proprietà dell'abitazione sono infatti nettamente più basse rispetto agli investimenti sui mercati finanziari. I proprietari dell'abitazione sono quindi investiti costantemente e con una quota elevata del proprio patrimonio. Nel capitolo Focus mostriamo che questa strategia è molto redditizia a lungo termine: malgrado la crisi immobiliare degli anni Novanta, dal 1988 ha infatti consentito di ottenere un rendimento che non è da meno di quello di un portafoglio composto esclusivamente da azioni svizzere e addirittura lo supera, se si considerano i rischi assunti.

Per il futuro prevediamo opportunità di rendimento analoghe. Agli aspiranti proprietari dell'abitazione che, di fronte alle mancate correzioni di prezzo sul mercato delle abitazioni di proprietà, esitano raccomandando quindi di dare un'occhiata al nostro capitolo Focus.

Vi auguro buona lettura dello studio elaborato dal mio team.

Fredy Hasenmaile
Economista capo Raiffeisen Svizzera

Condizioni quadro economiche: crescita contenuta

La prolungata debolezza congiunturale nell'Eurozona frena la crescita anche da noi. In Svizzera, la domanda di beni d'investimento resta contenuta soprattutto a causa della stagnazione dell'economia tedesca. Per gli esportatori a soffiare vento contrario è anche il franco forte. Il sensibile aumento dei salari reali dovrebbe però progressivamente riportare un po' di vento a favore dei consumi. In Svizzera, da tempo il contesto dei prezzi risulta disteso per via del franco forte, degli aumenti salariali moderati e di un rincaro degli affitti che ha superato l'apice. L'anno prossimo, il tasso annuo d'inflazione dovrebbe quindi scendere nettamente al di sotto della soglia dell'1%. Siccome la BNS ritiene che i rischi al ribasso dell'inflazione siano superiori a quelli al rialzo, ai tre tagli dei tassi di riferimento già decisi potrebbero seguirne altri, rendendo ancora più convenienti le ipoteche SARON. Nelle condizioni per le ipoteche fisse sono invece già dati per scontati altri due tagli dei tassi da parte della BNS. A meno di un drastico peggioramento delle condizioni di crescita globale e di tagli dei tassi decisi urgentemente dalle grandi banche centrali, i tassi CHF a lungo termine non dovrebbero più subire forti ribassi e i costi delle ipoteche fisse dovrebbero quindi mantenere una tendenza laterale (pag. 8 segg.).

Mercato degli appartamenti in locazione: percettibili effetti di ripiego

Anche nel terzo trimestre dell'anno, tutti gli indicatori di mercato correnti attestano un acutizzarsi della penuria sul mercato degli appartamenti in locazione. Il calo degli sfiti ha riguardato tutte le grandi regioni, ad eccezione di Zurigo, e tutti i segmenti di grandezza. In base ai tipi di comune, in seguito alle reazioni di ripiego dei locatari negli ultimi anni ad aver registrato le maggiori flessioni degli sfiti non sono stati i centri, ma i comuni urbani, rurali e turistici. Altri comuni si sono così messi a rincorrere le città in fatto di penuria di abitazioni. Anche se tutti gli indicatori preannunciano un ulteriore acutizzarsi della penuria sul mercato degli appartamenti in locazione, recentemente la dinamica ha subito un rallentamento. Sul fronte della domanda, l'arrivo di nuovi rifugiati di guerra svolge ormai solo un ruolo irrilevante e anche la migrazione per lavoro si è indebolita. A ciò si aggiunge il fatto che la tendenza verso nuclei familiari sempre più piccoli ha subito una battuta di arresto forzata a causa della penuria dilagante e dei forti aumenti degli affitti. Si torna a condividere più spesso lo spazio abitativo, alleggerendo un po' la domanda di appartamenti. Non è però il caso di farsi illusioni quanto a un'inversione di tendenza. Vista l'attività edilizia tuttora relativamente scarsa, anche nel futuro prossimo la domanda supererà ampiamente l'offerta (pag. 14 segg.).

Mercato delle abitazioni di proprietà: maggiore scelta temporaneamente

A differenza del mercato degli appartamenti in locazione, su base annua il numero di oggetti di proprietà vuoti è aumentato del 10% circa, dopo l'incremento già registrato l'anno scorso. L'incremento degli sfiti è osservabile quasi ovunque e sembra essere praticamente indipendente dalle caratteristiche specifiche dell'oggetto. Questi segnali di distensione sono una conseguenza diretta del brusco rialzo dei tassi ipotecari dalla fine del 2021. Siccome con l'impennata delle spese di finanziamento le abitazioni di proprietà hanno temporaneamente perso uno dei principali argomenti di vendita rispetto alla locazione, la domanda di abitazioni di proprietà ha subito un crollo. Regnava inoltre grande incertezza sulla possibilità di un contraccolpo sui prezzi, il che ha indotto gli acquirenti a essere cauti e alcuni proprietari a vendere. Entrambi questi fattori hanno fatto lievitare sensibilmente il numero di oggetti in vendita dall'inizio del 2022. Nel frattempo, sul fronte dei tassi il vento è però girato e ultimamente la proprietà dell'abitazione è ridiventata interessante. Con il ritrovato vantaggio in termini di costi abitativi, anche la domanda di abitazioni di proprietà si sta nuovamente rafforzando vigorosamente. Tutto induce quindi a pensare che il recente netto allentamento della dinamica dei prezzi subirà presto una nuova accelerazione (pag. 11 segg.).

Focus: le migliori azioni sono le abitazioni di proprietà?

Anche se a lungo termine le spese abitative correnti nelle abitazioni di proprietà non sono necessariamente inferiori a quelle degli appartamenti in locazione, nella maggior parte dei casi con il passare degli anni la proprietà dell'abitazione arricchisce i proprietari. Le abitazioni di proprietà non sono infatti solo un bene di consumo, ma anche un lucrativo bene d'investimento. Ciò spiega anche perché la proprietà dell'abitazione goda di tanta popolarità. In termini di flessibilità e onere amministrativo, la locazione batte sicuramente la proprietà dell'abitazione. In cambio, gli oggetti di proprietà primeggiano per quanto riguarda il senso di sicurezza, la soddisfazione personale, lo status e naturalmente il rendimento. Il calcolo volto a stabilire se, da un punto di vista puramente finanziario, convenga acquistare la propria abitazione o se non sia più vantaggioso investire i propri risparmi sui mercati finanziari e vivere in affitto non è tuttavia facile. È una questione di grande attualità: di fronte ai prezzi elevati delle abitazioni, molti potenziali acquirenti si chiedono se, al di là dell'utilità diretta, la proprietà dell'abitazione garantirà anche in futuro un rendimento elevato del capitale proprio. Per fare un confronto corretto occorre tener presenti alcune peculiarità. Come la necessità di tener conto del rincaro delle costruzioni nel valutare il deprezzamento legato all'invecchiamento dell'immobile. Il fatto che, con l'attuale basso livello dei tassi, il valore locativo figurativo costituisce un onere per i proprietari dell'abitazione, benché rappresenti in media solo il 63% dell'affitto di mercato. La possibilità, per i proprietari dell'abitazione, di dedurre dalle imposte circa il 30% in più rispetto alle spese effettive per la manutenzione, grazie alla libertà di scegliere le deduzioni. O ancora il fatto che tutti questi vantaggi sono azzerati dall'imposta sugli utili da sostanza immobiliare.

Considerando tutti questi influssi, per la proprietà dell'abitazione dal 1988 risulta un rendimento medio del capitale proprio pari al 7.2%, una percentuale solo leggermente inferiore al rendimento di un portafoglio investito durante lo stesso periodo esclusivamente in azioni svizzere. Per il futuro sono realisticamente prevedibili rendimenti analoghi. A lungo termine, la proprietà dell'abitazione è quindi praticamente equivalente agli investimenti azionari, tanto più che il rendimento immobiliare è conseguito con una volatilità inferiore. Il maggior vantaggio sta però nell'illiquidità della proprietà dell'abitazione, che costringe i proprietari a restare costantemente investiti e ad aspettare il superamento delle crisi. I proprietari dell'abitazione massimizzano così, consapevolmente o meno, il «time in the market», ottenendo alla fine un rendimento di tutto rispetto (pag. 18 segg.).

Superfici di vendita: ritorno della stabilità, ma proseguimento dell'erosione degli affitti

Dalla fine della crisi Covid, i fatturati del commercio al dettaglio perdono nuovamente vigore. Il settore sembra essere ripiombato nella stagnazione. Dopo lo scatto di crescita dovuto al Covid, negli ultimi anni anche il commercio online è alle prese con fatturati stagnanti. Se dal 2020 avesse continuato a crescere allo stesso ritmo, oggi i fatturati sarebbero appena al di sopra del livello attuale. La pandemia non ha quindi accelerato la trasformazione strutturale nel commercio al dettaglio, ma ha anticipato l'evoluzione di qualche anno. Per i classici dettaglianti stazionari, se non altro dopo la pandemia la pressione esercitata dalle crescenti quote di mercato del commercio online non è più aumentata. Lo attesta il fatto che l'offerta di superfici corrisponde pressoché al livello all'inizio della pandemia. La stabilità è favorita dalla scarsa attività di costruzione di nuove superfici retail. A differenza dell'economia nel complesso, nel commercio al dettaglio non s'intravedono inoltre ancora segnali di effetti di recupero delle insolvenze mantenute artificialmente basse durante la crisi Covid. Nel commercio al dettaglio, con le sue barriere di accesso tendenzialmente basse, le nuove aperture restano anzi numerose. Negli ultimi anni, inoltre, operatori estranei al settore sono diventati inquilini sempre più importanti delle superfici di vendita, seppur con minori disponibilità finanziarie. Sul mercato di tali superfici non s'intravedono quindi più grandi oscillazioni. La crescita leggermente negativa degli affitti dovrebbe però perdurare anche in futuro (pag. 16 segg.).

Panoramica del mercato

Domanda



Popolazione: nei primi otto mesi dell'anno, il saldo migratorio della popolazione straniera residente in Svizzera è calato del 15% circa rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Dopo il 2023 da record, la dinamica migratoria resta però elevata.



PIL: da qui all'anno prossimo prevediamo solo un lieve miglioramento della dinamica di crescita. Nel 2024 il PIL svizzero dovrebbe crescere dell'1.1%, senza gli eventi sportivi. Per il 2025 ci aspettiamo una crescita economica dell'1.3%.



Redditi: se in altri paesi gli effetti di recupero dei salari rafforzano sensibilmente il potere di acquisto o riducono le perdite degli anni scorsi, in Svizzera l'andamento salariale è più moderato. Al contempo, la crescita dell'occupazione rallenta. Gli impulsi ai consumi restano quindi limitati.



Finanziamenti: l'abbassamento del livello dei tassi rilancerà la domanda di abitazioni di proprietà. Le spese abitative correnti tra le proprie quattro mura sono infatti già sensibilmente inferiori a quelle degli appartamenti in locazione.



Investimenti: con i tagli dei tassi è nuovamente aumentata l'attrattiva relativa degli oggetti a reddito. Anche la forte dinamica degli affitti determina nuovamente un maggior afflusso di capitale negli oggetti d'investimento.

Offerta



Attività edilizia: continuano a non intravedersi segnali di un rapido avvio della costruzione di abitazioni. Anche in futuro, l'offerta di abitazioni non terrà quindi il passo con la domanda, sempre alta, di spazio abitativo.



Sfitti: l'indice dell'offerta di appartamenti in locazione, già basso, diminuisce ulteriormente. In settembre la quota di abitazioni sfitte non è calata maggiormente solo grazie all'attuale leggero aumento dei proprietari che mettono in vendita i loro oggetti.

Prospettive dei prezzi



Proprietà: i tassi più bassi faranno lievitare nuovamente la domanda di abitazioni di proprietà. Attualmente gli oggetti in vendita sono relativamente tanti. Questa offerta è però perlopiù alimentata da immobili in essere e a breve sarà esaurita. Dovremmo già esserci messi alle spalle il livello minimo della dinamica dei prezzi.



Affitti: l'ultimo taglio dei tassi dovrebbe far scendere nuovamente il tasso ipotecario di riferimento in dicembre, garantendo un lieve allentamento a breve termine degli affitti in essere. Gli affitti offerti continuano invece la loro corsa al rialzo a causa della crescente penuria di spazio abitativo.

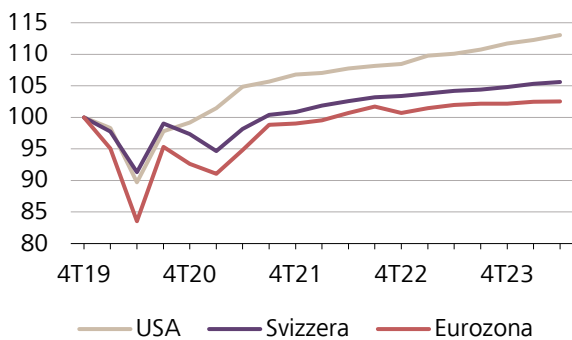
Condizioni quadro economiche

La prolungata debolezza congiunturale nell'Eurozona, in particolare in Germania, frena l'andamento anche in Svizzera. Il sensibile aumento dei salari reali dovrebbe però progressivamente perlomeno portare un po' di vento a favore dei consumi. La pressione sui prezzi si è allentata ulteriormente in risposta al contesto di crescita indebolito e alla forza del franco, spingendo l'inflazione al di sotto della soglia dell'1%.



Consumi privati

Indice, 4T19 = 100, al netto dell'inflazione

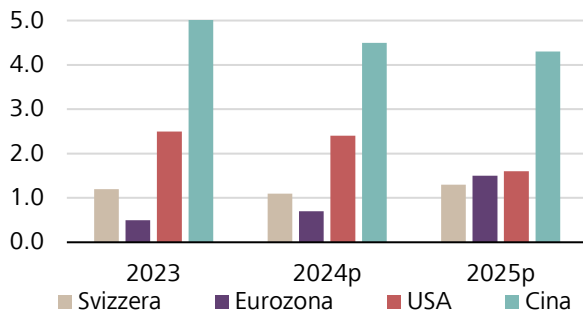


Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



Previsioni Raiffeisen del PIL

In termini reali, in % rispetto all'anno precedente

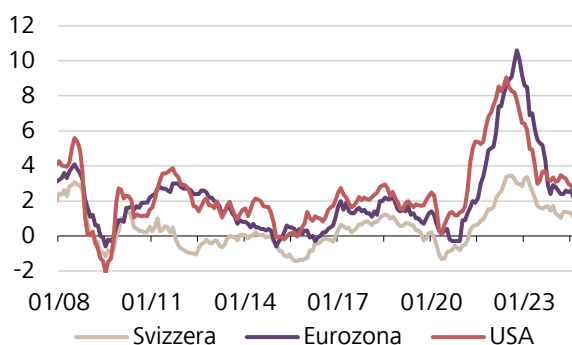


Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



Prezzi al consumo

In % rispetto all'anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

A livello globale, il contesto di crescita è eterogeneo. Il motore della crescita resta la maggior economia mondiale. La congiuntura statunitense continua a rivelarsi sorprendentemente resistente, grazie alla spinta di solidi consumi privati. Non s'intravede ancora alcun segno di recessione. Il rallentamento della crescita dell'occupazione è compensato da maggiori incrementi dei salari reali.

