

Real Estate Focus

2020



Editoriale

Care lettrici, cari lettori,

è il 1894. Oltre 50 000 cavalli trasportano uomini e beni nella città di Londra. Ogni giorno 1,25 milioni di libbre di sterco di cavallo si accumulano sulle strade. Il *Times* annuncia la crisi dello sterco di cavallo e prevede che entro 50 anni ogni strada di Londra sarà ricoperta da tre metri di sterco. Ma le cose sono andate diversamente. La storia ha smentito ogni previsione.

La tendenza delle persone a basarsi eccessivamente sul recente passato per prevedere il futuro è stata oggetto di numerose ricerche scientifiche. Le scienze sociali parlano di «recency bias» (tendenza a lasciarsi influenzare dagli eventi più recenti) e la psicologia di «availability heuristic» (euristica della disponibilità); secondo questi studi le informazioni più recenti sono sempre le più rilevanti in sede di valutazione di una situazione perché sono quelle che si ricordano meglio.

L'ipotesi di una prosecuzione delle tendenze può dunque portare a errori. Tuttavia gli investitori si fidano di tendenze presumibilmente «eterne» – e così anche nel settore immobiliare dove nell'attuale crisi degli investimenti si aspettano rendimenti superiori rispetto ai segmenti immobiliari classici che nel frattempo si sono apprezzati eccessivamente. Spesso si trascura invece il fatto che le tendenze possono interrompersi improvvisamente e che eventuali rendimenti supplementari vanno di pari passo con rischi superiori.

Nella nostra edizione di quest'anno dell'*UBS Real Estate Focus* illustriamo tra le altre cose che la conoscenza delle tendenze con il tempo si può trasformare in merce di massa con ridotto valore aggiunto e quindi può condurre a investimenti che presto o tardi sfociano in eccessi di capacità.

Vi auguriamo un'interessante lettura.



Claudio Saputelli
Head Global Real Estate



Daniel Kalt
Capo economista, Svizzera

Sommario

6

Trend

UBS Real Estate Focus 2020

La presente pubblicazione è stata redatta da UBS Switzerland AG. Vi preghiamo di voler leggere le importanti avvertenze legali alla fine del documento. Le performance del passato non sono indicative dei rendimenti futuri. I prezzi di mercato riportati corrispondono ai corsi di chiusura della rispettiva borsa principale.

Editore

UBS Switzerland AG
Chief Investment Office GWM
Casella postale, CH-8098 Zurigo

Caporedattore

Katharina Hofer

Chiusura editoriale

14 gennaio 2020

Traduzione

24translate GmbH, San Gallo

Desktop publishing

Margrit Oppliger
Werner Kuonen

Foto di copertina

Centro erbe Ricola a Laufen,
Keystone/Christian Beutler

Stampa

Galledia Print AG, Flawil, Svizzera

Lingue

Pubblicato in tedesco, inglese, francese e italiano

Contatto

ubs-cio-wm@ubs.com

Ordini o abbonamenti

I clienti UBS possono abbonarsi all'edizione cartacea di *UBS Real Estate Focus* e ordinare ulteriori copie della presente pubblicazione attraverso il proprio consulente alla clientela o mediante la mailbox Printed & Branded Products: sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com.

È inoltre possibile effettuare l'abbonamento elettronico nella sezione Investment Views della piattaforma e-banking di UBS.

N. SAP 83518I-2001

12

Abitazioni



6 **Nozioni di base**
Uno sguardo alla sfera di cristallo

8 **Trend immobiliari**
I trend di tendenza

10 **Investimenti a lungo termine**
Trend privi di extra rendimenti

12 **Abitazioni di proprietà**
Illusione di scarsità

16 **Immobili di lusso**
Forza dei prezzi o forza del franco

18 **Abitazioni secondarie**
La ragione al secondo posto

20 **Ipoteche a tasso fisso**
Il momento giusto

22 **Valore locativo**
Le eccezioni generano falsi incentivi

24

Rendimento



24 Case plurifamiliari
Aumentano le costruzioni
intorno ai centri

28 Superfici di vendita
Troppe e troppo care

30 Superfici a uso ufficio
Posizioni centrali sempre
più rischiose

32

Borsa



32 Fondi immobiliari
Una facciata in rovina

35 Azioni e obbligazioni
immobiliari
Focus sulle competenze chiave

38

Globale



38 UBS Global Real Estate
Bubble Index
Fase di correzione in corso

41 Immobili diretti globali
Nessun chiaro vincitore

43 Controlli degli affitti
Berlino tra mercato e politica

Visiti il nostro
sito web:



Uno sguardo alla sfera di cristallo

Katharina Hofer

Nel linguaggio moderno il termine «trend» è spesso usato come sinonimo di moda di breve durata. In realtà si tratta piuttosto di uno sviluppo a più lungo termine. Prevedere i trend è infatti tutt'altro che semplice, essendo fenomeni identificabili solo se già in atto da tempo.

Il consiglio «limitare le perdite e far crescere gli utili» accompagna gli investitori sin dall'inizio del XIX secolo, quando il celebre economista inglese David Ricardo rivelò la propria strategia d'investimento (già allora per lui estremamente proficua). La prima parte di questa affermazione («limitare le perdite») suggerisce di vendere i titoli in perdita il più velocemente possibile. La seconda («far crescere gli utili») raccomanda di mantenere la calma e di non cedere troppo rapidamente i titoli redditizi durante le fasi di rialzo dei prezzi azionari. In altre parole: si deve seguire il trend positivo.

Il trend in campo statistico e sociale

Ci è voluto comunque del tempo prima che il termine «trend» entrasse nell'uso corrente. In un primo momento era utilizzato dagli analisti di serie storiche per descrivere l'andamento di una grandezza nella stessa direzione sul lungo periodo. È ad esempio nella moderna analisi tecnica dei prezzi azionari, sviluppata da Charles Dow alla fine del XIX secolo, che l'analisi delle tendenze svolge un ruolo cruciale. Ancora oggi si parla di crescita tendenziale, ad esempio in relazione all'andamento dell'economia.

Il periodo d'oro del trend, nella sua accezione ormai più frequente, ebbe inizio tuttavia negli anni Ottanta, con la pubblicazione del bestseller «Megatrends» di John Naisbitt. Nel suo libro Naisbitt descriveva dieci tendenze, o appunto trend, che avrebbero dominato la nostra vita futura. Oltre al concetto matematico, il termine «trend» cominciò così a indicare anche una tendenza sociale che definisce la direzione di un dato sviluppo futuro.

Scarsità di ricerche affidabili sul futuro

La possibilità di prevedere il futuro ha da sempre affascinato l'uomo. Gli antichi greci consultavano l'Oracolo di Delfi, nel Medioevo i veggenti facevano profezie e gli indovini interpretavano le costellazioni allo scopo di predire l'esito di battaglie o la qualità del raccolto. Oggi, il più delle volte, sono le aziende e le istituzioni statali a richiedere e commissionare studi previsionali, nella speranza di ottenere indicazioni utili per decisioni strategiche di lungo periodo.

Istituti specializzati si occupano di delineare vari scenari futuri, includendo ad esempio analisi statistiche o interviste a esperti – ed è interessante notare come quest'ultimo metodo d'indagine sia chiamato «metodo Delphi». L'obiettivo è identificare con largo anticipo nuove nicchie e riconoscerne il potenziale per sviluppi futuri più incisivi. I futurologi devono tuttavia fare fronte a critiche frequenti circa la (non) scientificità dei loro metodi.

Conosciamo solo i perdenti

Le previsioni sui trend di lungo periodo e sulle relative conseguenze per l'economia sono in genere molto incerte. Spesso i trend vengono riconosciuti come tali solamente quando sono già in pieno svolgimento. Per citare un esempio, quando la tendenza a memorizzare e riprodurre video sempre più lunghi cominciò a farsi strada negli anni Novanta nel contesto della digitalizzazione, non era ancora chiaro se avrebbe finito per imporsi il formato del CD multimediale o del Super Density CD. Prevalse infine un formato unitario, il ben noto DVD. Pur riuscendo a strappare quote di mercato al



Museo civico di Rapperswil-Jona | Keystone/Christian Beutler

DVD, il formato successivo (Blu-ray) non riuscì mai ad affermarsi malgrado l'evidente superiorità tecnologica. Solitamente i perdenti di un nuovo trend sono identificabili in modo molto più rapido e semplice rispetto ai vincitori: con l'avvento del DVD le vendite di videocassette subirono un crollo.

Nemmeno i megatrend offrono certezze

Nonostante i trend si distinguano in base alla durata e al grado di impatto, la letteratura specializzata non fornisce alcuna categorizzazione omogenea. Tutte le definizioni includono il concetto di megatrend, ossia una tendenza che persiste da molti anni o addirittura decenni ed è riscontrabile in ambito sociale, economico e politico, oltre che in molte regioni del mondo. I megatrend odierni che manterranno un ruolo di rilievo anche nel prossimo futuro sono ad esempio il progressivo invecchiamento della popolazione, la digitalizzazione, la globalizzazione, l'individualismo e l'urbanizzazione. Un aspetto comune ai megatrend citati è che ci accompagnano già da tempo.

Eppure individuare i megatrend di domani è un'impresa raramente coronata da successo. I futurologi sono in grado di identificare solo ciò che, almeno in parte, è già in atto. Molte stelle nascenti finiscono tuttavia per rivelarsi mode o capricci passeggeri. Come aveva già compreso Ricardo, conviene allora salire sul treno solo quando ha già acquistato velocità. Ma neppure questa strategia garantisce in modo assoluto che si arrivi a destinazione.

I trend di tendenza

Matthias Holzhey

In tempi di crisi degli investimenti, gli investitori puntano maggiormente sui trend. Soprattutto nei centri urbani sono attratti da investimenti di nicchia basati su trend con rendimenti più elevati. I rischi, tuttavia, sono maggiori rispetto al mercato complessivo.