In Cina l'umore dei consumatori resta invece basso. La crisi immobiliare irrisolta e il controllo politico sul settore privato frenano la domanda interna. Ciò è in parte messo in ombra dal sostegno statale alle esportazioni. Crescenti sovraccapacità, rafforzate dal continuo incremento delle restrizioni al commercio, pesano tuttavia anche sulla dinamica industriale.

La domanda interna debole e il maggior orientamento alle esportazioni della Cina rafforzano il vento contrario che soffia sull'industria europea, la cui auspicata ripresa slitta ulteriormente. La domanda di beni d'investimento resta contenuta anche in Svizzera, soprattutto a causa della stagnazione dell'economia tedesca. Per gli esportatori a soffiare vento contrario è anche il franco forte. Al contempo, il netto calo dell'inflazione dà però una spinta percettibile al potere di acquisto. I consumi dovrebbero quindi progressivamente contribuire sempre più alla crescita.

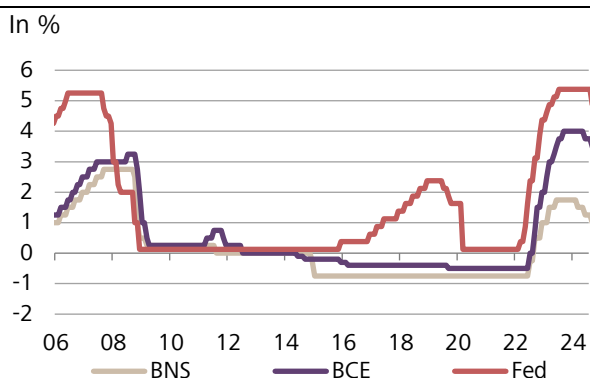
Nell'Eurozona la normalizzazione rincorre l'inflazione soggiacente, non da ultimo a causa degli effetti di recupero dei salari. In Svizzera, da tempo il contesto dei prezzi risulta invece disteso, anche per via degli aumenti salariali decisamente più moderati. Inoltre nel frattempo è stato raggiunto l'apice del contributo dei rialzi del tasso di riferimento al rincaro degli affitti. E per i beni non energetici, la persistente forza del franco mantiene il suo effetto di attenuazione. Per finire, l'anno prossimo anche l'abbassamento delle tariffe dell'elettricità frenerà l'inflazione. Il tasso annuo d'inflazione dovrebbe così scivolare nettamente al di sotto della soglia dell'1%.

Mercato ipotecario

Per finire, anche la banca centrale americana ha iniziato a normalizzare i tassi. E la BCE ha accelerato il ritmo di riduzione. Ciò ha contribuito a un rafforzamento del franco e a un ulteriore allentamento della pressione sui prezzi in Svizzera. La BNS continua quindi a ritenere probabile un tasso di riferimento inferiore all'1%, il che si è già tradotto in tassi ipotecari a lungo termine ancora più bassi.



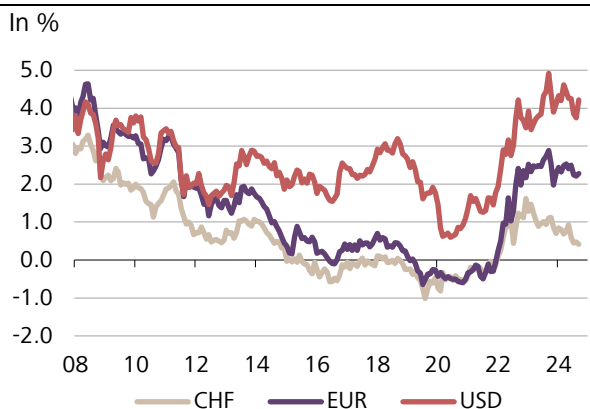
Tassi di riferimento delle banche centrali



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



Rendimento dei titoli della Confederazione a 10 anni

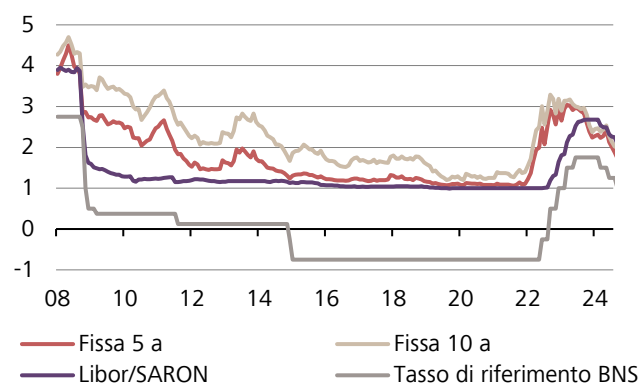


Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



Tassi ipotecari

Tassi d'interesse per i nuovi affari, in %



Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research

Come previsto, nella seduta trimestrale di settembre la Banca nazionale svizzera (BNS) ha abbassato il tasso di riferimento di 0.25 punti percentuali per la terza volta di seguito, portandolo all'1.0%. Questa decisione è stata motivata con l'ulteriore allentamento della pressione inflazionistica. In particolare l'ulteriore apprezzamento del franco degli ultimi mesi attenua la crescita dei prezzi, inducendo la BNS a prevedere un tasso d'inflazione nettamente inferiore all'1% anche a medio termine.

Siccome inoltre la banca centrale ritiene che i rischi al ribasso dell'inflazione siano superiori a quelli al rialzo, in base alla sua valutazione potrebbero essere necessari ulteriori tagli dei tassi. Il nuovo presidente della BNS Martin Schlegel ha addirittura definito probabile un ulteriore allentamento della politica monetaria – un segnale insolitamente forte.

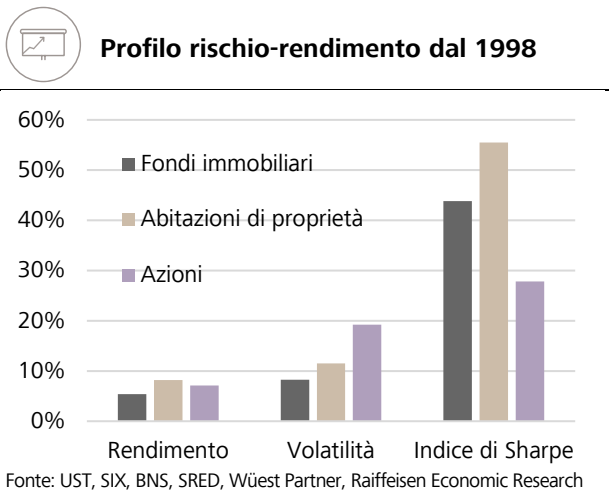
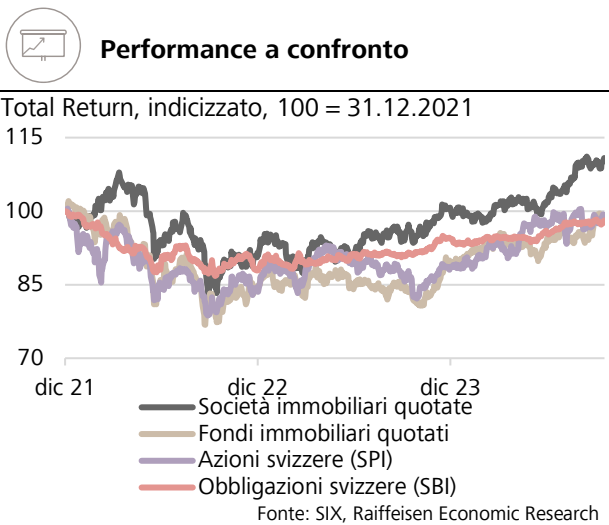
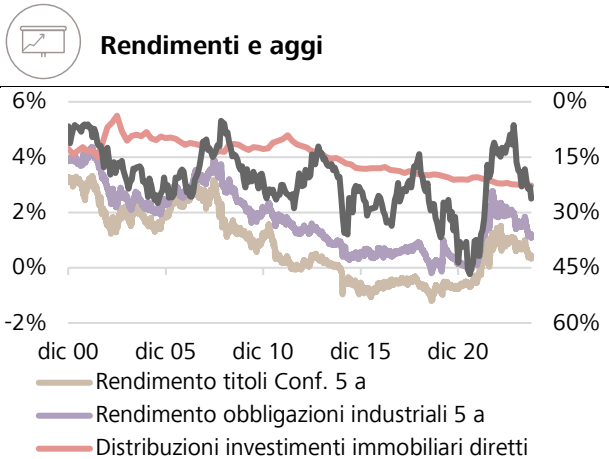
Altri tagli dei tassi non sono certo scolpiti nella pietra. Una svalutazione percettibile del franco potrebbe rapidamente ridimensionarne la necessità. L'incertezza accresciuta in merito alle prospettive congiunturali nonché il ritmo del ciclo di tagli dei tassi della Fed e della BCE inducono però a credere che il franco resterà forte e che vi sarà almeno un ulteriore taglio dei tassi in dicembre.

Già prima dell'ultimo taglio deciso dalla BNS, sui mercati dei tassi era dato per scontato, su base annua, un tasso di riferimento finale della BNS dello 0.5%. Anche i tassi a lungo termine erano quindi già scesi sensibilmente. Nelle condizioni per le ipoteche fisse sono quindi già dati per scontati altri due tagli dei tassi da parte della BNS.

A meno di un drastico peggioramento delle condizioni di crescita globale e di tagli dei tassi decisi urgentemente dalle grandi banche centrali, i tassi CHF a lungo termine non dovrebbero più subire forti ribassi. I tassi ipotecari ancora superiori per le ipoteche SARON subiranno invece una flessione, se nelle prossime riunioni la BNS deciderà effettivamente ulteriori tagli dei tassi.

Investimenti immobiliari

Negli ultimi quasi tre anni, i fondi immobiliari quotati non hanno fruttato nulla. Con l'inversione dei tassi, gli investimenti immobiliari sono di colpo tornati in voga. Le prospettive di un persistente basso livello dei tassi e un elevato potenziale di ricavi da locazione attirano nuovamente più investitori.



Con il recente netto calo dei tassi e la prospettiva di ricavi da locazione spumeggianti, gli investimenti immobiliari sono ridiventati interessanti. Anche se calano ulteriormente a causa dei crescenti prezzi di mercato, adesso i rendimenti da distribuzione degli oggetti a reddito sono nuovamente nettamente superiori al rendimento delle obbligazioni a interesse fisso. Il tutto dopo che nel frattempo il rendimento superiore di questi titoli era crollato sulla scia del rialzo dei tassi (v. grafico). La ritrovata forza di attrazione degli investimenti immobiliari si riflette anche nei corsi dei fondi immobiliari quotati, i cui aggi, ossia il sovrapprezzo al valore d'inventario netto pagato in borsa, sono cresciuti vigorosamente in seguito all'abbassamento dei tassi. Alla fine di settembre, gli aggi dei fondi immobiliari quotati erano tornati a un consistente 26%, superando nettamente la media a lungo termine del 21%. Alla fine del 2023, il valore sfiorava ancora il minimo storico dal 2000, aggirandosi sul 6%.

Azioni, obbligazioni, immobili?

Dopo il superamento della crisi inflazionaria è possibile trarre una prima conclusione quanto alla classe d'investimento che ha superato meglio i contraccolpi del mercato in seguito alle complicazioni della riapertura dopo la pandemia di Covid e alla crisi energetica scatenata dalla guerra in Ucraina. Fondi azionari, fondi obbligazionari o fondi immobiliari: con tutte queste classi d'investimento, dal 31.12.2021 con un portafoglio ampiamente diversificato non si è guadagnato né perso niente in termini nominali (v. grafico). Le azioni immobiliari hanno comunque fruttato un total return positivo dell'8.7%.

Una classe d'investimento batte tutti

In questo periodo di crisi, a essersela cavata meglio è invece chi non è stato attivo in borsa, ma ha acquistato un'abitazione di proprietà. Chi ha comprato casa tre anni fa ha aumentato il suo capitale proprio del 27.2%. Le abitazioni di proprietà si lasciano alle spalle le azioni e i fondi immobiliari anche in un calcolo rendimento-rischio a lungo termine. Dal 1995, anno di lancio dell'indice dei fondi immobiliari, l'indice di Sharpe di un investimento nelle proprie quattro mura è stato chiaramente superiore alle altre due classi d'investimento. Ulteriori considerazioni sulla proprietà dell'abitazione quale classe d'investimento figurano nel capitolo Focus di questa pubblicazione.

Proprietà

Il mercato delle abitazioni di proprietà ha registrato un'ulteriore crescita degli sfitti. Si tratta di una conseguenza diretta del sensibile raffreddamento del mercato delle proprietà dopo i rialzi dei tassi a partire dal 2022. Nel frattempo il netto calo delle spese di finanziamento e le prospettive di ulteriori tagli dei tassi hanno rafforzato nuovamente l'attrattiva delle abitazioni di proprietà. In futuro si delineano quindi nuove tensioni sul mercato delle proprietà.

Per gli osservatori del mercato immobiliare, l'inizio di settembre coincide con un appuntamento importante. È infatti il momento in cui l'Ufficio federale di statistica (UST) pubblica uno dei principali indicatori del mercato immobiliare elvetico: il censimento ufficiale delle abitazioni vuote. Benché la rappresentatività di questo indicatore sia spesso bersaglio di critiche, si tratta di una delle poche rilevazioni periodiche totali sul mercato svizzero dell'alloggio. I risultati sono un importante barometro dello stato del mercato immobiliare a livello nazionale e locale. La quota di abitazioni sfitte calcolata su tale base svolge quindi un ruolo importante nel dibattito pubblico, al punto che a determinati valori limite della quota di abitazioni sfitte sono associati interventi concreti di regolazione del mercato immobiliare locale. Al momento della pubblicazione di questo indicatore importante non mancano quindi mai titoli a caratteri cubitali.

Il calo degli sfitti rallenta

Anche quest'anno, la pubblicazione della quota di abitazioni sfitte era attesa con impazienza. Vista la crescente penuria di abitazioni, che si estende a sempre più regioni, si prevedeva un ulteriore netto calo. Per finire, per il 2024 con 51'974 oggetti sfitti l'UST ha calcolato una quota nazionale di abitazioni vuote dell'1.08% (v. grafico a sinistra). Con una flessione di 0.07 punti percentuali rispetto all'anno precedente (-2'794 abitazioni sfitte), la previsione si è quindi rivelata azzeccata. Di fronte ai segnali molto forti di penuria pro-

venienti da molti mercati regionali dell'alloggio ha tuttavia destato una certa sorpresa il fatto che la quota di abitazioni sfitte non sia calata maggiormente.

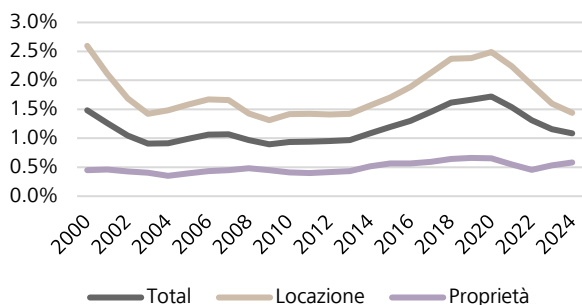
Nuovo aumento delle abitazioni di proprietà vuote

Tra i motivi di questo calo ridotto figura il fatto che, attualmente, sul mercato delle abitazioni di proprietà la situazione dell'offerta è molto diversa da quella degli appartamenti in locazione. Attualmente si osservano crescenti fenomeni di penuria solo sul mercato degli appartamenti in locazione. In seguito al rialzo dei tassi dal 2022, sul mercato delle abitazioni di proprietà la situazione di penuria si è lievemente allentata. Come già nel 2023, anche il 01.06.2024, giorno di riferimento del censimento delle abitazioni vuote, su scala nazionale le abitazioni di proprietà sfitte erano aumentate. Con un totale di 11'511 oggetti sfitti, l'incremento sfiorava il 10%. L'andamento degli sfitti sul mercato delle abitazioni di proprietà contrasta quindi con la tendenza generale determinata dall'evoluzione sul mercato degli appartamenti in locazione. Occorre però precisare che, in termini assoluti, sul mercato svizzero delle abitazioni di proprietà restano pochi appartamenti e case vuoti. In occasione del censimento di quest'anno, solo lo 0.58% di tutte le case unifamiliari e proprietà per piani a uso proprio non era abitato. Sul mercato degli appartamenti in locazione, la quota di sfitti è molto più alta: 1.44% circa. Se si ripartisce l'evoluzione delle abitazioni di proprietà sfitta secondo il tipo di Comune (v. grafico a destra), emerge che l'incremento attuale è osservabile



Quota di abitazioni sfitte

Abitazioni sfitte in % della consistenza immobiliare, complessivamente e per segmento

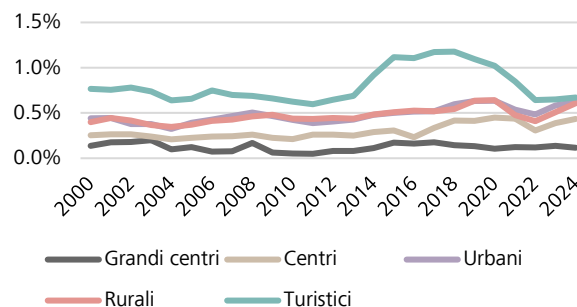


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



Oggetti di proprietà sfitti

Quota di abitazioni di proprietà sfitte per tipo di comune, in %



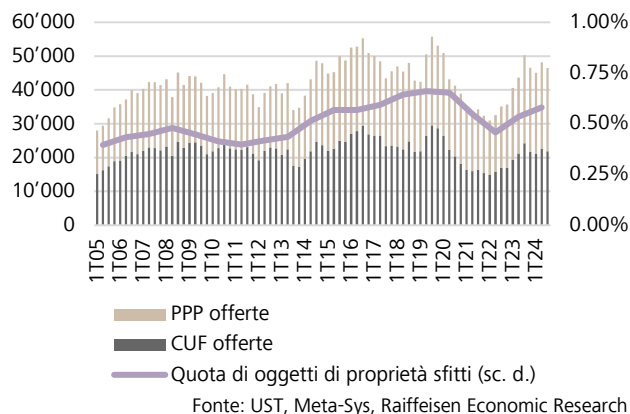
Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Segmenti di mercato



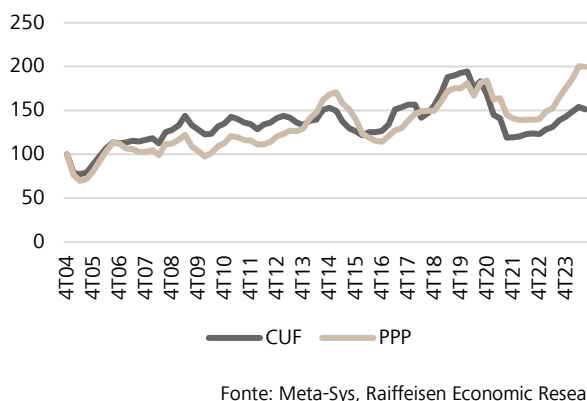
Offerita

Numero di oggetti di proprietà offerti online l'ultimo giorno del trimestre per segmento e quota di proprietà sfitte



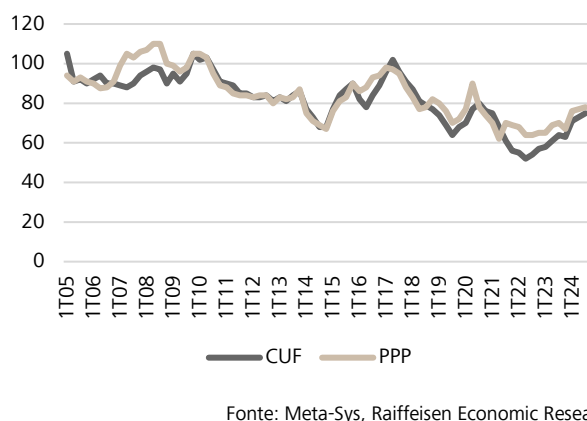
Nuovi annunci

Numero di nuovi annunci di vendita di CUF e PPP per trimestre, indicizzato 100 = 4T04



Durata di commercializzazione

Durata d'inserzione degli annunci di vendita su Internet, mediana in giorni



praticamente ovunque. Solo nelle maggiori città svizzere (Basilea, Berna, Ginevra, Losanna e Zurigo) non è stato registrato alcun aumento delle abitazioni di proprietà sfitte nel 2024. Si riscontrano differenze marginali anche in base a caratteristiche specifiche, come la grandezza o il tipo di abitazione. Recentemente gli oggetti di proprietà sono rimasti vuoti un po' più spesso praticamente indipendentemente dalle loro caratteristiche.

Più offerte che restano sul mercato più a lungo

Questi risultati corrispondono a quelli di altri indicatori di mercato. Il numero di case unifamiliari e appartamenti di proprietà offerti in vendita alla fine del trimestre è infatti aumentato sensibilmente dal livello minimo all'inizio del 2022. In entrambi i segmenti delle abitazioni di proprietà, oggi il numero di oggetti offerti in vendita sui portali Internet corrisponde a quello di prima dello scoppio della pandemia di Covid e della relativa estasi da abitazione di proprietà (v. grafico in alto). Questo incremento dell'offerta disponibile è riconducibile a due fattori. Da un lato, recentemente sul mercato sono offerti nettamente più oggetti di proprietà (v. grafico al centro). Su Internet, all'inizio del 2024 il numero di annunci di vendita di proprietà per piani ha raggiunto un livello record. Rispetto al minimo segnato nel 2022, l'incremento è stato quasi del 44% e pur sempre del 25% per le case unifamiliari. Dall'altro, al contempo gli oggetti offerti in vendita hanno bisogno di molto più tempo per trovare un acquirente (v. grafico in basso). All'apice del boom delle abitazioni di proprietà indotto dal Covid a metà 2022, le case unifamiliari trovavano un acquirente dopo 52 giorni di pubblicazione dell'annuncio, contro i 75 giorni attuali. Per le proprietà per piani, durante lo stesso periodo la durata di commercializzazione è passata da 64 a 78 giorni. La combinazione di più oggetti offerti in vendita e durate di commercializzazione nettamente più lunghe ha prodotto un sensibile incremento dell'offerta. Attualmente gli acquirenti dispongono quindi nuovamente di un maggior numero di potenziali oggetti. E questi oggetti si ritrovano quindi un po' più spesso nel censimento ufficiale delle abitazioni vuote dell'UST.

Mercato delle abitazioni di proprietà sensibile ai tassi

I segnali di distensione descritti sono una conseguenza diretta del brusco aumento dei tassi ipotecari dalla fine 2021. Con l'impennata delle spese di finanziamento, le abitazioni di proprietà hanno temporaneamente perso uno dei principali argomenti di vendita rispetto alla locazione (v. grafico a sinistra nella prossima pagina). Sul fronte degli acquirenti regnava inoltre grande incertezza sulla possibilità

Segmenti di mercato

di un contraccolpo sui prezzi. Successivamente, la domanda di abitazioni di proprietà ha quindi registrato un crollo (v. grafico a destra). A sua volta, ciò ha portato a un forte aumento delle durate di commercializzazione per gli appartamenti di proprietà e le case unifamiliari, dal momento che il mercato non assorbiva più qualsiasi oggetto a tempo di record. Anche il presunto crescente numero di nuovi oggetti immessi sul mercato si spiega sostanzialmente con il livello superiore dei tassi. Di fronte alla stasi edilizia registrata negli ultimi anni nel segmento delle abitazioni di proprietà, questo incremento dell'offerta derivava principalmente dagli oggetti in essere. Le case e gli appartamenti supplementari immessi sul mercato recentemente erano offerti probabilmente soprattutto per motivi di costi legati ai tassi. Visti i prezzi elevati e in crescita, la vendita di un oggetto per cui non si riesce più a sostenere le maggiori spese d'interesse è una decisione più che ragionevole. Inoltre, dopo il rialzo dei tassi probabilmente diversi investimenti buy-to-let effettuati durante la fase di tassi bassissimi non convenivano più.

Si delinea la fine del raffreddamento

Nel frattempo, sul fronte dei tassi il vento è però girato. Grazie ai tre tagli dei tassi di riferimento a cui abbiamo già assistito nel corso di quest'anno e ai segnali relativamente inequivocabili di ulteriori tagli, ultimamente la proprietà dell'abitazione è ridiventata interessante. Al più tardi dall'ultimo taglio dei tassi deciso dalla BNS in settembre, il vantaggio in termini di costi abitativi dell'acquisto di un'abitazione standard rispetto alla locazione è infatti ridiventato una realtà per tutte le forme di finanziamento

correnti. Attualmente è compreso tra il 10% e il 16%, a seconda della durata dell'ipoteca (v. grafico a sinistra). Anche la domanda di abitazioni di proprietà si sta quindi rafforzando vigorosamente. Sui principali portali Internet, ad esempio, gli abbonamenti di ricerca di case unifamiliari sono aumentati del 21% rispetto ai livelli minimi di circa un anno fa e quelli di ricerca di appartamenti di proprietà del 22% (v. grafico a destra). Anche sul fronte dell'offerta si moltiplicano però i segnali che indicano che l'attuale fase di distensione sta già volgendo al termine. Negli ultimi trimestri, il numero di oggetti offerti in vendita sui portali online si è infatti stabilizzato sui livelli leggermente più alti. Anche per quanto riguarda i nuovi oggetti immessi sul mercato, attualmente s'intravedono primi timidi segnali di un'inversione di tendenza.

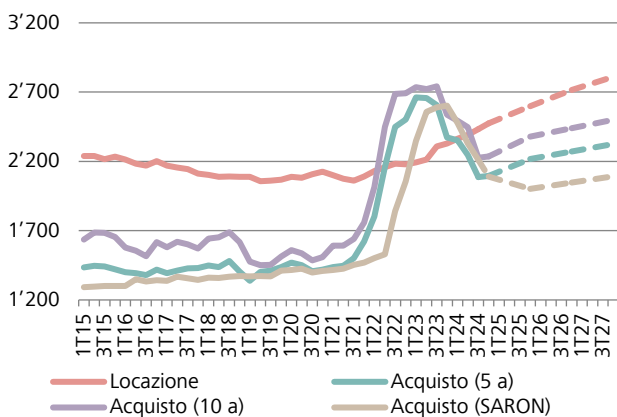
Tensioni sul mercato all'orizzonte

Con le prospettive di ulteriori tagli dei tassi e di un persistente andamento estremamente dinamico degli affitti, nei prossimi mesi l'attrattiva delle abitazioni di proprietà dovrebbe aumentare ulteriormente. In base alle nostre previsioni dei tassi, tra non molto l'acquisto di un'abitazione di proprietà potrebbe già consentire nuovamente risparmi sui costi abitativi fino al 25%. È quindi molto presumibile che la domanda di oggetti di proprietà segnerà una nuova impennata e che gli oggetti in essere immessi sul mercato subiranno una forte contrazione e saranno nuovamente venduti in tempi più brevi. A fronte di un'offerta sempre più scarsa, la crescente domanda avrà inevitabilmente delle ripercussioni anche sull'andamento dei prezzi. Tutto induce a pensare che il recente netto allentamento della dinamica dei prezzi subirà presto una nuova accelerazione.



Locazione e acquisto a confronto

Costi abitativi mensili in CHF per abitazioni paragonabili e diversi prodotti ipotecari

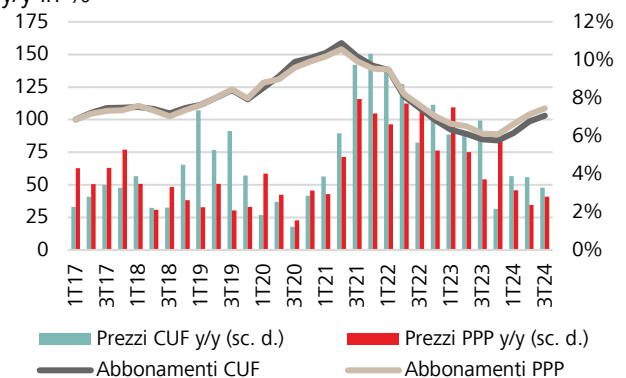


Fonte: Meta-Sys, BNS, SRED, Raiffeisen Economic Research



Domanda e prezzi

Numero di abbonamenti di ricerca su piattaforme online, indicizzato 100 = 1T17, e andamento dei prezzi, y/y in %



Fonte: Realmatch360, SRED, Raiffeisen Economic Research

Locazione di abitazioni

Calo degli sfitti, contrazione dell'offerta e proseguimento della rapida crescita degli affitti offerti attestano l'ulteriore acutizzarsi della penuria sul mercato svizzero degli appartamenti in locazione. Grazie a un leggero allentamento della pressione sulla domanda, recentemente la dinamica si è leggermente indebolita. Difficilmente si andrà però oltre un rallentamento dei sintomi di penuria, che si diffondono ulteriormente.