Nell'attuale contesto di fine ciclo il mercato generale offre scarse prospettive per gli investimenti diretti. Gli interessi negativi degli investimenti sicuri hanno dirottato in maniera più che proporzionale grandi quantità di capitale verso il mercato immobiliare, tanto che negli ultimi anni i rendimenti ottenibili hanno subito un forte calo. Attualmente gli investimenti di nicchia riscuotono particolare attenzione proprio perché offrono rendimenti maggiori. Tuttavia, considerate le minori dimensioni e la minore liquidità del mercato, sono associati a un rischio più elevato rispetto agli investimenti in immobili residenziali, a uso ufficio o commerciali classici. Gli investimenti di nicchia richiedono inoltre un grande know-how.

Risultano particolarmente gradite agli investitori le nicchie derivanti dai megatrend globali invecchiamento, digitalizzazione, individualismo, globalizzazione e urbanizzazione. Esse sfruttano il fatto che in futuro sempre più persone e anziani vivranno nelle città in unità abitative più piccole, le forme di locazione flessibili diverranno sempre più popolari e crescerà l'importanza dell'ultimo tratto nel processo di consegna al cliente. Gli immobili progettati specificamente per questi segmenti di domanda in forte crescita lasciano sperare gli investitori in una crescita dei profitti a lungo termine.

Sette importanti trend immobiliari su cui si concentrano gli investitori diretti

Microappartamenti

Fattori trainanti: individualismo, urbanizzazione

Quella composta da una sola persona è diventata la forma di economia domestica più diffusa in Svizzera; rappresenta infatti oltre un terzo

delle economie domestiche del Paese. I single preferiscono vivere nei centri urbani, sebbene i canoni di locazione elevati impongano una riduzione delle esigenze in termini di superfici. La domanda di microappartamenti ridotti al minimo ma completamente attrezzati dovrebbe quindi essere destinata ad aumentare. Vanno tuttavia a incidere sui costi spese aggiuntive per un numero complessivamente maggiore di servizi igienici, cucine e infrastrutture. Inoltre, la percentuale di economie domestiche composte da una sola persona risulta invariata da circa due decenni.

Residenze studentesche

Fattori trainanti: globalizzazione, individualismo

Il numero sempre maggiore di studenti internazionali costituisce il gruppo target degli alloggi studenteschi. Le ubicazioni più interessanti sono le città universitarie, caratterizzate da scarsità di abitazioni e disponibilità di pagamento proporzionalmente elevata da parte degli studenti. La locazione, tuttavia, comporta spese ingenti, la domanda ha carattere stagionale e i fornitori senza scopo di lucro fanno scendere le pigioni. I fattori di successo per un investimento includono, oltre alla posizione adeguata, anche la combinazione con appartamenti business e un'eventuale locazione a breve termine in ambito turistico.

Case di riposo

Fattori trainanti: invecchiamento, individualismo

L'aumento del bisogno di assistenza associato all'avanzare dell'età nonché gli sviluppi demografici fanno apparire quasi inevitabile una forte crescita della domanda di case di riposo. Un mercato frammentato e dominato da organizzazioni non profit rende tuttavia difficile investire

in modo redditizio. Inoltre le spese di cura dovrebbero registrare un forte aumento nel lungo periodo, portando a una maggiore pressione sui costi da parte della pubblica amministrazione. Le opportunità d'investimento interessanti sono circoscritte al segmento di prezzo superiore finanziato privatamente.

Localione a breve termine in ambito turistico

Fattori trainanti: digitalizzazione, globalizzazione, individualismo

Nelle città turistiche con mercati delle locazioni altamente regolamentati, l'uso di appartamenti come alberghi mascherati offre l'opportunità di ottenere redditi da locazione anche notevolmente superiori rispetto agli affitti tradizionali. Tuttavia, le barriere di ingresso al mercato sono basse e il rischio di interventi statali è in aumento; l'uso di spazi abitativi per uno scopo diverso da quello previsto è sempre più spesso limitato a pochi mesi all'anno.

Co-working

Fattori trainanti: digitalizzazione, individualismo, urbanizzazione

L'offerta di superfici di co-working sta registrando un rapido aumento. In un mondo del lavoro flessibile, caratterizzato da un numero sempre maggiore di piccole imprese digitali e lavoratori autonomi, cresce la domanda di superfici per ufficio da affittare in maniera flessibile. La domanda è soggetta tuttavia a forti oscillazioni congiunturali e vi sono scarse barriere di ingresso al mercato, il che compromette un eventuale extra rendimento nel lungo periodo.

Self Storage

Fattori trainanti: globalizzazione, individualismo, urbanizzazione

La domanda di box di deposito protetti di varie dimensioni aumenta proporzionalmente al grado di urbanizzazione. Solitamente i piccoli appartamenti cittadini dispongono di scarso spazio di deposito. I depositi temporanei in affitto sono richiesti anche in caso di soggiorni all'estero o divisioni ereditarie. La disponibilità di pagamento dei clienti è però limitata, per cui il successo dell'investimento è correlato a costi bassi per il terreno e la gestione.

Superfici logistiche

Fattori trainanti: digitalizzazione, globalizzazione

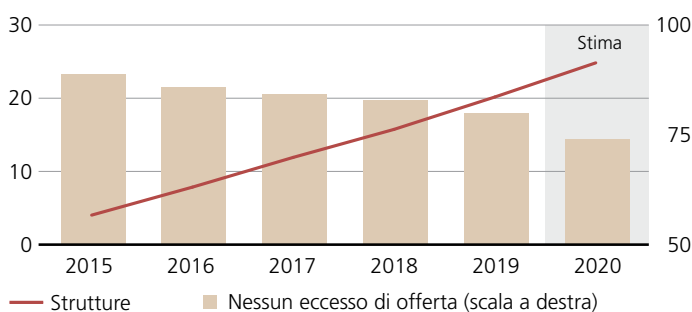
Il commercio online cresce del 10 per cento all'anno e i clienti si aspettano consegne sempre più rapide direttamente a domicilio o presso un

punto di ritiro. Aumenta così la domanda di grandi superfici di deposito e di centri di distribuzione nelle vicinanze degli agglomerati urbani. L'attrattiva di alcune località rischia tuttavia di peggiorare in brevissimo tempo a causa dell'aumento dei livelli di congestione stradale. In più, chi investe nella logistica deve fare i conti con siti contaminati (nascosti) e con un notevole fabbisogno di investimento.

Gli investimenti di nicchia sono rischiosi perché...

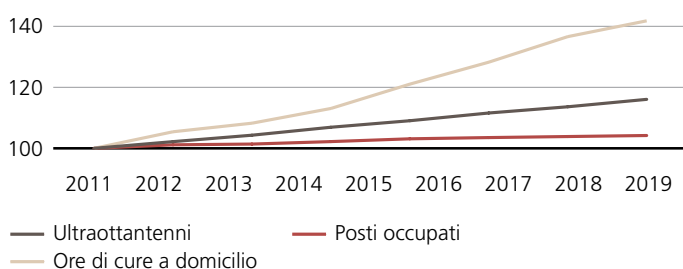
... l'offerta cresce eccessivamente

Numero di strutture adibite al co-working a livello mondiale, in migliaia e percentuale di gestori che non riscontrano eccessi di offerta sul mercato locale, in percentuale



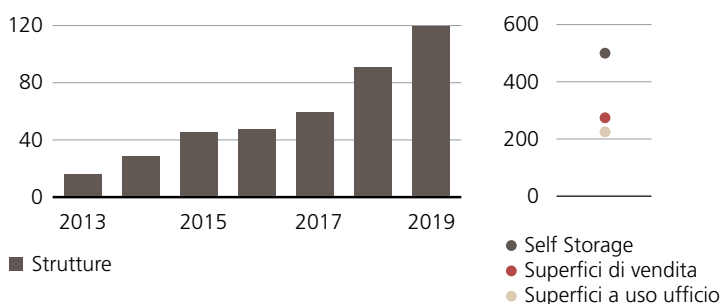
... la domanda è inferiore alle aspettative

Numero degli ultraottantenni in Svizzera, ore di cure a domicilio prestate e numero di posti occupati in case di cura, indice 2011 = 100



... le entrate sono (ancora) troppo elevate

Numero di strutture di Self Storage in Svizzera (grafico a sinistra) e pigioni annue di superfici commerciali, per destinazione d'uso in CHF/m² (grafico a destra)



Fonti: UST, Deskmag, Fedessa, MyBox, placeB, Wüest Partner, UBS

Trend privi di extra rendimenti

Katharina Hofer e Matthias Holzhey

Non tutte le tendenze nel settore immobiliare vanno intese come un invito a investire. Anche se all'inizio si possono ottenere rendimenti supplementari, questi ultimi sono limitati nel tempo. Per quanto riguarda gli investimenti di nicchia, il loro successo dipende inoltre fortemente dallo specifico ciclo immobiliare.

Utilizzare i megatrend come riferimento per gli investimenti in immobili è di certo allettante. L'aspettativa di una domanda che si protrae per lunghi periodi o cresce in maniera più che proporzionale dà sicurezza. Tuttavia, i trend immobiliari derivanti dai megatrend e le strategie d'investimento che li seguono raramente offrono un extra rendimento nel lungo periodo.

In primo luogo i trend (soprattutto se con effetti di lunga durata) possono dopo un certo tempo diventare la norma, facendo così svanire il margine supplementare. In secondo luogo i trend innescano spesso delle controtendenze, che annullano (in parte) gli sviluppi precedenti o finiscono addirittura per rivelarsi mode passeggere e scomparire dalla scena più rapidamente di quanto siano emerse. In terzo luogo, molti trend immobiliari interessano solo una piccola parte del mercato generale. Se vi si investe troppo, la presunta robustezza della domanda si trasforma ben presto in un eccesso di offerta.