Nulla di nuovo sul mercato degli appartamenti in locazione – anche nel terzo trimestre di quest'anno, tutti gli indicatori di mercato correnti attestano un acutizzarsi della penuria di abitazioni. Recentemente, il censimento ufficiale delle abitazioni vuote ha rilevato un nuovo consistente calo degli sfitti. Come già illustrato nel capitolo dedicato alla proprietà, l'offerta più liquida sul mercato delle abitazioni di proprietà dissimula leggermente la crescente penuria sul mercato degli appartamenti in locazione. La flessione della quota di sfitti su quest'ultimo è infatti stata oltre il doppio di quella della quota totale di abitazioni sfitte, scesa dall'1.15% nel 2023 all'1.08% (-0.07 punti percentuali) (v. primo grafico nel capitolo sulla proprietà). Il 01.06.2024, in Svizzera era sfitto l'1.44% degli appartamenti in locazione, contro ancora l'1.60% dell'anno precedente (-0.16 punti percentuali).

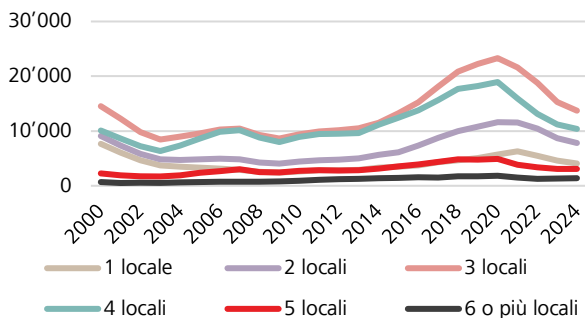
Penuria crescente in tutti i segmenti

Il calo degli sfitti ha riguardato tutti i segmenti di grandezza (v. grafico in basso). Anche se in termini assoluti la flessione sembra concentrarsi sugli appartamenti di media grandezza, in termini relativi gli sfitti sono diminuiti nella stessa misura anche in tutti gli altri segmenti. Emerge un quadro analogo anche in base all'età dell'abitazione, anche se nel segmento delle nuove costruzioni gli sfitti sono diminuiti un po' più in fretta rispetto agli oggetti più vecchi. In periodi di crescente penuria non sorprende che sia più facile trovare locatari per tutte le abitazioni, indipendentemente dalle caratteristiche specifiche.



Appartamenti in locazione sfitti

Appartamenti in locazione sfitti al 1° giugno secondo il numero di locali

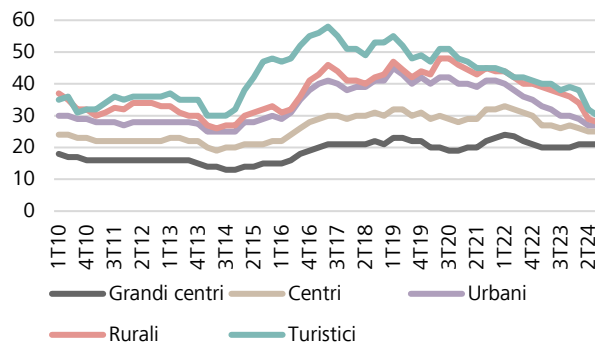


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



Durata di commercializzazione

Durata d'inserzione degli annunci online per appartamenti in locazione, mediana in giorni



Fonte: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Segmenti di mercato

Leggero rallentamento della dinamica

Anche se tutti gli indicatori preannunciano un acutizzarsi della penuria sul mercato degli appartamenti in locazione, recentemente la dinamica ha subito un leggero rallentamento. Tra il 2023 e il 2024, con 0.16 punti percentuali il calo della quota di oggetti di locazione sfitti è ad esempio risultato minore che tra il 2022 e il 2023 (-0.32 punti percentuali). Recentemente anche il numero di appartamenti offerti sui portali online non è più diminuito allo stesso ritmo dell'indice dell'offerta raffigurato sotto. Anche per quanto riguarda l'andamento degli affitti, attualmente la dinamica si è allentata. Se negli ultimi due trimestri gli affitti offerti registravano ancora tassi di crescita annua superiori al 6%, nel terzo trimestre 2024 sono progrediti «solo» del 3.8%. Gli affitti degli appartamenti in locazione progrediscono però ancora a un ritmo pari al doppio di quello dei salari.

Attenuazione degli effetti speciali sul fronte della domanda

Resta da vedere se l'allentamento della dinamica della penuria durerà. Gli argomenti a favore di un rallentamento non mancano. A fornirli non è tuttavia tanto il fronte dell'offerta, dal momento che l'attività edilizia si è attestata su un livello più basso. Al termine della pandemia di Covid, la domanda era lievitata sotto l'azione di effetti speciali, un'azione che ora è sensibilmente calata. Questi effetti speciali riguardavano principalmente la forte immigrazione a cui ha assistito la Svizzera a partire dal 2022. Da un lato l'invasione russa dell'Ucraina ha generato un flusso di rifugiati di dimensioni storiche. Dall'altro, al contempo anche la migrazione per lavoro ha subito una vigorosa spinta

post-Covid – leggi penuria di manodopera qualificata. A conti fatti, negli ultimi due anni, la forte crescita demografica sulla scia di questi effetti migratori ha determinato una domanda supplementare straordinaria di spazio abitativo. Nel frattempo, l'effetto dell'arrivo di nuovi rifugiati di guerra sulla crescita demografica è irrilevante. E anche per quanto riguarda la regolare migrazione per lavoro, quest'anno l'afflusso si è leggermente attenuato.

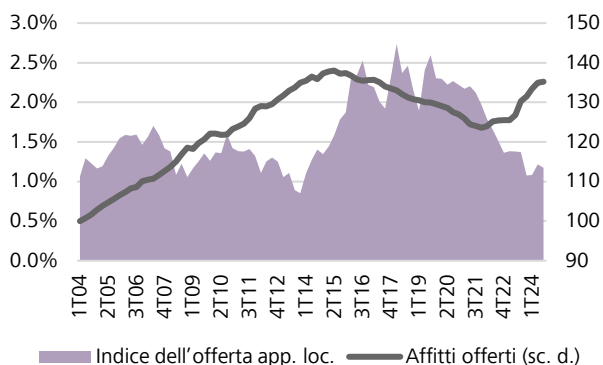
Stop al rimpicciolimento dei nuclei familiari

Un ulteriore impulso potrebbe provenire dall'arresto intervenuto nel frattempo del rimpicciolimento dei nuclei familiari (v. grafico a destra). Di fronte agli affitti iniziali in molte regioni elevati e in rapida crescita nonché alle difficoltà in generale a trovare un appartamento libero, molti svizzeri si vedono costretti a stringersi. L'ormai decennale tendenza verso nuclei familiari sempre più piccoli ha subito una battuta di arresto forzata a causa della penuria sempre più diffusa. Il conseguente uso più efficiente delle abitazioni esistenti riduce la domanda supplementare di spazio abitativo. In combinazione con gli effetti migratori, recentemente la pressione sul mercato dell'alloggio proveniente dal fronte della domanda dovrebbe essersi allentata. Non è però il caso di farsi illusioni quanto a un'inversione di tendenza per quanto riguarda la penuria di abitazioni. Vista l'attività edilizia tuttora relativamente scarsa, anche nel futuro prossimo la domanda supererà ampiamente l'offerta. Gli effetti collaterali della penuria, a cominciare dall'esplosione degli affitti offerti, resteranno quindi una realtà sul mercato degli appartamenti in locazione anche nei prossimi anni.



Locazione

Indice dell'offerta di appartamenti in locazione e affitti offerti indicizzati (sc. d.), 100 = 1T04

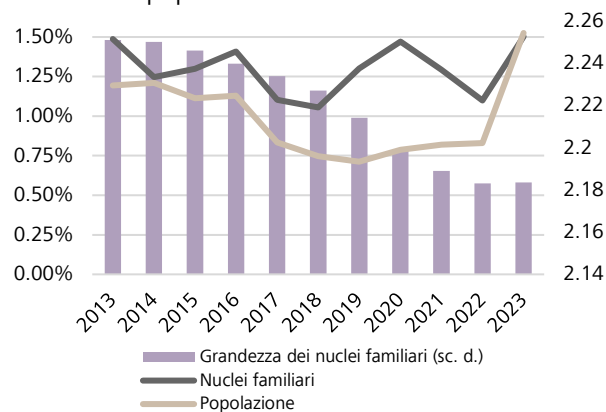


Fonte: Meta-Sys, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Evoluzione dei nuclei familiari e della popolazione

Grandezza media dei nuclei familiari (sc. d.) e tasso di crescita della popolazione e dei nuclei familiari



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

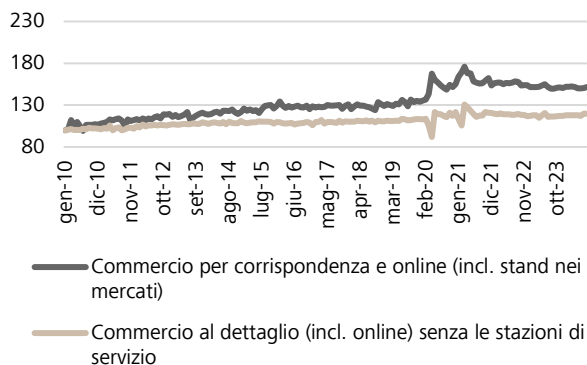
Superfici di vendita

Dalla fine della crisi Covid, il commercio al dettaglio sta nuovamente perdendo vigore. Ultimamente anche il commercio online è alle prese con fatturati stagnanti. L'aumento della pressione sui commercianti al dettaglio stazionari dovrebbe quindi essersi attenuato. Sul mercato delle superfici di vendita non s'intravedono più grandi oscillazioni. La stabilità è favorita dalla scarsa attività edilizia in questo segmento.



Fatturati nel commercio al dettaglio

Mensili, destagionalizzati, in termini reali, indicizzati, 100 = 2010/01

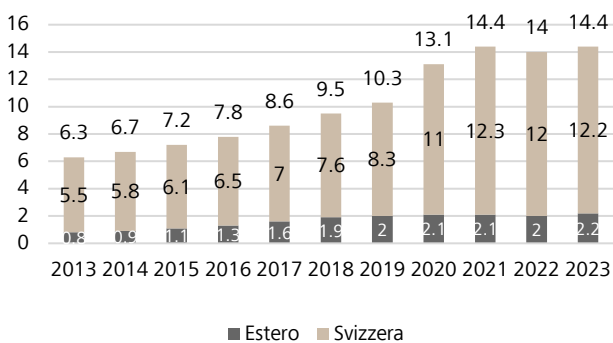


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



Fatturati nel commercio online

All'anno, secondo l'ubicazione del dominio, in mld. CH

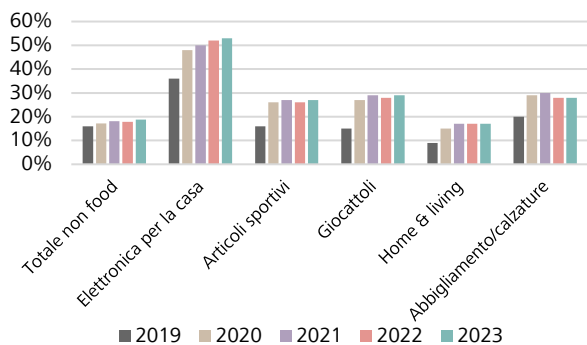


Fonte: GfK, HANDELSVERBAND.swiss, La Posta, Raiffeisen Economic Research



Quota online del fatturato del commercio al dettaglio

Quote online in vari segmenti secondo l'anno



Fonte: GfK, HANDELSVERBAND.swiss, La Posta, Raiffeisen Economic Research

Prima dello scoppio della pandemia di Covid, il commercio svizzero al dettaglio ha vissuto anni difficili. A partire dal 2010, una saturazione dei consumi sempre più estesa e la crescente attrattiva del turismo degli acquisti oltre frontiera avevano soffocato quasi completamente la crescita del settore (v. grafico in alto). Benché durante la pandemia il commercio al dettaglio sia stato uno dei settori maggiormente penalizzati dalla chiusura degli esercizi, a conti fatti questo ramo dell'economia ha tratto grande profitto dalla crisi. Nei primi due anni di pandemia sono infatti stati registrati fatturati record. Questo risultato lusinghiero per il settore è da attribuire principalmente alla compensazione del consumo di servizi, all'epoca fortemente limitato, mediante beni di consumo nonché ai risparmi eccedentari accumulati in seguito alle mancate uscite per il tempo libero e le vacanze. Passata la pandemia, la propensione degli svizzeri al consumo nel commercio al dettaglio si è però ridimensionata percettibilmente. Dopo una diminuzione in termini reali dei fatturati del commercio al dettaglio nel corso del 2022 e del 2023, il settore è tornato ai livelli registrati verso la fine della pandemia. Dopo la spinta di breve durata data dal Covid, il settore sembra ora essere ripiombato nella stagnazione.

Stagnazione del commercio online dopo il boom

I singoli segmenti del commercio al dettaglio non sono stati interessati tutti allo stesso modo dagli effetti sia positivi sia negativi della pandemia. La chiusura dei negozi non essenziali e le regole del distanziamento sociale dell'era Covid hanno garantito un grandissimo afflusso di clientela soprattutto ai commercianti online. Tra il 2019 e il 2021, il fatturato del commercio online in Svizzera è così aumentato del 40% (+ 4.4 mld.) totalizzando 14.4 miliardi di CHF (v. grafico al centro). La pandemia non ha fatto che amplificare la trasformazione strutturale verso i canali di vendita digitali, che volente o nolente avanzava già a grandi passi. Negli anni prima dell'arrivo del virus, il commercio online cresceva infatti già di un consistente 6-11% all'anno. Passata la pandemia, da alcuni anni i fatturati sono invece stagnanti. Anche in molti sotto segmenti, che durante la pandemia hanno registrato uno spostamento particolarmente forte nella dimensione digitale, da allora le quote online non

Segmenti di mercato

sono più cresciute (v. grafico in basso). In termini reali, negli scorsi 24 mesi i fatturati nel commercio per corrispondenza digitale sono addirittura calati quasi del 4.5% (v. grafico in alto nella pagina precedente).

Nessuna accelerazione della trasformazione strutturale

Visti gli imponenti scatti di crescita registrati dal commercio online nel 2020 e nel 2021, quest'ultimo sembrava aver definitivamente intrapreso una marcia trionfale. Il raggiungimento di una penetrazione del mercato che andava ben oltre il segmento di clientela abituale aveva indotto molti a parlare di una forte accelerazione della trasformazione strutturale nel commercio al dettaglio. Dopo due anni di stagnazione del commercio online, bisogna tuttavia constatare che dell'accelerazione della trasformazione è rimasto ben poco. Se a partire dal 2020 il commercio online in Svizzera avesse continuato a crescere allo stesso ritmo, oggi i fatturati sarebbero appena al di sopra del livello attuale. Nell'ottica odierna, il Covid non ha quindi accelerato la trasformazione strutturale nel commercio al dettaglio, ma ha anticipato l'evoluzione di qualche anno. Per i classici dettaglianti stazionari, dopo la pandemia la pressione esercitata dalle crescenti quote di mercato del commercio online perlomeno non è più aumentata. Resta da vedere se ciò possa già essere visto come un primo segno di un progressivo esaurimento del potenziale del commercio online o se vada interpretato come una pausa passeggera dovuta a una temporanea saturazione dei consumi post-Covid. Una cosa è però certa: la concorrenza al commercio al dettaglio locale da parte del commercio online non è destinata a diminuire.

Offerta di superfici stabile

Tra i fattori che spiegano il fatto che negli ultimi anni la trasformazione strutturale in atto non sia proseguita,

figura probabilmente la relativa stabilità del mercato delle superfici di vendita. L'attuale pausa rigeneratrice che sta attraversando il commercio al dettaglio stazionario non porterà a un'ondata di fallimenti. A differenza dell'economia nel complesso, nel commercio al dettaglio nel 2024 non s'intravedono infatti ancora segnali di effetti di recupero delle insolvenze mantenute artificialmente basse durante la crisi Covid. Sul mercato delle superfici retail, dalla fine della pandemia non stanno quindi giungendo molte più superfici di vendita in essere. Siccome in questo segmento recentemente l'attività edilizia è stata relativamente scarsa, dopo la fine della crisi Covid non si è pertanto assistito a un ulteriore aumento dell'offerta (v. grafici in basso).

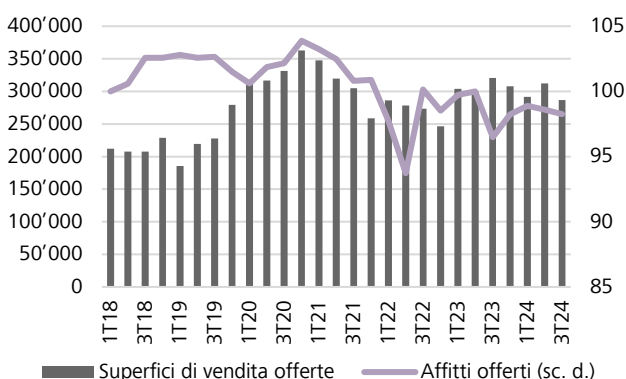
Domanda reale

Anche sul fronte della domanda, sul mercato delle superfici di vendita non mancano i segnali positivi. Malgrado i fatturati recentemente stagnanti, nel commercio al dettaglio con le sue barriere di accesso tendenzialmente basse le nuove aperture restano numerose. La domanda è alimentata ulteriormente da fornitori di servizi (p. es. agenti immobiliari, saloni di parrucchieri, saloni di manicure) ed esercizi della ristorazione. Negli ultimi anni, questi operatori estranei al settore sono diventati inquilini sempre più importanti, ma con minori disponibilità finanziarie, delle superfici di vendita in ubicazioni assolutamente interessanti. Il mancato aumento dell'offerta in combinazione con una certa domanda ha anche salvaguardato gli affitti da un'erosione significativa (v. grafico a sinistra). Dopo oscillazioni più turbolente durante e dopo la crisi Covid, ultimamente gli affitti si sono infatti nuovamente stabilizzati. Rispetto al livello prima della pandemia, la media nazionale degli affitti è però diminuita del 3% circa. Vista la minor disponibilità finanziaria della domanda, anche per il futuro prevediamo una crescita leggermente negativa degli affitti.



Offerta e affitti

Superfici puramente retail offerte in locazione online in m² e affitti offerti indicizzati, 100 = 1T18

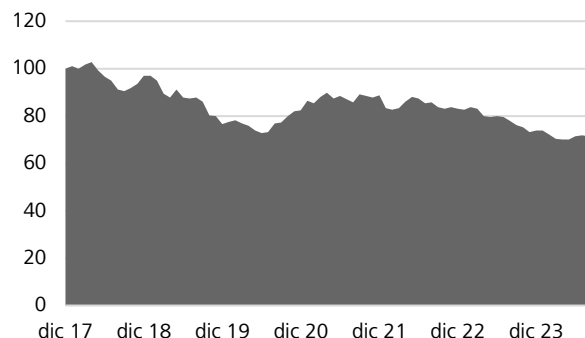


Fonte: Meta-System, Raiffeisen Economic Research



Domande di costruzione

Numero di domande di costruzione di edifici con superfici retail, somma dei 12 mesi, indicizzato, 100 = dic. 2017



Fonte: Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

Le migliori azioni sono le abitazioni di proprietà?

Anche se a lungo termine le spese abitative correnti nelle abitazioni di proprietà non sono necessariamente inferiori a quelle degli appartamenti in locazione, nella maggior parte dei casi con il passare degli anni la proprietà dell'abitazione arricchisce i proprietari. Le abitazioni di proprietà non sono infatti solo un bene di consumo, ma anche un lucrativo bene d'investimento. Le proprie quattro mura presentano un profilo rendimento-rischio estremamente interessante: fruttano infatti un rendimento che non sfigura accanto a quello dei portafogli azionari, con oscillazioni di valore contenute.

Considerando tutte le spese correnti, come le spese d'interesse, le spese di manutenzione e gli effetti fiscali, per i nuovi acquirenti la proprietà dell'abitazione è ridiventata più vantaggiosa della locazione. Soprattutto grazie al recente forte calo delle spese di finanziamento, oggi l'acquisto di un'abitazione di proprietà consente nuovamente di risparmiare. La certezza, che aveva preso piede dall'inizio del millennio, che l'acquisto sia più conveniente della locazione ha quindi subito uno scossone solo temporaneamente nei circa due anni tra la metà del 2022 e tra la metà del 2024. In questo periodo, il forte rialzo dei tassi per lottare contro l'inflazione aveva fatto lievitare in brevissimo tempo le spese di finanziamento per gli acquirenti, addossando un cosiddetto premio per la proprietà dell'abitazione (v. grafico).

Il bonus per la proprietà non è una legge della natura

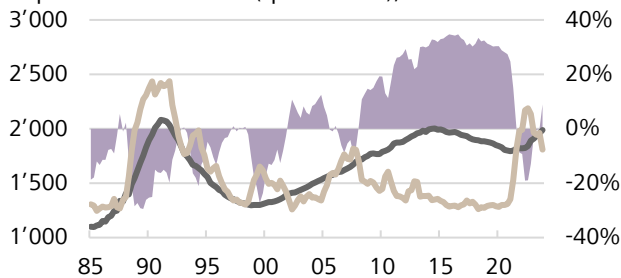
Il fatto che l'acquisto sia ridiventato più conveniente della locazione non segue tuttavia affatto una legge della natura. Per convincersene basta guardare gli ultimi due decenni del XX secolo. A causa dell'elevato livello dei tassi, negli anni Ottanta e Novanta vivere nelle proprie quattro mura costava più che affittare. Sul mercato immobiliare svizzero, per molto tempo il premio per la proprietà recentemente riportato alla memoria collettiva dall'impennata dei tassi era la norma. Sommando i costi abitativi negli ultimi 40 anni per i nuovi locatari e i nuovi

acquirenti, emerge che i risparmi di cui hanno beneficiato i proprietari dell'abitazione rispetto ai locatari sono esigui. In un'ottica a lungo termine, i costi abitativi leggermente inferiori nelle abitazioni di proprietà sono da attribuire soprattutto alla lunga fase, storicamente senza precedenti, di tassi estremamente bassi tra il 2009 e il 2022. Dal punto di vista economico si può dire che, a lungo termine, i costi abitativi delle due forme di alloggio dovrebbero convergere. Sia gli appartamenti in locazione sia le case unifamiliari e gli appartamenti di proprietà servono infatti sostanzialmente allo stesso scopo. Entrambi forniscono il bene economico spazio abitativo e, fino a un certo punto, sono quindi interscambiabili. Con il passare del tempo, i prezzi di tali beni interscambiabili dovrebbero avvicinarsi: sul mercato libero, i consumatori optano infatti per il bene più vantaggioso. Questa domanda reattiva spinge i prezzi del bene più vantaggioso verso l'alto e al contempo quelli del bene più costoso verso il basso. A lungo (o lunghissimo) termine, questi meccanismi di compensazione economica hanno portato a costi abitativi praticamente equivalenti per le due forme di alloggio anche sul mercato immobiliare svizzero, piuttosto lento (v. grafico), benché la proprietà e la locazione non siano beni perfettamente interscambiabili, il mercato degli appartamenti in locazione e quello delle abitazioni di proprietà siano disciplinati in modo completamente diverso e tra i due mercati sussistano diverse barriere in parte difficilmente superabili.



Costi abitativi della locazione e dell'acquisto a confronto

Spese abitative medie correnti di un appartamento di 4 locali con una superficie abitativa di 100m² per un nuovo acquirente o locatario (spese nette), all'anno



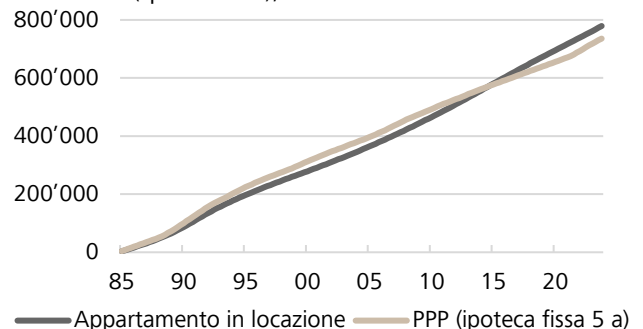
— Differenza tra locazione e acquisto in %, sc. d.
 — Appartamento in locazione
 — PPP (ipoteka fissa 5 a)

Fonte: Meta-Sys, SRED, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Convergenza dei costi abitativi delle due forme di alloggio

Costi abitativi cumulati di un appartamento di 4 locali con una superficie abitativa di 100m² per un nuovo acquirente o locatario (spese nette), all'anno



Fonte: Meta-Sys, SRED, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

La proprietà è una forma di alloggio complessa

Se a lungo termine vivere in un'abitazione di proprietà non è necessariamente più conveniente della locazione, perché la proprietà gode di tanta popolarità e rappresenta il sogno di una vita per molte persone? A differenza del pacchetto tutto compreso «appartamento in locazione», la proprietà dell'abitazione è infatti in realtà una forma di alloggio piuttosto complessa e inefficiente. Occorre pianificare e gestire da soli le ristrutturazioni, rinegoziare il finanziamento con la banca ogni paio di anni, gestire i problemi senza poter contare su un'amministrazione immobiliare professionale, partecipare alle assemblee condominiali, stilare da soli i contratti dell'immobile, riempire il serbatoio della nafta ogni anno eccetera eccetera. Tutti disagi che in caso di appartamento in locazione non bisogna affrontare o sono risolti da professionisti in modo molto più efficiente grazie agli effetti di scala. I locatari beneficiano inoltre di più flessibilità, possono in genere adattare la loro situazione abitativa in modo vantaggioso e non burocratico in qualsiasi momento e al tempo stesso in Svizzera godono di un'ampia protezione.

Le proprie quattro mura non sono solo un bene di consumo

A differenza delle abitazioni di proprietà, gli appartamenti in locazione non vincolano inoltre alcun capitale proprio, che può invece essere destinato a consumi o investimenti. Accanto a importanti motivi psicologici, che svolgono spesso un ruolo importante nell'acquisto di un'abitazione (senso di sicurezza, soddisfazione personale), uno dei vantaggi della proprietà dell'abitazione sta tuttavia proprio in questo capitale proprio vincolato. A differenza degli appartamenti in locazione, le abitazioni di proprietà non sono infatti solo un bene di consumo per gli occupanti, ma anche – più o meno consapevolmente – un bene d'investimento, che genera ricavi che vanno oltre quelli del semplice uso abitativo. Questi

ricavi scaturiscono soprattutto dal fatto che, normalmente, a lungo termine le abitazioni di proprietà acquistano maggior valore (v. grafico). Spesso il rendimento aggiuntivo generato dalle abitazioni di proprietà quali beni d'investimento non è incluso nei classici confronti tra locazione e acquisto, come quello riportato a pag. 18. Questa omissione è giustificata da motivi validi, a seconda dello scopo di tali confronti dei costi abitativi. Indipendentemente dal fatto che la dimensione d'investimento sia inclusa o meno nel confronto, è importante trattare sempre in modo coerente, stringente ed equivalente gli aspetti di consumo e investimento di entrambe le forme di alloggio.

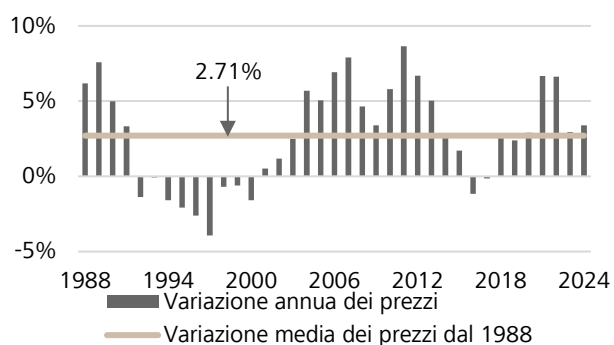
La proprietà dell'abitazione è calcolata male

In questi confronti, l'attrattiva finanziaria della proprietà dell'abitazione è spesso messa in cattiva luce da un'osservazione incoerente degli aspetti di consumo e investimento. Rimandando ai cosiddetti costi di opportunità elevati del capitale proprio necessario per acquistare un'abitazione di proprietà, si argomenta solitamente che non conviene acquistare casa. Tali costi di opportunità risultano dal fatto che, invece che nell'abitazione di proprietà, i risparmi potrebbero anche essere investiti altrove, ad esempio sui mercati finanziari, dove ci si può aspettare un rendimento consistente. Tale rendimento dei mercati finanziari è precluso ai proprietari dell'abitazione. Pur essendo assolutamente corretto, di per sé ciò non costituisce tuttavia ancora un argomento contro la proprietà dell'abitazione. Se infatti si considerano i costi di opportunità del capitale proprio e quindi i ricavi d'investimento in caso di locazione, per coerenza questi devono essere considerati anche nel caso della proprietà dell'abitazione. Per correttezza, l'abitazione di proprietà deve quindi essere vista non solo come un semplice bene di consumo, ma anche come un bene d'investimento. Accanto alle spese correnti, nell'analisi costi-benefici occorre quindi includere anche gli effetti dell'apprezzamento delle abitazioni di proprietà.