Le novità prima o poi invecchiano

Per dimostrare quanto sia complicato guadagnare investendo nei trend immobiliari citeremo l'esempio della sostenibilità. Già nei primi anni Settanta la maggiore coscienza ambientale nata sull'onda della crisi petrolifera portò a numerose conquiste tecnologiche, che hanno contribuito a ridurre anche il consumo energetico degli edifici. Grazie alle finestre con doppi e tripli vetri l'isolamento è migliorato e la pompa di calore ha scalzato il riscaldamento a gasolio, che ha cessato di essere la fonte energetica più comune nei nuovi edifici. Tuttavia, per un immobile dotato ad esempio di certificazione Minergie, la disponibilità di pagamento aggiuntiva di locatari o acquirenti copre

esclusivamente i costi di costruzione più elevati. Vi è inoltre il rischio che l'immobile di tendenza finisca per passare di moda. Quanto allo sviluppo di nuovi progetti immobiliari, l'investitore non ha altra scelta che quella di seguire l'ultimo trend architettonico – che si tratti delle palazzine terrazzate tipiche degli anni Cinquanta o delle strutture a cubo dei primi anni Duemila. Andrebbero in ogni caso evitate le sperimentazioni artistiche troppo azzardate. Dopotutto, è molto difficile trovare un acquirente al prezzo desiderato per un'eccentrica casa in cemento del 1960 quando si cerca di venderla trent'anni dopo.

Esodo rurale, ritorno alla campagna e riurbanizzazione

Il trend probabilmente più importante per il mercato immobiliare nazionale del Dopoguerra fu l'immigrazione. Il fenomeno – associato agli anni del boom demografico – portò al raddoppio del numero di abitanti in Svizzera dal 1945. Al culmine dell'ondata migratoria del 1961, circa 100 000 persone necessitavano di una nuova casa entro un anno. All'epoca erano in particolare le città a dover fare fronte a un'enorme tendenza all'urbanizzazione.

Ma chi era convinto che investire nel settore immobiliare urbano fosse una scommessa sicura si ingannava. Sebbene i prezzi dei terreni siano di fatto aumentati notevolmente, l'accessibilità economica delle abitazioni di proprietà è diminuita. Con l'avvento dell'automobile, negli anni Sessanta si assisté allo spostamento della domanda verso gli agglomerati urbani decisamente più convenienti. La popolazione urbana delle città di Basilea e Berna non si è ancora del tutto ripresa da questa controtendenza. A

Zurigo, invece, la popolazione sta tornando ai livelli massimi del passato.

Il successo degli investimenti di nicchia è correlato al ciclo

Soprattutto quando si investe in segmenti di nicchia, quali immobili di lusso o residenze per anziani, il ciclo immobiliare conta di più rispetto al trend per il successo dell'investimento. Il settore degli immobili di lusso newyorkese, ad esempio, è stato a lungo considerato un investimento sicuro grazie al fascino della «città superstar» e al numero sempre crescente di famiglie benestanti a livello globale. I margini elevati hanno però attirato sul mercato una folta schiera di progettisti e – grazie ai grattacieli – si sono posti scarsi limiti alla costruzione di nuovi edifici lussuosi.

Si è costruito molto, ma la domanda non era sufficiente. Nel frattempo, secondo StreetEasy, un appartamento su quattro costruito a New York dal 2013 nel segmento di lusso risulta sfitto. Negli Stati Uniti una situazione analoga si è verificata anche nel settore delle residenze per anziani. Già 20 anni fa il previsto invecchiamento della

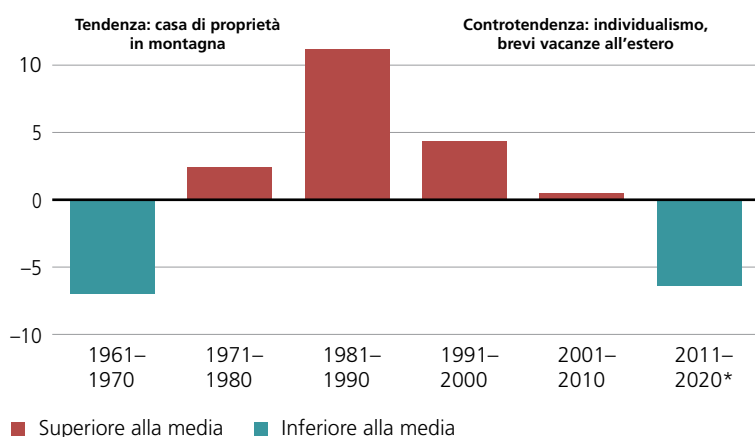
popolazione suscitò un clamore tale da far aumentare vertiginosamente gli investimenti in alloggi per la terza età. Di conseguenza, tra il 1998 e il 2002, la crescita dell'offerta di quasi l'8 per cento all'anno superò di gran lunga la domanda, tanto che molti fornitori furono costretti a dichiarare fallimento.

Una normalizzazione è inevitabile

Sebbene una fiducia cieca nei trend non sia la chiave del successo, chi è in grado di cogliere e sfruttare con sufficiente anticipo un nuovo trend immobiliare ha buone possibilità di ottenere un extra rendimento sui propri investimenti. L'investitore può però cavalcare l'onda del successo solo per un tempo limitato. Quanto più capitale affluisce nel mercato, tanto più competitivo diventerà quest'ultimo e più rapidamente si normalizzeranno i rendimenti. Inoltre, più una tendenza risulta protratta e diffusa, più diventa difficile conseguire un extra rendimento. Soprattutto nel caso degli investimenti di nicchia il fattore decisivo è, in ultima analisi, la capacità di scendere dal treno in corsa prima che il trend rallenti o si trasformi addirittura in una perdita.

La controtendenza compromette un incremento di valore

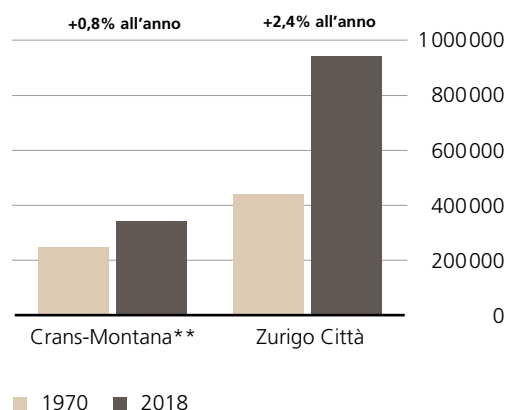
Stima dell'attività edilizia nei comuni turistici rispetto alla media svizzera per periodo di costruzione, differenza in punti percentuali



*2019 e 2020 valori indicativi

Fonti: UST, NZZ, UBS

Prezzo di un bilocale (ai prezzi del 2019), in franchi e variazione media annua dei prezzi, in percentuale; valori indicativi in base ai singoli prezzi di offerta



**Tra tutte le destinazioni turistiche, il Basso Vallese ha registrato il boom più significativo nella costruzione di abitazioni secondarie

Illusione di scarsità

Matthias Holzhey e Maciej Skoczek

I costi ipotecari in calo fanno crescere la disponibilità di pagamento per le abitazioni di proprietà nei centri. Dal punto di vista degli investitori, la vendita di proprietà per piani diventa sempre più interessante rispetto alla locazione. Di conseguenza sul medio termine dovremmo assistere a un nuovo incremento dell'offerta di appartamenti di proprietà.

In Svizzera, i prezzi della proprietà di abitazione lo scorso anno sono aumentati di circa il 2 per cento nella media di tutti gli indici dei prezzi disponibili sul territorio nazionale. Si tratta del tasso di crescita annuo più alto registrato dall'inasprimento, avvenuto nel 2014, dei requisiti in materia di fondi propri in riferimento ai prestiti. Mentre in un primo momento si sono apprezzate soprattutto le case unifamiliari, nel corso del 2019 appartamenti e case sono stati responsabili sostanzialmente in egual misura dell'aumento dei prezzi sul mercato delle abitazioni di proprietà.

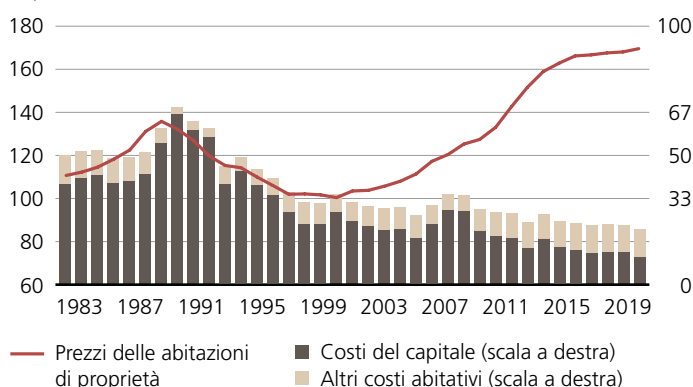
Tale trend di crescita è stato ampiamente supportato a livello regionale. Circa tre quarti della popolazione totale abitano in comuni che hanno registrato aumenti dei prezzi. Gli incrementi maggiori hanno riguardato la proprietà di abitazione nelle regioni urbane economicamente forti come intorno al Lago di Ginevra e nelle grandi regioni di Zurigo e Basilea, dove i prezzi delle transazioni secondo Wüest Partner sono saliti alle stelle registrando anche aumenti di oltre il 4 per cento nel corso dell'anno.