Andamento dei prezzi degli appartamenti di proprietà

Crescita dei prezzi delle PPP



Fonte: Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Calcolo del rendimento complicato

A differenza degli investimenti in obbligazioni e azioni quotate in borsa, per cui esistono indici standardizzati dei prezzi e delle performance, per il bene d'investimento abitazioni di proprietà non esistono calcoli standardizzati del rendimento. Il calcolo del rendimento delle proprie quattro mura è infatti più complicato. Inoltre, siccome le abitazioni di proprietà non sono un bene standardizzato, il rendimento dipende da varie ipotesi. È probabilmente per questo motivo che gli aspetti d'investimento sono generalmente ignorati o sottaciuti o si afferma semplicemente che l'effetto di tali

aspetti è troppo esiguo per fare delle abitazioni di proprietà una classe d'investimento competitiva. Per la presente pubblicazione abbiamo effettuato questo calcolo complicato, influenzato da numerose caratteristiche del mercato immobiliare svizzero. Possiamo così quantificare il rendimento del capitale proprio investito nella proprietà dell'abitazione a partire dal 1987 in modo effettivamente comparabile con quello degli investimenti sui mercati finanziari e stimare in quali scenari sono prevedibili quali rendimenti del capitale proprio in caso di acquisto di un'abitazione in futuro. Questi calcoli e scenari aiutano a valutare meglio se l'acquisto di un'abitazione di proprietà convenga dal punto di vista puramente finanziario o se sia più vantaggioso investire i propri risparmi sui mercati finanziari e vivere in un appartamento in locazione.

Come già rilevato, il calcolo del rendimento della proprietà dell'abitazione è tutt'altro che facile e dipende da varie ipotesi. Nelle considerazioni che seguono descriviamo il metodo con cui abbiamo calcolato il rendimento del capitale proprio investito nella proprietà dell'abitazione, analizziamo i molteplici fattori d'influenza sul rendimento e formuliamo in modo trasparente le nostre ipotesi, fondamentali per interpretare correttamente i risultati del calcolo. Per calcolare il rendimento del capitale proprio investito nella proprietà dell'abitazione, determiniamo dapprima il vantaggio finanziario totale di cui beneficia il proprietario durante l'intera durata di detenzione sotto forma di profitto economico e successivamente il capitale proprio vincolato nell'abitazione di proprietà. Il profitto economico diviso per il capitale proprio vincolato dà il rendimento del capitale proprio. La seguente tabella enumera i fattori considerati nel calcolo, illustrati in dettaglio più avanti.

+ affitto risparmiato
- spese d'interesse dell'ipoteca
- spese di manutenzione
+/- effetto della proprietà sulle imposte sul reddito
+/- variazione di valore dell'immobile
+/- variazione dell'imposta latente sugli utili da sostanza immobiliare
= profitto economico
+ prezzo dell'immobile al valore di mercato attuale
- debiti ipotecari in essere
- imposta latente sugli utili da sostanza immobiliare
= capitale proprio vincolato
profitto economico
/ capitale proprio vincolato
= rendimento del capitale proprio investito nella proprietà

Affitto risparmiato

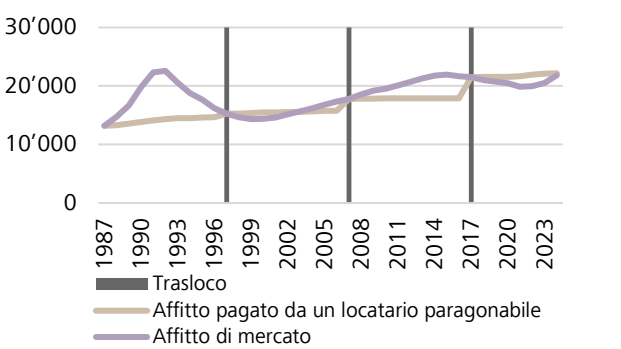
L'affitto risparmiato annualmente deve essere computato al proprietario dell'abitazione quale vantaggio economico garantito dalla proprietà dell'abitazione. Infatti, se il proprietario non possedesse un'abitazione dovrebbe affittare un appartamento e pagare l'affitto. Per determinare l'affitto risparmiato effettivamente sull'intera durata di detenzione dell'abitazione di proprietà, occorre tener conto di una speciale caratteristica del mercato svizzero dell'alloggio. Siccome il diritto di locazione risparmia i locatari da forti oscillazioni dell'affitto, fintanto che non traslocano, l'inclusione nel calcolo dell'affitto di mercato vigente sopravvaluterebbe l'affitto risparmiato dai proprietari dell'abitazione. In Svizzera, i nuclei familiari traslocano ogni 10 anni circa. L'affitto pagato effettivamente dai locatari è adeguato all'affitto di mercato, di norma superiore a causa del generale incremento degli affitti, solo ogni 10 anni circa. Questa ipotesi confluisce nel nostro calcolo del rendimento. Il grafico sotto esemplifica questo meccanismo. Dal 1987, il locatario dell'esempio ha pagato circa l'8% in meno che non se avesse sempre dovuto pagare l'affitto di mercato.

Onere degli interessi mutevole

La proprietà dell'abitazione è quasi sempre acquisita con una quota sostanziale di capitale di terzi. Sulla necessaria ipoteca vanno pagati gli interessi. Siccome i locatari non li pagano, nel confronto dei costi abitativi gli interessi a carico dell'acquirente vanno computati come costo. Occorre inoltre tener presente che, con il passare del tempo, a oscillare non sono solo i tassi, ma anche l'ammontare dell'ipoteca a causa degli ammortamenti e dell'eventuale accensione di nuovi debiti, ad esempio per riparazioni. Le spese d'interesse effettive per la proprietà dell'abitazione dipendono

Confronto tra affitti di mercato e affitti pagati

Andamento tipico dell'affitto annuo pagato effettivamente. Ipotesi: trasloco e adeguamento dell'affitto agli affitti di mercato ogni 10 anni



Fonte: UST, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

anche dal momento della stipulazione e dall'ipoteca scelta, se l'oggetto è finanziato mediante un'ipoteca fissa. Per non complicare ulteriormente il calcolo del rendimento, qui di seguito ipotizziamo che l'immobile sia gravato da un'ipoteca del mercato monetario per l'intera durata di detenzione.

Deprezzamento continuo

Con il passare del tempo, la parte edificata di una proprietà perde valore. Le spese che dovrebbero essere sostenute per rimettere a nuovo l'immobile devono essere incluse nel calcolo del rendimento come costo, tenendo presente che, di norma, più l'immobile è detenuto, più queste spese aumentano, dal momento che con il passare del tempo costruire costa sempre di più a causa del rincaro delle costruzioni. Questo rincaro rappresenta un importante fattore di costo sull'arco della durata di detenzione normalmente lunga delle abitazioni di proprietà. Nella nostra analisi storica stimiamo la manutenzione annua all'1.5% del prezzo d'acquisto e adattiamo tale costo al rincaro dei prezzi delle costruzioni sull'arco della durata di detenzione.

Peculiarità fiscali

L'onere fiscale di un nucleo proprietario dell'abitazione dipende molto dal luogo di domicilio, dallo stato civile e dal reddito. Nel nostro esempio di calcolo ci basiamo su una famiglia del ceto medio con due figli che vive nella città di Zurigo. Per la prospettiva storica e futura considerata nel calcolo ipotizziamo un andamento del reddito che rispecchia l'evoluzione media dei salari nominali su scala nazionale.

Siccome il sistema fiscale svizzero, che non ha pari sulla scena internazionale, influenza notevolmente l'attrattiva delle abitazioni di proprietà, le sue caratteristiche vanno assolutamente considerate in un calcolo del rendimento. In

Svizzera, i proprietari dell'abitazione devono notoriamente pagare le imposte sul valore locativo figurativo delle loro quattro mura, in cambio possono però dedurre le spese d'interesse e di manutenzione.

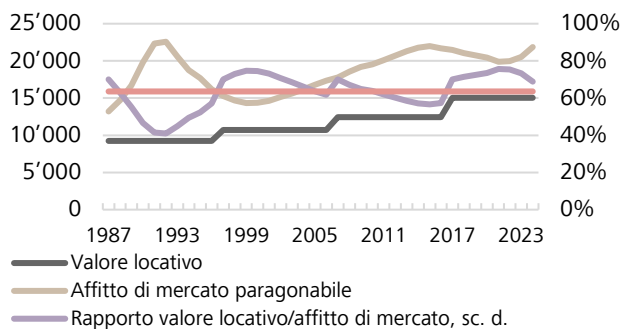
Il fisco quale promotore della proprietà dell'abitazione?

Nelle stime ufficiali, il valore locativo figurativo delle abitazioni di proprietà è fissato solo al 70% circa dell'affitto di mercato di un oggetto in locazione paragonabile nella stessa zona. Questa prassi di fissare il valore al di sotto di quello di mercato è una forma, legittimata dai tribunali, di promozione fiscale della proprietà dell'abitazione. A ciò si aggiunge il fatto che il valore locativo figurativo non è adeguato continuamente all'andamento degli affitti di mercato. Se gli affitti aumentano, le abitazioni di proprietà risultano così ancora più attrattive. Per via del rialzo a lungo termine degli affitti, il valore locativo figurativo effettivo risulta infatti ampiamente inferiore al 70% dell'affitto di mercato fino alla stima successiva dell'immobile. Il nostro modello di calcolo prevede un adeguamento del valore locativo ogni 10 anni, in linea con la prassi standard delle autorità fiscali. Dal 1988 questa prassi ha fatto sì che il valore locativo figurativo della famiglia proprietaria dell'abitazione nel nostro esempio è stato in media pari solo al 63% dell'affitto di mercato (v. grafico).

Per quanto riguarda la deduzione fiscale dei lavori di manutenzione, i proprietari dell'abitazione beneficiano inoltre della possibilità di scegliere, in occasione di ogni dichiarazione, se far valere le spese di manutenzione effettive o una riduzione forfettaria pari in genere al 20% del valore locativo figurativo. Scegliendo in modo oculato il momento dei lavori di manutenzione, a conti fatti i proprietari dell'abitazione

Evoluzione del valore locativo figurativo

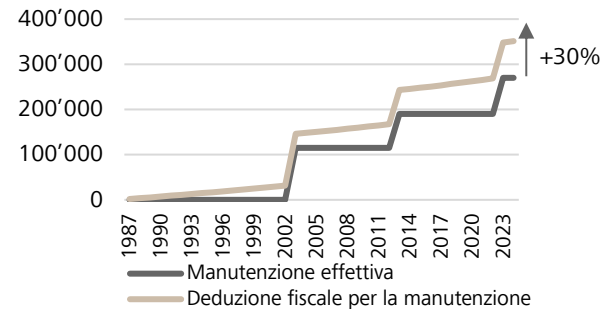
Andamento standard del valore locativo figurativo sull'arco della durata di detenzione. Ipotesi: adeguamento al 70% dell'affitto di mercato ogni 10 anni



Fonte: UST, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Manutenzione e relativa deduzione fiscale

Andamento standard sull'arco della durata di detenzione. Ipotesi: investimenti volti a conservare il valore dell'immobile la prima volta dopo 15 anni, successivamente ogni 10 anni



Fonte: Raiffeisen Economic Research

possono far valere nei confronti del fisco una manutenzione nettamente superiore a quella effettiva. Se per i proprietari del nostro esempio ipotizziamo un consistente investimento volto a conservare il valore dell'immobile solo ogni 10-15 anni invece di una manutenzione regolare, sull'arco della durata di detenzione dell'abitazione può essere dedotto dalle imposte per la manutenzione il 30% circa in più delle spese effettive (v. grafico a pag. 21).

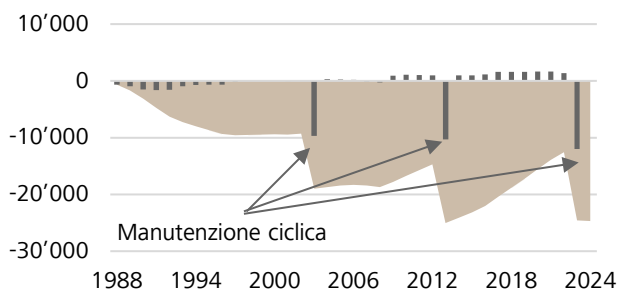
Di fatto, la deducibilità fiscale degli interessi debitori garantisce inoltre ai proprietari svizzeri dell'abitazione uno sconto consistente sugli interessi ipotecari. Siccome i proprietari dell'abitazione presentano in genere aliquote fiscali marginali relativamente elevate, di norma ciò significa uno sconto fiscale del 25-30% sull'interesse nominale.

Bonus o malus fiscale?

In passato, a conti fatti i proprietari dell'abitazione hanno beneficiato delle peculiarità del sistema fiscale svizzero. Dal 1988 a oggi, la nostra famiglia zurighese avrebbe pagato quasi CHF 25'000 di imposte sul reddito in meno che non se, durante lo stesso periodo, fosse stata in affitto (v. grafico). Sull'arco dell'intera durata di detenzione, solo l'effetto positivo della proprietà dell'abitazione sulle imposte sul reddito ha rappresentato buona parte del profitto economico della proprietà dell'abitazione. Questi risparmi fiscali risalgono però ai primi 20 anni dall'acquisto dell'abitazione alla fine degli anni Ottanta. Da oltre 10 anni, i proprietari dell'abitazione non risparmiano più sulle imposte sul reddito, visti il livello inferiore dei tassi e di conseguenza le minori deduzioni fiscali per via della speciale configurazione del nostro sistema fiscale.

Effetto delle abitazioni di proprietà sull'imposta sul reddito

Onere fiscale annuo e cumulato o sgravio garantito dalla proprietà rispetto alla locazione in CHF



1988 1994 2000 2006 2012 2018 2024
 ■ Effetto cumulato sulle imposte sul reddito
 ■ Effetto annuo sulle imposte sul reddito
 Fonte: AFC, SRED, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

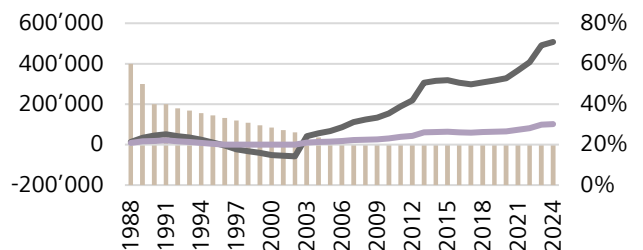
Imposta dormiente sugli utili da sostanza immobiliare

Considerando le abitazioni di proprietà come un bene d'investimento, le variazioni annue di valore dell'immobile vanno computate sotto i ricavi. Dai ricavi lordi risultanti occorre tuttavia dedurre l'incremento annuo dell'imposta latente sugli utili da sostanza immobiliare. Anche se quest'ultima è dovuta solo in caso di eventuale vendita, rinviata non significa infatti condonata. In un confronto corretto con altri beni d'investimento non soggetti a questo tipo d'imposta va considerata. Prima o poi sarà infatti dovuta o addossata agli eredi in caso di successione, riducendo il loro vantaggio economico.

Per quanto riguarda l'imposta sugli utili da sostanza immobiliare, nel calcolo del rendimento occorre tenere presenti le tariffe in parte molto eterogenee a livello cantonale e comunale. Occorre anche considerare il fatto che, per evitare la speculazione fondiaria, l'aliquota dell'imposta sugli utili da sostanza immobiliare diminuisce più l'oggetto è detenuto. Di norma, nei primi 1-3 anni l'aliquota d'imposta è molto elevata: in molte regioni, inizialmente ammonta al 60% circa dell'utile. Dopo i primi anni, diminuisce in modo molto regressivo. A partire dal quinto anno, in genere diminuisce linearmente per raggiungere il suo livello minimo dopo 20-40 anni – a seconda del Cantone. Nella maggior parte dei Cantoni, questo livello minimo si aggira sul 20-30% dell'utile imponibile. Considerando questo effetto fiscale emerge che della presunta promozione fiscale della proprietà dell'abitazione in Svizzera non resta nulla. Per la nostra famiglia zurighese, che ha acquistato l'abitazione nel 1988, a causa dell'apprezzamento dell'immobile l'imposta latente sugli utili da sostanza immobiliare è quattro volte più elevata del risparmio sulle imposte sul reddito realizzato nello stesso periodo (v. grafico).

Utili da sostanza immobiliare e relativa imposizione

Aliquota fiscale in caso di acquisto nella città di Zurigo alla fine del 1987, secondo l'anno



■ aliquota imposta sugli utili da sostanza immobiliare (sc. d.)
 ■ Imposta latente sugli utili da sostanza immobiliare
 ■ Imposta latente sugli utili da sostanza immobiliare

Fonte: AFC, SRED, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Capitale vincolato

Abbiamo così illustrato i principali fattori d'influenza del profitto economico della proprietà dell'abitazione. Per determinare il rendimento del capitale proprio investito nella proprietà, basta dividere il profitto per il capitale proprio vincolato nell'abitazione di proprietà. Questo capitale proprio vincolato non è nient'altro che il possibile ricavo della vendita dell'abitazione meno l'imposta sugli utili da sostanza immobiliare cumulata e l'ipoteca in essere, che al momento della vendita deve essere rimborsata alla banca.

Effetto leva dell'ipoteca

L'importo di questo quoziente di rendimento teorico è fortemente influenzato dalla quota di capitale di terzi impiegato dai proprietari dell'abitazione per finanziarne l'acquisto. Una maggior quota di capitale di terzi consente infatti di ridurre sensibilmente il capitale proprio, aumentando così di norma il rendimento di tale capitale. Questo effetto leva del capitale di terzi sul rendimento del capitale proprio, detto anche leverage, può essere illustrato con un semplice esempio: una persona acquista un'abitazione per CHF 1 milione finanziandola al 100% di tasca propria. Dopo un anno, il valore dell'abitazione aumenta del 10%. Grazie all'apprrezzamento, il rendimento del capitale proprio è del 10%. Un'altra persona acquista la stessa abitazione con un'ipoteca pari all'80% del prezzo d'acquisto. Sull'ipoteca deve pagare un interesse del 5%. In questo caso, il rendimento del capitale proprio è del 30% ((100'000 apprezzamento - 40'000 interesse ipotecario) / 200'000 capitale proprio). In linea di massima, il rendimento del capitale proprio aumenta con l'aumentare della quota di capitale di terzi fintanto che, tenendo conto dell'effetto dei maggiori costi del capitale di terzi, la flessione del profitto economico dell'abitazione di proprietà non supera proporzionalmente quella indotta dal capitale proprio ridotto dal capitale di terzi aggiuntivo. Viceversa se

il profitto economico cala proporzionalmente di più della flessione del capitale proprio, il rendimento diminuisce con l'aumentare del leverage. Uno sguardo alla storia evidenzia che, a lungo termine, il rendimento può essere accresciuto sensibilmente grazie all'impiego di capitale di terzi supplementare. I proprietari dell'abitazione si assicurano però questo rendimento aggiuntivo con molti più rischi e oscillazioni di valore del capitale proprio rispetto all'acquisto senza finanziamento di terzi. Se i prezzi degli immobili calano, questa leva finanziaria funziona infatti esattamente allo stesso modo anche in direzione contraria, distruggendo capitale proprio.

Vita propria della leva finanziaria

In Svizzera le abitazioni di proprietà sono solitamente acquistate con un anticipo dell'80%. I requisiti normativi di capitale proprio prevedono infatti un apporto di mezzi propri almeno del 20%. Questo capitale di terzi deve poi essere ridotto a due terzi del valore dell'anticipo mediante un ammortamento sull'arco di 15 anni. Durante questo periodo, il leverage diminuisce progressivamente. Con il passare del tempo, eventuali apprezzamenti dell'immobile riducono ulteriormente la leva finanziaria, calcolata a valori di mercato, sul rendimento del capitale proprio (v. grafico). Perdite di valore possono invece aumentare il leverage. Sull'arco della durata di detenzione, a seconda dell'andamento del valore dell'immobile il leverage può quindi vivere di vita propria. Ai proprietari dell'abitazione si raccomanda pertanto di controllare attivamente questa leva per adeguare il profilo rendimento-rischio della propria abitazione alla propria propensione al rischio e alla capacità di rischio.

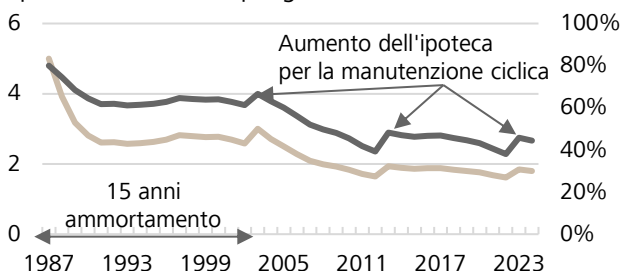
Strategia di leverage attiva

Se l'anticipo scende al di sotto di due terzi del valore di mercato, l'acquisizione di capitale di terzi può aumentare l'effetto leva – sempreché siano rispettati i requisiti di sostenibilità. Il leverage è solitamente adeguato in occasione di importanti ristrutturazioni cicliche, ad esempio se occorre sostituire il riscaldamento o ammodernare la cucina. In teoria l'ipoteca può però essere aumentata anche senza investimenti nella casa. In linea di principio, in merito al capitale acquisito è possibile disporre liberamente. Per evitare un rendimento del capitale proprio influenzato da un leverage che varia con il passare del tempo, in teoria la quota di capitale di terzi dovrebbe restare costante. Il capitale eccedentario dovrebbe essere reinvestito in un'abitazione di proprietà. Nella pratica, però, non è possibile, poiché il credito aggiuntivo consentirebbe di acquistare solo una minima parte di una casa. Anziché restare inutilizzato, il capitale acquisito deve quindi essere investito



Quota di capitale di terzi ed effetto leva

Acquisto alla fine del 1987 con l'80% di anticipo. Ipotesi: l'ipoteca è aumentata per grandi investimenti ciclici



— Effetto leva del capitale di terzi (leverage)
 — Quota di capitale di terzi sul valore dell'immobile (sc. d.)
 Fonte: AFC, SRED, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

altrove. Siccome qui di seguito effettuiamo un confronto tra il rendimento del capitale proprio investito nella proprietà dell'abitazione e in azioni, conviene proprio investire i mezzi acquisiti in azioni.

Confronto irrealistico, ma adeguato

Il rendimento atteso dalla proprietà dell'abitazione è paragonabile a quello di un investimento esclusivamente in azioni solo con l'adeguamento continuo dell'ipoteca all'ammontare dell'anticipo massimo consentito e l'investimento sui mercati finanziari dei mezzi acquisiti. Ovviamente, queste condizioni sono più che altro un gioco teorico, dal momento che, nella pratica, nessuno ritocca continuamente l'ipoteca a seconda dell'andamento del mercato e investe i mezzi acquisiti in azioni. Se però si vuole confrontare il rendimento del capitale proprio investito nella proprietà dell'abitazione e in azioni, si tratta di un'ipotesi giustificata. Se si considera infatti il rendimento degli indici azionari, implicitamente si presume anche un reinvestimento continuo di tutti i mezzi liberati, come ad esempio i dividendi, nonché un prodotto sottoposto a leverage durante l'intera durata di detenzione (ipotizzando per gli investimenti in azioni lo 0% di finanziamento di terzi, come di consuetudine). Facendo il calcolo con questa ipotesi, per la nostra famiglia zurighese dal 1988 si ottiene un rendimento medio del capitale proprio investito pari al 7.2%, una percentuale leggermente inferiore al rendimento dell'8.1% di un portafoglio investito durante lo stesso periodo esclusivamente in azioni svizzere (v. grafico).

Rendimenti della proprietà dell'abitazione a tratti negativi

Visti la flessione dei prezzi immobiliari negli anni Novanta e lo svantaggio in termini di costi abitativi delle abitazioni di proprietà a causa dei tassi ipotecari elevati, tra il 1992 e il 2000 il rendimento del capitale proprio investito nella proprietà dell'abitazione è stato negativo. Nel 1997, l'anno più

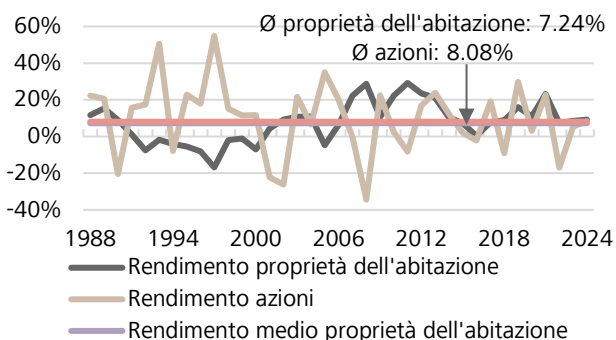
debole, quando i prezzi delle abitazioni di proprietà sono crollati, l'effetto leva del capitale di terzi ha prodotto un rendimento del capitale proprio del -16.8%. Si tratta certo di un doloroso «drawdown massimo storico» del rendimento. La perdita è tuttavia contenuta se paragonata al valore corrispondente per le azioni, pari al 34.4% in corrispondenza della crisi finanziaria del 2008 (v. grafico). Anche la volatilità annua storica dei rendimenti dei due investimenti calcolata durante lo stesso periodo è molto più bassa per le abitazioni di proprietà che non per gli investimenti in azioni. La volatilità è un indicatore economico dell'oscillazione del rendimento di una classe d'investimento e quindi del suo rischio. Mostra che le abitazioni di proprietà forniscono un rendimento molto più regolare degli investimenti in azioni. In quest'ottica, negli ultimi 35 anni le abitazioni di proprietà sono state una classe d'investimento nettamente più vantaggiosa delle azioni. Con un rischio molto più basso hanno infatti generato un rendimento solo leggermente inferiore. È quanto evidenzia anche il cosiddetto indice di Sharpe, che esprime il rapporto tra il rendimento e il rischio assunto e può quindi essere interpretato come il prezzo del rendimento in unità di rischio.

Il rendimento effettivo del capitale proprio è inferiore

In realtà, in genere il rendimento del capitale proprio effettivamente conseguito dai proprietari dell'abitazione durante questo periodo dovrebbe essere stato nettamente inferiore. Come già rilevato, l'ipotesi che la quota di capitale di terzi è riveduta annualmente e il capitale acquisito investito in azioni è infatti irrealistica. Anche senza sfruttare al massimo l'ammontare dell'anticipo e aumentando l'ipoteca solo in occasione di grandi ristrutturazioni cicliche, si ottiene pur sempre un consistente rendimento annualizzato del capitale proprio del 5.7%. Confrontando questo rendimento con quello di un portafoglio azionario occorre però tener pre-

Rendimenti delle azioni e della proprietà dell'abitazione a confronto

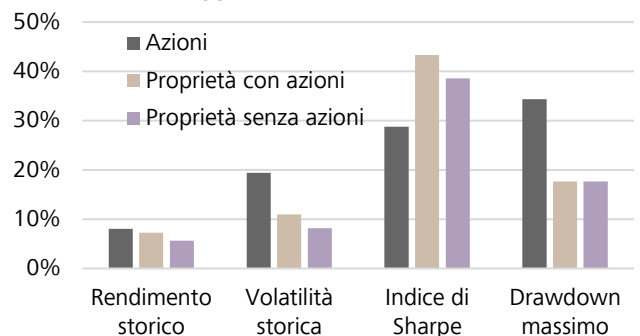
Rendimento annuo, portafoglio azionario: Swiss Performance Index (SPI)



Fonte: UST, Meta-Sys, SNB, SIX, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Rischio e rendimento a confronto

Cifre dal 1988 a oggi



Fonte: UST, Meta-Sys, SNB, SIX, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

sente che, nella pratica, per vari motivi anche il rendimento conseguito effettivamente dagli investitori privati sul mercato azionario è nettamente inferiore a quanto teoricamente possibile in base agli indici della performance azionaria. Tra i motivi figurano le spese di gestione patrimoniale, le commissioni di transazione e soprattutto anche errori psicologici commessi dagli investitori privati. Studi, che si concentrano soprattutto sul mercato azionario statunitense, evidenziano che, per questo motivi, gli investitori privati sono in grado di ricavare effettivamente solo circa tra la metà e due terzi del rendimento teoricamente possibile sui mercati azionari.

Rendimenti futuri attesi

Il rendimento medio passato di una classe d’investimento è generalmente considerato un indicatore relativamente affidabile di ciò che frutterà in futuro, a lungo termine, tale classe d’investimento. L’analisi di scenari futuri, in cui sono modificate le determinanti del rendimento, può inoltre aiutare a stimare meglio il rendimento prevedibile di un investimento. Tali analisi consentono anche di capire meglio quali fattori fondamentali influenzano in quale misura il rendimento della classe d’investimento. Per questo motivo, oltre all’analisi storica appena presentata abbiamo anche rivolto uno sguardo al futuro.