Le ubicazioni centrali beneficiano dei tassi bassi

Gli interessi ipotecari che nel corso del 2019 hanno toccato un nuovo minimo record sono stati i principali driver di tale sviluppo. Hanno regalato ai proprietari costi di finanziamento (ancora) più bassi e quindi un vantaggio, in termini di costi, nel complesso ancora maggiore per gli appartamenti di proprietà rispetto agli appartamenti in locazione. Con i prezzi di acquisto, gli affitti e gli interessi attuali, le spese abitative annuali dei nuovi proprietari sono

Abitare è più conveniente nonostante l'aumento dei prezzi

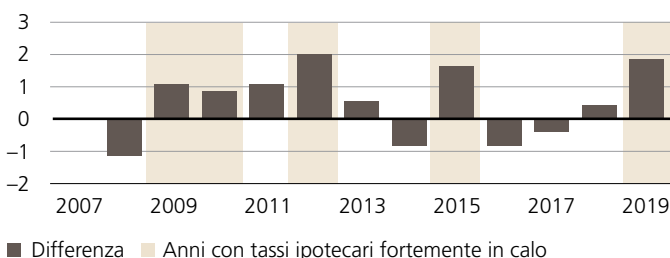
Prezzi reali delle abitazioni di proprietà, indice 2000 = 100 e quota dei costi abitativi sul reddito lordo delle famiglie con prestito dell'80%, in percentuale



Fonti: FPRE, IAZI, SECO, BNS, Wüest Partner, UBS

I tassi ipotecari fanno salire i prezzi nei centri

Differenza tra i tassi di variazione annuali dei prezzi d'offerta nei centri (media dei 20 comuni maggiormente popolati) e media di tutti i comuni, in punti percentuali; tassi ipotecari per nuove stipule di crediti (ipoteche a tasso fisso a 5-10 anni)



Fonti: BNS, Wüest Partner, UBS



Le château de Prilly | Keystone/Gaetan Bally

circa il 15 per cento inferiori a quelle dei locatari di un appartamento di pari valore. Questa forbice tra i due segmenti si potrà ampliare ulteriormente se i tassi continueranno a scendere. Con i tassi pari a zero per le ipoteche, ad esempio, il vantaggio in termini di costi della proprietà di abitazione aumenterebbe addirittura a circa il 40 per cento rispetto a un appartamento in locazione.

I costi del capitale (costi ipotecari e costi opportunità del capitale proprio) attualmente nelle ubicazioni più ambite rappresentano circa la metà dei costi di gestione di un'abitazione di proprietà. In periferia il valore si attesta a un terzo e ha molto meno peso rispetto a manutenzione, ammortamenti e imposte. L'attrattiva delle abitazioni di proprietà in ubicazioni centrali lo scorso anno è quindi aumentata di più rispetto alla periferia. Tuttavia l'acquisto dell'abitazione di proprietà presuppone un capitale proprio e un reddito sufficienti, cosa che, in ragione dell'elevato livello dei prezzi, proprio nei centri mette in dubbio ulteriori aumenti dei prezzi.

Il capitale di previdenza spiana la strada

Dal 2012, i prezzi per un appartamento medio nei centri della Svizzera tedesca sono aumentati di circa un quinto. Tuttavia il livello dei salari nel settore dei servizi ha registrato un aumento pari

solo alla metà di tale valore. Questi incrementi dei prezzi sarebbero quindi stati sostanzialmente impossibili con un'attuazione rigorosa delle disposizioni in materia di sostenibilità. Ma gli scostamenti dalle disposizioni sono ammessi, e molto diffusi: secondo le statistiche della Banca Nazionale Svizzera, le spese di gestione con un tasso d'interesse teorico del 5 per cento superano un terzo del reddito familiare in più di metà dei nuovi prestiti. Ancora nel 2012 questo valore si attestava al 40 per cento dei nuovi prestiti.

Tuttavia la percentuale dei prestiti superiori per le nuove ipoteche è rimasta stabile nonostante l'aumento dei prezzi e il mancato rispetto dei criteri di sostenibilità. Per procurarsi i fondi propri mancanti, molte famiglie ricorrono agli averi della cassa pensioni. Per più di un nuovo acquisto su tre viene effettuato un prelievo anticipato dalla cassa pensioni, in media per un ammontare di 75 000 franchi, che corrisponde a circa la metà dei fondi propri necessari. Ancora più spesso viene utilizzato il capitale del pilastro 3a, poiché può essere computato nei fondi propri di qualità primaria; tuttavia l'ammontare medio del prelievo è sensibilmente inferiore, pari a 35 000 franchi. Alla fine dei conti le disposizioni in materia di prestiti non hanno impedito del tutto gli aumenti dei prezzi, ma hanno avuto solo un effetto mitigante.

Premi di proprietà in aumento

L'aumento dei prezzi nell'ultimo anno è stato favorito anche da una nuova offerta di abitazioni di proprietà più bassa rispetto alle abitazioni in locazione. Attualmente circa il 40 per cento di tutte le richieste di concessione edilizia sono per abitazioni a uso proprio o a scopo di vendita, mentre nel 2012 erano ancora il 50 per cento.

Lo sviluppo e la vendita di proprietà per piani vale la pena se rispetto al valore di vendita di un immobile come oggetto in locazione è possibile ottenere un premio. È così nel caso in cui gli acquirenti si aspettano un aumento dei prezzi delle abitazioni di proprietà, come nelle costose ubicazioni centrali, oppure quando l'attrattiva delle abitazioni in locazione viene pregiudicata da un elevato rischio di sfitti o da aspettative di calo degli affitti. È per questi due motivi che lo scorso anno i premi di proprietà in molte regioni dovrebbero essere aumentati. A seconda del segmento

di prezzo e della regione, un mercato delle locazioni potrebbe persino mancare del tutto, come nel caso delle costose case unifamiliari.

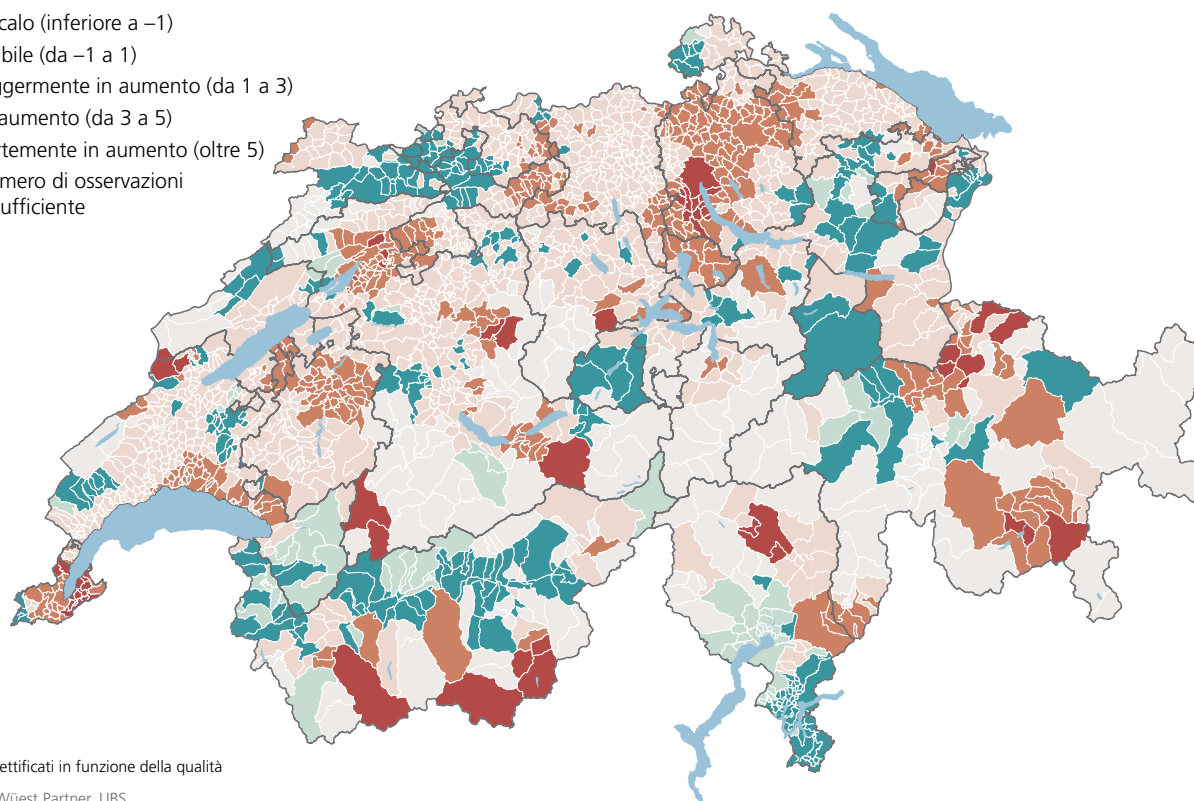
Offerta in aumento sul medio termine

Finora ci si è concentrati sulla locazione anche in aree con premi di proprietà. Di conseguenza anche nelle regioni con i prezzi d'acquisto più elevati non si individua ancora alcun aumento dell'attività edilizia relativa alla proprietà per piani. Tuttavia, nelle regioni in cui gli appartamenti si possono affittare solo con un grande sconto sul tasso di locazione, si sta profilando un'inversione di tendenza. Vediamo quindi che l'aumento degli oggetti offerti sul mercato delle abitazioni di proprietà registrato lo scorso anno pari a quasi il 10 per cento va ricondotto in gran parte alle abitazioni di proprietà e in particolare nei cantoni Ticino, Friburgo e Neuchâtel – regioni con percentuali di sfitti in aumento.

I comuni cari registrano i più alti aumenti dei prezzi

Variatione dei prezzi d'offerta*, 3° trimestre 2019 rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, spalmata a livello regionale, in percentuale

- in calo (inferiore a -1)
- stabile (da -1 a 1)
- leggermente in aumento (da 1 a 3)
- in aumento (da 3 a 5)
- fortemente in aumento (oltre 5)
- numero di osservazioni insufficiente



*Non rettificati in funzione della qualità

Fonti: Wüest Partner, UBS

Se il vento girerà e dalla scarsità di abitazioni di proprietà scaturirà un eccesso di offerta, dipenderà tra le altre cose dalla domanda di oggetti buy-to-let. Attualmente più del 15 per cento delle proprietà per piani vendute vengono poi affittate, circa il 50 per cento in più rispetto a dieci anni fa. Tale domanda aggiuntiva ha supportato in modo determinante il mercato della proprietà di abitazione. Tuttavia i rendimenti normalmente sono inferiori rispetto a quelli del mercato delle case plurifamiliari. Nelle ubicazioni attrattive, in caso di affitto il rendimento lordo per gli immobili buy-to-let si attesta solamente al 2-3 per cento, al netto delle imposte si tratta solo dell'1 per cento. Tenendo conto dei rischi legati alla locazione questi investimenti spesso convengono solo ipotizzando un graduale aumento dei prezzi delle abitazioni. Se viene meno la fiducia che, almeno sul lungo termine, si possa ottenere un valore di riscatto stabile, e se il numero degli appartamenti sfitti continua ad aumentare, si dovranno fare i conti con una domanda di oggetti buy-to-let nettamente inferiore. Di conseguenza aumenterebbe il numero delle abitazioni di proprietà disponibili.

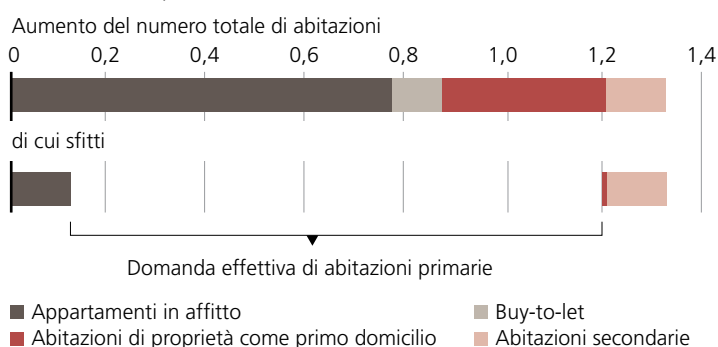
Il pendolo tornerà indietro

I prezzi delle abitazioni di proprietà nell'anno in corso dovrebbero aumentare ancora una volta dell'1 per cento, spinti dall'aumento della domanda di proprietà di abitazione nelle regioni economicamente forti. Una scarsità di proprietà di abitazione, causata dall'elevata domanda di

oggetti buy-to-let e dall'eccessiva concentrazione degli investitori su abitazioni in locazione, e l'ammontare assoluto del livello dei prezzi celano tuttavia dei rischi. Sul breve termine non si prevede alcuna sensibile correzione dei prezzi. In primo luogo, infatti, ogni nuovo rallentamento congiunturale globale andrebbe di pari passo con un ulteriore abbassamento dei tassi, e in secondo luogo le richieste di concessione edilizia non indicano ancora un allontanamento dalla costruzione di abitazioni in locazione. Tuttavia, con un'offerta di proprietà di abitazione in crescita, sul medio termine il livello dei prezzi dovrebbe trovarsi sotto pressione su un ampio fronte.

Nessun segno di carenze

Aumento del numero totale di abitazioni e degli sfitti tra il 2014 e il 2019, media annua, in percentuale



Fonte: ARE, UST, Docu Media, UBS

Il quarto pilastro della previdenza di vecchiaia

Il vantaggio in termini di costi della proprietà rispetto agli affitti aumenta i fondi liberamente disponibili e quindi investibili altrove. Inoltre dalla combinazione di proprietà di abitazione e previdenza, grazie a una pianificazione tempestiva, scaturiscono possibilità di risparmio fiscale. Entrambi questi aspetti in futuro saranno sempre più al centro dell'attenzione. Infatti gli investimenti alternativi sicuri sono merce rara e i rendimenti impliciti come quelli derivanti dai risparmi sui costi abitativi e fiscali acquistano importanza. Inoltre la crescente redistribuzione tra occupati e pensionati e la riduzione dei tassi di conversione

delle casse pensioni rendono più interessante il prelievo anticipato di capitale. Di conseguenza, nei prossimi anni si prevede un aumento dei prelievi di capitale dalla previdenza di vecchiaia per la proprietà di abitazione. Tuttavia al momento dell'acquisto è necessario prestare attenzione alla sostenibilità in età pensionistica. Infatti se dopo il pensionamento il reddito dal primo e dal secondo pilastro sarà ad esempio dimezzato rispetto a quello che si percepiva al momento dell'acquisto, anche il prestito fino al pensionamento dovrà essere dimezzato.

Forza dei prezzi o forza del franco

Katharina Hofer

Gli immobili di lusso svizzeri sono tra i più costosi del mondo. L'indebolimento delle prospettive per l'economia mondiale dovrebbe pesare sui redditi e i patrimoni più elevati anche qui in Svizzera. La conseguenza sarebbe un raffreddamento dell'andamento dei prezzi.

La tendenza rialzista dei prezzi nel segmento del lusso¹ è proseguita per il terzo anno consecutivo. Nei primi tre trimestri del 2019, con un 7 per cento annualizzato, i prezzi delle transazioni hanno nettamente sovraperformato il valore dell'anno precedente pari al 4 per cento. Sono quindi aumentati di più del triplo della media del mercato svizzero della proprietà di abitazione.

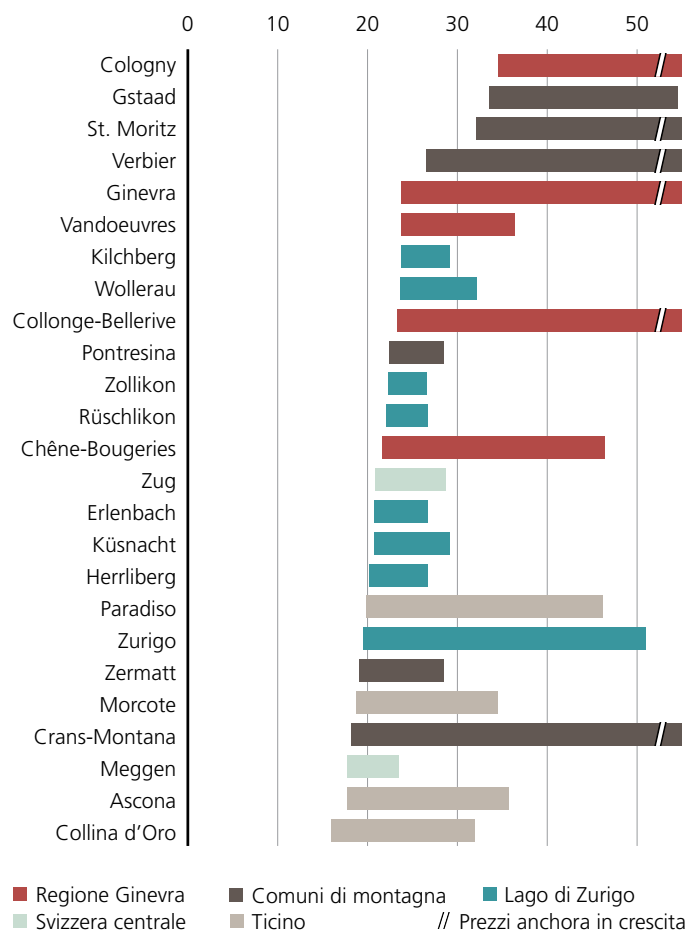
Ripresa nelle regioni montane

Sul mercato delle abitazioni primarie i comuni nelle vicinanze di Ginevra sono tra le ubicazioni più costose della Svizzera. In cima alla classifica troviamo Cologny, dove gli immobili di lusso tra il 2016 e il 2018 sono stati offerti in media a più di 35 000 franchi al metro quadro. Sul lago di Zurigo e nella Svizzera centrale l'offerta media per gli immobili di lusso partiva da circa 20 000 franchi al metro quadro. L'anno scorso i prezzi delle transazioni di immobili di lusso, sia nell'area di Ginevra sia nell'area di Zurigo, dovrebbero avere registrato un aumento nella fascia alta a una cifra, similmente all'anno precedente.

Sul mercato delle seconde case i comuni turistici ricchi di tradizione Gstaad e St. Moritz si sono posizionati ai primi posti, con prezzi a partire da circa 32 000 franchi al metro quadro. Le regioni montane lo scorso anno, dopo una battuta d'arresto nel 2018, hanno registrato in media una lieve crescita. Il quadro è diverso in Ticino, dove i prezzi sono scesi per il secondo anno consecutivo. Qui, il perdurante difficile contesto di

La regione Ginevra e i comuni montani sono i più cari

Fascia dei prezzi nel segmento di lusso in comuni selezionati, 5% degli immobili più cari in inserzione, media 2016–2018, in migliaia di CHF/m²



¹ Ci concentriamo su 25 comuni nel mercato degli immobili di lusso svizzeri e sottolineiamo rispettivamente il 5 per cento degli oggetti più cari.

Fonti: FPRE, UBS

mercato nel settore immobiliare ha penalizzato in generale anche gli immobili di lusso. Inoltre l'elevato livello dei prezzi e i corrispondenti margini hanno sostenuto lo sviluppo di un maggior numero di progetti di nuove costruzioni, cosa che ha messo ulteriormente sotto pressione i prezzi.

Il boom delle transazioni si appiattisce

L'attuale boom nel segmento del lusso è stato preceduto da una fase di debolezza che ha avuto tre cause principali. In primo luogo negli anni dal 2012 al 2015 si sono contratti i redditi più elevati (l'1 per cento più alto), che rappresentano il driver principale della domanda di immobili di lusso. In secondo luogo nel 2015 i patrimoni netti sono cresciuti solo in maniera inferiore alla media, cosa che ha rafforzato la flessione di quel periodo. E terzo, l'abbandono del corso minimo euro-franco a inizio 2015 ha in brevissimo tempo reso gli immobili svizzeri più costosi del 20 per cento circa per gli acquirenti con fondi propri denominati in euro. Ciò ha compresso la domanda poiché la maggior parte degli acquirenti di immobili di lusso svizzeri – anche se probabilmente in gran parte hanno un domicilio in Svizzera – hanno un passaporto straniero.