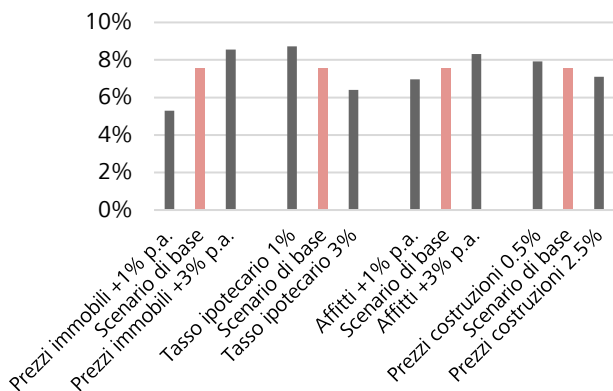
Analisi della sensibilità

Per le nostre analisi basate su scenari consideriamo i prossimi 40 anni. Prendiamo l’esempio dell’acquisto di un oggetto medio ai prezzi attuali. L’ipoteca è ammortizzata in 15 anni. L’analisi storica tiene conto delle peculiarità del mercato immobiliare svizzero e del complicato sistema fiscale locale. In uno scenario di base ipotizziamo un apprezzamento annuo dell’abitazione di proprietà del 2%. Siccome si tratta di una percentuale molto più bassa della media del 2.7% sull’arco



Analisi della sensibilità

Rendimento con ipotesi che si scostano dallo scenario di base



Fonte: UST, Meta-Sys, SNB, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

degli ultimi 40 anni, teniamo così conto del fatto che negli scorsi 40 anni il livello dei tassi è fortemente calato e oggi non c’è più alcun margine per ulteriori tagli dei tassi in grado di far lievitare i prezzi degli immobili. Ipotizziamo inoltre un tasso d’interesse ipotecario costante del 2% per l’intera durata di detenzione dell’abitazione, un tasso nettamente inferiore alla media storica, ma al contempo chiaramente superiore alle aspettative di mercato attuali per i prossimi 20 anni. Nello scenario di base stimiamo un andamento dei prezzi delle costruzioni e degli affitti pari rispettivamente all’1.5% e al 2% all’anno. Inoltre il calcolo si basa sull’ipotesi che, al termine del periodo di ammortamento di 15 anni, l’ipoteca sia mantenuta costante a due terzi del valore di mercato e i mezzi acquisiti siano investiti in azioni. Il rendimento del capitale proprio investito nella proprietà dell’abitazione calcolato con queste ipotesi per i prossimi 40 anni ammonta mediamente al 7.6%. Il grafico in basso a sinistra mostra gli effetti sul rendimento del capitale proprio di ipotesi che si scostano dallo scenario di base.

I rischi della proprietà dell’abitazione sono sottovalutati

Come emerge dall’analisi basata su scenari e dall’analisi storica, dal punto di vista del rendimento a lungo termine la proprietà dell’abitazione è praticamente equivalente agli investimenti azionari. Questo rendimento è però conseguito con una volatilità misurata inferiore. Stessi ricavi con un minor rischio: la proprietà dell’abitazione è quindi la miglior azione?

I nostri calcoli della volatilità potrebbero sottovalutare leggermente i rischi della proprietà dell’abitazione. Le azioni sono infatti una classe d’investimento liquida, che può essere valutata e negoziata in tempo reale. I prezzi delle abitazioni di proprietà sono invece misurati al massimo trimestralmente. Gli indici dei prezzi delle abitazioni di proprietà mostrano quindi sempre un prezzo medio appianato sull’arco di un certo periodo. Questo tipo di misurazione dei prezzi sottovaluta leggermente la volatilità effettiva dei prezzi. A ciò si aggiunge il fatto che le abitazioni di proprietà sono acquistate con capitale di terzi. In caso di forti deprezzamenti dell’immobile, l’effetto leva del capitale di terzi può mandare in fumo l’intero capitale proprio investito e anche di più. Vi è poi il rischio che, se viene meno il reddito, ad esempio in caso di disoccupazione, l’ipoteca non possa più essere onorata e si sia costretti a vendere l’abitazione di proprietà in un momento particolarmente sfavorevole. Questi rischi sono certo contenuti visto l’andamento storico dei prezzi e il regime restrittivo in materia di sostenibilità vigente in Svizzera, ma devono assolutamente

essere considerati nell'interpretare il profilo rischio-rendimento delle abitazioni di proprietà.

Proprietà dell'abitazione: un rischio di concentrazione?

Un altro argomento frequente contro la proprietà dell'abitazione quale classe d'investimento è il fatto che la proprietà rappresenta un grande rischio di concentrazione. Si mettono tutte le uova nello stesso paniere, mentre con le azioni si beneficia dell'effetto di diversificazione di un ampio portafoglio. È vero che nel calcolare il prezzo e di conseguenza nel valutare il rischio della proprietà dell'abitazione non si tiene conto dei rischi di concentrazione specifici dell'oggetto. Siccome i proprietari dell'abitazione sono tuttavia assicurati contro i maggiori rischi di concentrazione, in caso di uso proprio il rischio specifico dell'oggetto è tendenzialmente basso. I cosiddetti rischi di mercato restanti sono perlopiù inclusi nel calcolo del prezzo delle abitazioni di proprietà e si riflettono nelle oscillazioni dei prezzi che consideriamo per valutare il rischio di una classe d'investimento.

In questo contesto occorre inoltre controbattere che l'auspicato effetto di diversificazione dei portafogli azionari è sistematicamente sopravvalutato. Nei periodi di crisi, ossia quando l'effetto di diversificazione sarebbe particolarmente auspicabile, di norma la diversificazione non funziona, poiché proprio in questi periodi i rendimenti dei singoli titoli nel portafoglio azionario sono correlati tra di loro. A differenza delle abitazioni di proprietà, che in passato in genere si sono invece dimostrate estremamente robuste contro i contraccolpi sui mercati, l'effetto di diversificazione dei portafogli azionari funziona solo quando va tutto bene.

Abitazione di proprietà quale azione popolare

In ogni caso, la proprietà dell'abitazione è considerata la classe d'investimento meno rischiosa anche agli occhi del grande pubblico. Per la maggior parte delle famiglie, le barriere psicologiche a vincolare buona parte del patrimonio in un'abitazione di proprietà sono infatti nettamente più basse rispetto agli investimenti finanziari. Gli svizzeri, che continuano ad avere poca affinità con le azioni, fanno fruttare il loro capitale, che altrimenti resterebbe ampiamente inutilizzato o tutt'al più remunerato con un interesse di risparmio, solo con l'acquisto di un'abitazione.

Fedeltà alla strategia imposta

Raramente i vantaggi della proprietà dell'abitazione quale bene d'investimento sono il motivo principale che fa scattare l'acquisto, molto più spesso i proprietari dell'abitazione si

rendono conto solo dopo qualche anno di essersi arricchiti quasi senza accorgersene e senza perseguire consapevolmente tale scopo.

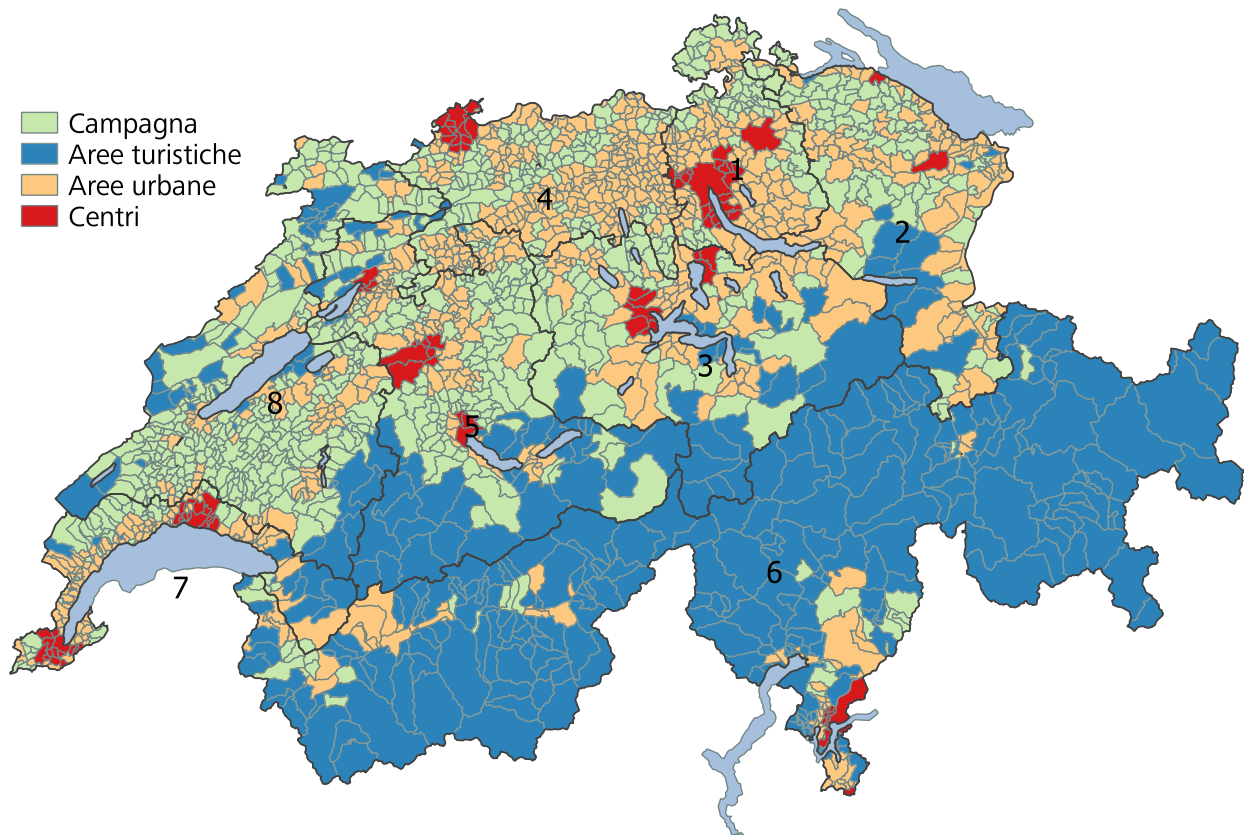
Grazie alle barriere di accesso psicologiche più basse, la proprietà dell'abitazione incoraggia a entrare sul mercato e praticamente obbliga gli investitori a restare costantemente investiti dopo l'acquisto. La massimizzazione del «time in the market» è notoriamente il principale fattore di rendimento per praticamente tutte le classi d'investimento. Soprattutto i partecipanti al mercato finanziario con poca esperienza tendono a non aspettare il superamento delle crisi e a vendere i loro investimenti liquidi nel momento meno favorevole, subendo grandi perdite. Il rendimento effettivo conseguito dagli investitori privati risulta così nettamente più modesto rispetto al rendimento di mercato teorico.

La proprietà dell'abitazione presenta il vantaggio di obbligare i proprietari ad aspettare il superamento delle crisi. Infatti da un lato l'oggetto dell'investimento è occupato dal proprietario stesso e non ce ne si può quindi semplicemente sbarazzare d'impulso e dall'altro il processo di vendita dura in genere a lungo e nei periodi di crisi il mercato subisce comunque spesso una contrazione. Anche volendo, è molto difficile trovare un acquirente disposto a pagare un prezzo adeguato. A lungo termine l'illiquidità che contraddistingue la proprietà dell'abitazione, a prima vista svantaggiosa, si rivela quindi spesso un vantaggio. Obbliga i proprietari a una disciplina di ferro sul mercato e a una grande fedeltà alla strategia adottata, caratteristiche che a lungo termine si traducono, come abbiamo mostrato, in un rendimento consistente.

Proprietà dell'abitazione accessibile a pochi

Per quanto questa conclusione possa essere appetibile, i severi requisiti di capitale proprio e sostenibilità, nel frattempo insuperabili per la maggior parte delle famiglie, impediscono la partecipazione di ampie fasce della società all'interessante classe d'investimento «proprietà dell'abitazione». Sul piano politico non si delineano cambiamenti delle condizioni quadro: la quota di proprietari continuerà quindi a calare vertiginosamente come negli ultimi anni. A lungo termine, fintanto che le famiglie svizzere esiteranno a investire i loro risparmi in altre classi d'investimento, ciò avrà un effetto negativo sul patrimonio nazionale e sulla previdenza per la vecchiaia. Fasce sempre più ampie di popolazione non parteciperanno infatti alla prosperità del paese, capitalizzando il suolo su cui sono fondate le proprie quattro mura.

Tipi di comune e regioni



	Quota di appartamenti sfitti (2023) in %					Permessi di costruzione (2023) in % delle consistenza immobiliare				
	Totale	Centri	A.urb.	Camp.	A.tur.	Totale	Centri	A.urb.	Camp.	A.tur..
Svizzera	1.1	0.7	1.3	1.3	1	0.7	0.6	0.8	0.8	0.4
1 Zurigo	0.6	0.3	0.9	0.9	-	0.8	0.8	0.8	0.9	-
2 Svizzera or.	1.3	1.9	1.3	1.1	0.9	0.9	0.5	0.8	1.2	0.6
3 Svizzera centr.	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7	0.9	1	0.9	0.8	0.5
4 Svizz. nordocc.	1.3	0.8	1.5	1	1.2	0.7	0.2	0.9	1.1	2.9
5 Berna	1.2	0.7	1.6	1.4	0.8	0.6	0.4	0.8	0.6	0.3
6 Svizzera merid.	1.5	2.9	2.1	2.3	1	0.7	0.7	1.1	1.8	0.4
7 Lago Lemano	0.7	0.5	0.9	1.4	1.4	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3
8 Svizzera occ.	1.5	-	1.6	1.6	1.4	0.6	-	0.6	0.6	0.3

	Popolazione (2022) Con residenza fissa, totale e in %					Reddito imponibile (2020) Media, in CHF				
	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Svizzera	8'962'258	30.2	49.4	14.1	6.3	63'000	67'000	64'000	56'000	49'000
1 Zurigo	1'692'619	49.7	43.8	6.5	-	72'000	74'000	71'000	65'000	-
2 Svizzera or.	986'217	10.3	70.2	17.6	1.9	58'000	55'000	59'000	56'000	47'000
3 Svizzera centr.	884'404	26.9	51.5	17.6	3.9	76'000	78'000	82'000	58'000	65'000
4 Svizz. nordocc.	1'501'907	23.5	66.6	9.8	0.1	64'000	71'000	61'000	61'000	72'000
5 Berna	1'056'424	35.7	39	20.2	5.2	53'000	55'000	54'000	50'000	50'000
6 Svizzera merid.	845'649	11.6	39	5.7	43.7	50'000	63'000	49'000	45'000	47'000
7 Lago Lemano	1'149'039	60.6	30.7	5	3.8	68'000	61'000	85'000	75'000	51'000
8 Svizzera occ.	845'999	-	52.8	42.7	4.5	54'000	-	54'000	54'000	52'000

Abbreviazioni utilizzate

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

Importanti noti legali

Esclusione di offerta

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

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

Esclusione di responsabilità

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

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

Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

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