L'indebolimento dei prezzi non è rimasto senza conseguenze: negli anni 2014 e 2015 il numero delle transazioni è diminuito di quasi un quarto e si è attestato quindi notevolmente al di sotto della media dal 2011. Chi voleva vendere doveva avere molta pazienza, cosa che a fronte del contesto di tassi negativi era tuttavia connessa con costi opportunità ridotti. L'«ingorgo delle transazioni» si è scaricato dal 2016 al 2018 in concomitanza all'aumento dei prezzi in un numero molto superiore alla media di passaggi di proprietà. Tale sviluppo dovrebbe però ormai essere

esaurito. Il numero delle transazioni lo scorso anno dovrebbe essere stato nuovamente leggermente inferiore rispetto all'anno precedente, ma si attesta ancora chiaramente al di sopra della media su nove anni.

Prospettive miste

La ritrovata percezione del franco quale porto sicuro lo scorso anno dovrebbe avere rafforzato la disponibilità di pagamento nel mercato del lusso e quindi può spiegare in parte l'elevato numero di transazioni e gli aumenti dei prezzi. In particolare gli investimenti in case per le vacanze svizzere dovrebbero essere serviti agli acquirenti stranieri anche come strumento di diversificazione per tutelarsi dai rischi di cambio. Se tuttavia il franco dovesse nuovamente apprezzarsi sensibilmente, cosa che attualmente non rientra tra le nostre previsioni, gli immobili di lusso svizzeri diverrebbero rapidamente più costosi per gli acquirenti con moneta nazionale diversa dal franco svizzero e la domanda si ridurrebbe sensibilmente.

Dal punto di vista degli acquirenti svizzeri, sulle prospettive del segmento del lusso agiscono forze contrastanti. Da un lato il perdurante contesto di tassi bassi produce stimoli a fuggire dal denaro contante e favorisce quindi l'inflazione dei valori patrimoniali. Fintantoché predomina l'aspettativa di un mantenimento del valore del capitale sul lungo termine, ciò supporta il segmento del lusso svizzero. Dall'altro lato le prospettive economiche attualmente piuttosto deboli dovrebbero tuttavia pesare sulla domanda in questo segmento ciclico, come già accade nella media dei mercati degli immobili di lusso globali. Se prendiamo come parametro questo andamento globale, l'ebbrezza dei prezzi finirà quest'anno.

La ragione al secondo posto

Maciej Skoczek

Trend

Abitazioni

Rendimento

Borsa

Globale

Le case per le vacanze si sono apprezzate rispetto all'anno precedente. Prospettive incerte sui prezzi ed elevati costi di gestione non sono tuttavia favorevoli all'acquisto di una casa per le vacanze. Una locazione turistica è solo limitatamente interessante.

I prezzi al metro quadro più elevati per le case per le vacanze nel segmento superiore si trovano a St. Moritz e Gstaad, con circa 16 000 franchi. Anche nelle destinazioni più amate come Verbier, la regione della Jungfrau o Zermatt le case per le vacanze vengono offerte a prezzi al metro quadro a cinque cifre. I maggiori aumenti dei prezzi si sono registrati nelle destinazioni top. A Gstaad, Davos/Klosters e Samnaun sono infatti aumentati di circa il 10 percento rispetto all'anno precedente. Solo in due delle 15 destinazioni con un livello dei prezzi superiore agli 8500 franchi c'è stata una correzione nel giro di un anno.

Al contrario, gli immobili per le vacanze in destinazioni come Disentis/Mustér, Evolène e Leukerbad sono notevolmente più accessibili con prezzi al metro quadro intorno ai 5000 franchi. A differenza delle destinazioni top, i domicili per le vacanze nelle destinazioni più economiche hanno perso un po' di valore. A Breil/Brigels e Leysin, con il 6 percento, si sono registrate le maggiori correzioni su base annua.

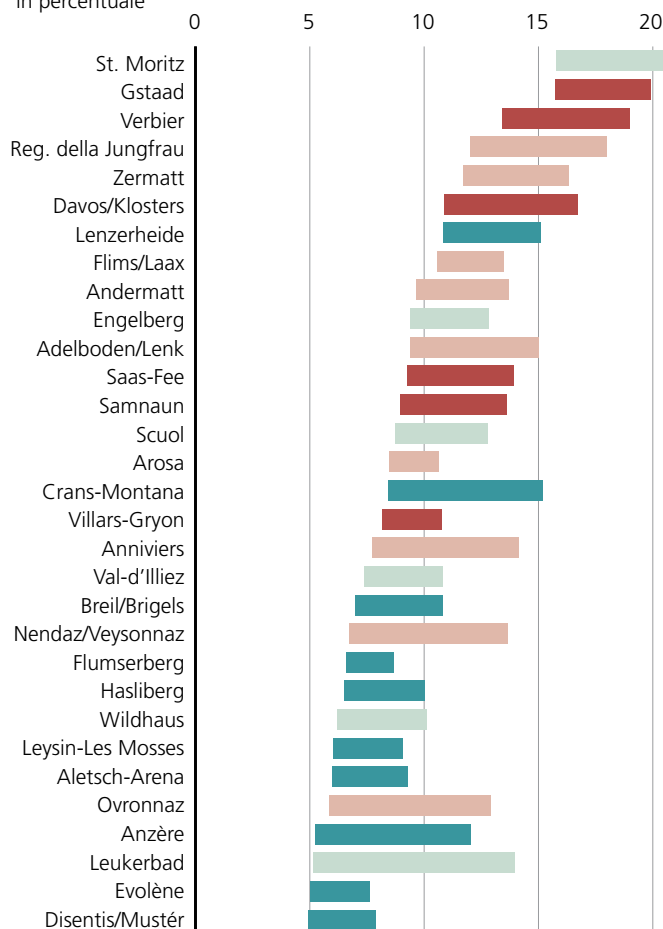
Leggero aumento dei prezzi nonostante gli sfitti

Ne è derivato nel terzo trimestre dello scorso anno un aumento dei prezzi dell'1,3 percento rispetto all'anno precedente, come media di tutte le destinazioni di vacanza svizzere. La solida congiuntura elvetica ed europea negli anni 2017 e 2018 ha favorito la domanda di case per le vacanze. Di conseguenza in media è stato possibile pareggiare praticamente tutte le perdite di valore registrate tra il 2013 e il 2017.

Ma l'aumento dei prezzi ha basi piuttosto vacillanti. Nonostante l'attività edilizia storicamente bassa nelle regioni montane, la media degli sfitti

Le destinazioni costose registrano i maggiori aumenti dei prezzi

Le barre mostrano la fascia dei prezzi delle case per le vacanze nel segmento alto durante il 3° trimestre 2019, in migliaia di CHF/m²; i colori indicano l'andamento dei prezzi rispetto all'anno precedente, in percentuale



■ inferiore a -1 ■ da -1 a 1 ■ da 1 a 5 ■ oltre 5

Fonti: Wüest Partner, UBS

nelle destinazioni turistiche è rimasta al valore dell'anno precedente (3 percento) ed è quasi quattro volte più alta della media calcolata su tutte le abitazioni di proprietà svizzere. In alcune località di vacanza nel Vallese e nel cantone Vaud la percentuale degli sfitti raggiunge addirittura il 10 percento. Quasi invendibili sono in particolare gli immobili risalenti agli anni '60 e '70 che non presentano grandi sconti o investimenti per ristrutturazione.

Investimento poco sicuro

All'acquisto di una casa per le vacanze entra in gioco la riflessione sul mantenimento del valore. La crescita del benessere tendenzialmente supporta tale atteggiamento. Fattori opposti alla conservazione del valore sono le tendenze di optare per brevi viaggi in diverse destinazioni e in generale non trascorrere le vacanze sempre nello stesso luogo, e quindi il disinteresse delle giovani generazioni ad accettare una casa per le vacanze. Il rischio di una nuova correzione dei prezzi a fronte della ridotta attività edilizia nelle regioni montane è gestibile. I prezzi delle seconde case sul medio termine dovrebbero tuttavia registrare un andamento più debole rispetto al mercato complessivo.

I costi di gestione di una casa per le vacanze nell'ultimo decennio sono scesi in ragione della riduzione dei costi del capitale. Tuttavia una casa per le vacanze a uso proprio è in diretta concorrenza con le vacanze in albergo. Tenendo conto dell'occupazione effettiva su base annua, una settimana di «casa per le vacanze» attualmente in media costerebbe 3000 franchi e quindi sarebbe generalmente più cara di una settimana di soggiorno in un albergo di buon livello.¹ Solo a partire da una durata del soggiorno di due mesi all'anno la casa per le vacanze risulterebbe per una famiglia di due persone più economica rispetto alle vacanze in albergo.

¹ Una casa per le vacanze media in Svizzera costa circa 1 milione di franchi. Tenendo conto dei pagamenti degli interessi e delle spese di ammortamento e manutenzione, i costi di gestione annuali si aggirano intorno ai 21 000 franchi. Con un'occupazione di sette settimane si possono calcolare costi di gestione pari a 3000 franchi a settimana.

La locazione aiuta

I costi di gestione relativamente elevati si possono compensare in parte con la locazione della casa per le vacanze. Grazie alle piattaforme di prenotazione è una soluzione ormai piuttosto semplice. Secondo l'osservatorio del turismo vallese, il numero degli immobili prenotati online in Svizzera è decuplicato solo negli ultimi cinque anni. Presso le ubicazioni con elevata attrattiva turistica come Zermatt, Engelberg e la regione della Jungfrau oppure in luoghi con una scarsa offerta alberghiera come Evolène o Aletsch-Arena, si possono ottenere interessanti rendimenti annuali fino all'8 percento, anche al netto dell'onere della locazione.

Tuttavia, come media di tutte le località di vacanza svizzere, il rendimento atteso si attesta solo alla metà di tale valore e presuppone una locazione durante l'alta stagione. Ma i proprietari desiderano utilizzare loro stessi le case di vacanza durante l'alta stagione. In bassa stagione, al contrario, una locazione, a fronte di un utilizzo delle capacità del 20 percento circa, non supporta il rendimento. Questi rendimenti implicano inoltre la disponibilità a lasciare utilizzare da altri la propria casa.

Fattori soft decisivi per l'acquisto

L'andamento dei prezzi inferiore alla media e gli elevati costi di gestione non sono certo favorevoli all'acquisto di una casa per le vacanze. Ma da un punto di vista soggettivo spesso viene data maggiore importanza ai vantaggi non monetari di un domicilio per le vacanze. Una seconda casa è disponibile in qualsiasi momento per una piccola vacanza improvvisata e, per esempio dopo il pensionamento, può essere utilizzata come domicilio principale. Inoltre, con una seconda casa a uso proprio anche una famiglia che vive in affitto può realizzare il suo sogno di una abitazione di proprietà. Infine anche l'amore per una determinata località di vacanza può essere un fattore determinante per un investimento.

Il momento giusto

Maciej Skoczek e Matthias Holzhey

Da un punto di vista puramente legato ai costi, all'ipoteca a lungo termine va preferito il finanziamento sul mercato monetario. Tuttavia in determinate situazioni è opportuno optare per un'ipoteca a tasso fisso. Attualmente la domanda di ipoteche a tasso fisso non dipende dalla ricerca di sicurezza, ma dalla ricerca del punto di ingresso migliore.

Un'ipoteca sul mercato monetario è in linea generale la forma di finanziamento più conveniente. Infatti, con un'ipoteca a tasso fisso oltre alle aspettative sugli interessi per l'intera durata si aggiunge un premio di rischio. Attualmente nel caso di un'ipoteca fissa di dieci anni questo importo supplementare si attesta intorno a un quarto dell'onere per interessi di un'ipoteca su mercato monetario.

A fronte di questo sovrapprezzo si hanno una migliore pianificabilità finanziaria e una copertura contro un aumento degli interessi. Anche se sul medio termine è improbabile un aumento degli interessi, non si può escludere un incremento inatteso nel corso dei prossimi dieci anni. Infatti in sede di concessione dell'ipoteca viene verificata la sostenibilità con un interesse ipotecario teorico fino al 5 per cento. Tuttavia, secondo la Banca Nazionale Svizzera per circa un nuovo prestito su cinque per un'abitazione di proprietà un tasso d'interesse del 3 per cento sarebbe già sufficiente a portare i costi correnti dell'immobile oltre la soglia di un terzo del reddito familiare.

Caccia agli affari con le ipoteche a tasso fisso

Negli ultimi dieci anni, in media per circa il 15 per cento di tutti i nuovi prestiti la durata è stata di sette o più anni. L'aumento degli interessi tuttavia non ha fatto scattare una «fuga» verso le ipoteche a tasso fisso. Piuttosto, la domanda di ipoteche a lungo termine è cresciuta vertiginosamente quando gli interessi sono scesi sensibilmente.

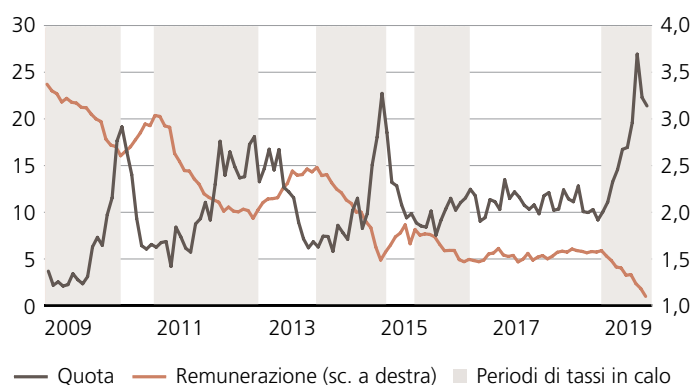
Al termine del crollo dei tassi, dalla fine del 2018, la percentuale di ipoteche a tasso fisso per le nuove stipule è passata dal 15 per cento a un

temporaneo 25 per cento. Il minimo record nel differenziale dei tassi tra un'ipoteca a tasso fisso a dieci anni e un'ipoteca del mercato monetario a tre mesi, pari a meno di 35 punti base nel 2019, ha ridotto a un livello trascurabile il sovrapprezzo per il vincolo di interesse.

Tuttavia, non appena i beneficiari di ipoteche avranno adeguato le loro aspettative sui tassi al livello di mercato più basso, la domanda di ipoteche a tasso fisso, come già in passato, probabilmente tornerà al vecchio valore. Di conseguenza non dovrebbe essere il timore di un aumento dei tassi a sostenere la domanda supplementare di ipoteche a tasso fisso, ma la paura di non scegliere il momento giusto.

Aumento delle ipoteche a lungo termine a fronte di un forte calo dei tassi

Quota di ipoteche a tasso fisso (durata superiore a 7 anni) sul totale delle stipule di ipoteche e remunerazione delle ipoteche a tasso fisso con durata superiore a 7 anni, in percentuale



Fonti: BNS, UBS

Le ipoteche a tasso fisso non sono prive di rischi

Indipendentemente dal contesto dei tassi, la combinazione ottimale di un finanziamento a breve termine e uno a lungo termine dipende dalla capacità di rischio e dalla tolleranza al rischio del beneficiario dell'ipoteca. A tale proposito in linea di principio vale quanto segue: minore è il rischio che una famiglia è disposta o è in grado di sostenere, maggiore sarà la percentuale consigliata di finanziamento di lungo periodo (v. sotto).

Tuttavia un'ipoteca a lungo termine è connessa a un rischio di vincolo superiore: in caso di rescissione anticipata del contratto, ad esempio a causa di divorzio, possono presentarsi costi elevati. Sussiste inoltre anche il rischio che sia necessario rinnovare l'ipoteca in un contesto dei tassi sfavorevole. Tale rischio di rifinanziamento può essere ridotto optando per due o tre ipoteche a lungo termine con durate differenti.

Quale percentuale di ipoteca a tasso fisso?

La situazione iniziale è un finanziamento completo tramite un'ipoteca del mercato monetario. A seconda delle circostanze personali, una parte potrà essere sostituita con un'ipoteca a tasso fisso a lungo termine. Le percentuali di ipoteche a tasso fisso (in punti percentuali) vengono sommate (v. esempio di calcolo).

Capacità di rischio	Valore effettivo	Percentuale ipoteche a tasso fisso	Esempio di calcolo
Onere a carico del reddito disponibile secondo le direttive di sostenibilità	0–30%	0	
	30–35%	+10	+10
	35–100%	+25	
Percentuale dei fondi propri derivanti dal proprio patrimonio per l'acquisto della casa (senza cassa pensioni, prestiti)	90–100%	0	
	50–90%	+10	+10
	0–50%	+20	
Età della persona che percepisce il reddito principale nella famiglia	< 40 anni	0	
	da 40 a 50 anni	+10	+10
	> 50 anni	+30	
Ammontare delle riserve finanziarie liquide (patrimonio liquido che può essere utilizzato in qualsiasi momento per il rimborso dell'ipoteca) tenendo conto delle entrate e delle uscite significative (eredità, acquisto di un'auto ecc.)	> 150% del reddito lordo	-20	
	100–150% del reddito lordo	-5	-5
	0–100% del reddito lordo	0	
Tolleranza al rischio			
Disponibilità ad accettare oscillazioni dei tassi	Sì	0	
	Parziale	+20*	
	No	Fino a 100**	
Percentuale ipoteche a tasso fisso (esempio di calcolo)			25

* Se la percentuale delle ipoteche a tasso fisso non è già elevata (ad es. 40 per cento)

** In caso di capacità di rischio superiore si raccomanda una consulenza supplementare

Fonte: UBS

Esempio di calcolo:

In base al calcolo teorico della sostenibilità, il reddito familiare viene intaccato per il 33 per cento, un terzo dei fondi propri deriva dal prelievo anticipato dalla cassa pensioni, la persona che percepisce il reddito principale ha 45 anni e le riserve liquide ammontano al 125 per cento del reddito familiare lordo.

La percentuale consigliata per le ipoteche fisse ammonta quindi a:

**+10 +10 +10 -5
= 25 punti percentuali**

Se la famiglia desidera una minore esposizione alle oscillazioni dei tassi, la percentuale di ipoteche a tasso fisso può essere aumentata ad esempio dai 25 punti percentuali calcolati a 45 punti percentuali.

Le eccezioni generano falsi incentivi

Matthias Holzhey

Cresce la resistenza politica contro la riforma del sistema d'imposizione della proprietà abitativa lanciata nell'estate del 2018. Infatti il progetto di legge incentiva manovre evasive e porta a elevate perdite di gettito. Un cambiamento del sistema potrebbe quindi rimanere solo un sogno.

Le imposte su redditi non monetari come il valore locativo nella maggior parte dei casi si scontrano con un rifiuto. Nella pratica la determinazione precisa del valore locativo spesso non è possibile e la valutazione tempestiva e in linea con il mercato in molti comuni incontra resistenze. Anche la delimitazione tra costi di manutenzione che preservano il valore e che lo aumentano comporta un elevato onere amministrativo. Inoltre la deduzione d'imposta attualmente possibile incentiva un elevato prestito di immobili e favorisce un finanziamento da terzi indiretto di ulteriori valori patrimoniali. Tuttavia, solo dal 1999 sono falliti quattro referendum finalizzati alla riforma dell'imposizione del valore locativo o alla sua totale eliminazione.

L'illusione della soluzione semplice

In linea di principio regna il consenso politico e giuridico che in caso di abolizione dell'imposizione della proprietà abitativa dovrebbero essere anche innalzate le deduzioni fiscali per la manutenzione dell'immobile e gli interessi passivi. Le proposte di riforma che si discostano da questa visione sono sempre fallite.

Ma il problema ha radici più profonde: se si abolisse la deduzione d'imposta, i risanamenti e le ristrutturazioni diverrebbero più costosi. Le prestazioni degli artigiani potrebbero essere effettuate più frequentemente in nero con una conseguente riduzione degli introiti fiscali. Inoltre obiettivi sovraordinati come l'efficienza energetica o la tutela dei monumenti non potrebbero più essere incentivati con la deduzione d'imposta.

Momento costoso per una riforma

Il maggiore ostacolo in relazione a una riforma dell'imposizione della proprietà di abitazione dovrebbe essere l'ammontare della riduzione del gettito. Con gli attuali interessi ipotecari al di sotto dell'1,5 per cento, in caso di abolizione dell'imposizione della proprietà di abitazione verrebbero a mancare da uno a tre miliardi di franchi di introiti fiscali a livello di Confederazione, cantoni e comuni. Solo con interessi ipotecari medi superiori al 3 per cento la riforma risulterebbe per il fisco neutrale in termini di entrate.

In particolare i cantoni montani temono di perdere i loro introiti fiscali derivanti dall'imposizione del valore locativo delle seconde case e insistono su una regolamentazione speciale. Se si mantenesse l'attuale imposizione per le seconde case, anche i costi di manutenzione e per il capitale di credito dovrebbero rimanere detraibili. La conseguenza sarebbe una gestione scorretta.

Complessa eccezione per le seconde case

Per i proprietari di una prima o una seconda casa ci sarebbero opportunità di ottimizzazione fiscale. In caso di un temporaneo spostamento del domicilio principale presso il domicilio di vacanza e contemporanea trasformazione del domicilio principale originario in una seconda casa, il risanamento sarebbe deducibile dalle imposte. Di conseguenza ci si dovrebbero aspettare numerose azioni legali relative all'individuazione del domicilio principale effettivo.

Inoltre i doppi proprietari sarebbero incentivati a trasferire per quanto possibile i debiti ipotecari sul domicilio delle vacanze al fine di poter beneficiare della detrazione fiscale. Per i comuni con molte seconde case il gettito finora derivante dall'imposizione del valore locativo si ridurrebbe anche in caso di regolamentazione speciale per le seconde case.

Altri privilegi fiscali

Anche i proprietari di immobili di reddito avrebbero simili possibilità di ottimizzazione fiscale. Potrebbero trasferire l'ipoteca sull'abitazione primaria sull'immobile di reddito al fine di continuare a beneficiare della detrazione fiscale. L'attuale progetto di legge non distingue tra debiti ipotecari per la proprietà di abitazione a uso proprio e immobili di reddito.

In discussione ci sono anche varianti della riforma in cui gli interessi ipotecari potrebbero continuare a essere computati in relazione ai redditi da patrimonio mobiliare come i dividendi

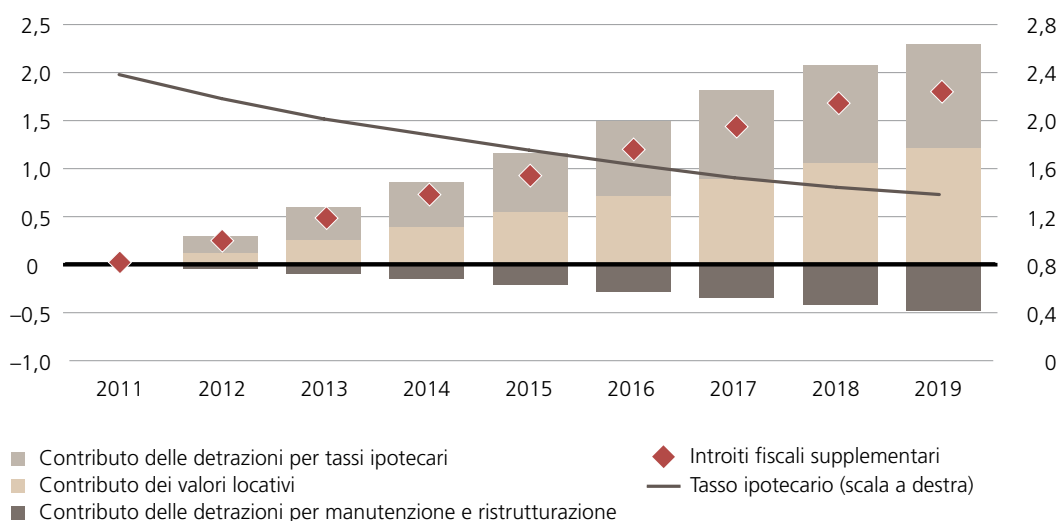
azionari. Ne beneficerebbero i proprietari di abitazioni facoltosi, che in tal modo potrebbero detrarre fiscalmente gli interessi debitori. Anche la molto dibattuta deducibilità degli interessi per i nuovi acquirenti condurrebbe a un'ulteriore disparità di trattamento. Inoltre vale quanto segue: l'onere amministrativo delle autorità di controllo aumenterebbe con il numero delle eccezioni ammesse.

Ogni tentativo di riforma incontra resistenza

L'imposizione del valore locativo nonostante i suoi svantaggi dovrebbe rimanere perché i beneficiari ne dipendono. In fasi di tassi bassi il fisco trae beneficio dagli elevati introiti fiscali. In fasi di tassi elevati le detrazioni degli interessi passivi favoriscono i proprietari. I cantoni montani in generale vorrebbero mantenere lo status quo dal momento che alternative come imposte supplementari sugli immobili sono ancora meno gradite. L'attuale sistema è evidentemente difficile da far cadere.

Introiti fiscali in aumento grazie alla flessione dei tassi ipotecari

Variatione stimata degli introiti fiscali federali, cantonali e comunali derivanti dalla tassazione del valore locativo per componenti, in miliardi di CHF, e tasso ipotecario medio pagato, in percentuale



Fonti: UFAB, UBS

Aumentano le costruzioni intorno ai centri

Maciej Skoczek e Matthias Holzhey

Gli affitti sono diminuiti per il quinto anno consecutivo, cosa che spiega il persistente movimento laterale dei prezzi delle case plurifamiliari. In effetti si delinea un netto spostamento dell'attività edilizia dalla periferia verso i centri. Tuttavia il numero degli appartamenti sfitti dovrebbe continuare a crescere.

I prezzi delle case plurifamiliari nonostante la riduzione dei tassi di sconto sono rimasti bloccati fin dal 2016. Soprattutto le ubicazioni più ambite hanno ancora registrato aumenti dei prezzi, poiché altrove l'aumento degli sfitti ha frenato la disponibilità al pagamento degli investitori. Circa 70 000 appartamenti in affitto, o il 2,8 della consistenza totale, a fine 2019 dovrebbero essere stati sfitti, valore che corrisponde a circa il doppio rispetto a cinque anni prima.

Gli affitti continuano a scendere

L'aumento degli sfitti pesa sulle pigioni offerte. Queste ultime nel corso del 2019 sono diminuite di circa l'1 per cento e si collocano già 5 punti percentuali al di sotto del picco di metà 2015. Per quanto riguarda gli affitti di nuove costruzioni, la correzione dovrebbe essere stata addirittura doppia. Il calo più significativo è stato registrato nelle regioni con un eccesso di offerta di appartamenti in affitto. Solo nelle regioni caratterizzate da scarsità di offerta, ovvero Zurigo, Ginevra, Berna e Basilea, gli affitti offerti sono più alti di cinque anni fa.

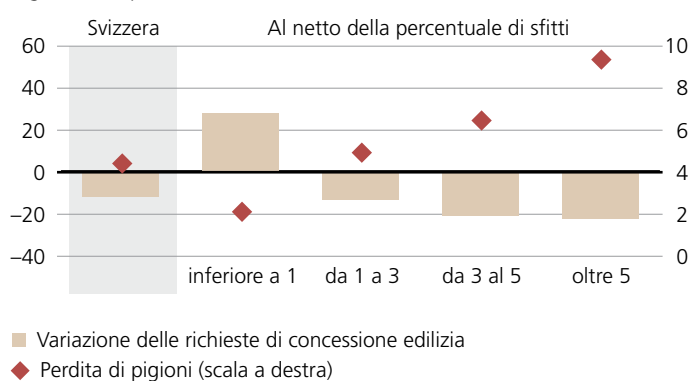
I rapporti locativi in essere sono per il momento riusciti a sottrarsi all'andamento negativo e lo scorso anno dovrebbero essere cresciuti di pari passo con l'inflazione. Ma nell'anno in corso è probabile un calo rettificato per l'inflazione. Inoltre, nel corso dell'anno il tasso di riferimento dovrebbe scendere di un quarto di punto percentuale, cosa che giustificherebbe una riduzione dei canoni di locazione del 2,9 per cento da parte dei locatari (tenendo conto dell'inflazione).

Fino a due mesi di canoni persi

La durata dell'inserzione (numero di giorni fino alla locazione) è aumentata insieme agli sfitti, e lo scorso anno in media è stata di 40 giorni, circa 10 giorni in più rispetto al 2014. Nel portafoglio immobiliare tuttavia una tale durata dell'inserzione tendenzialmente non aumenta gli affitti mancati. Solo a partire da una durata dell'inserzione a livello regionale pari a 60 giorni divengono probabili perdite di affitti. Quindi un appartamento su due lungo l'arco del Giura e almeno un terzo di tutti gli appartamenti in grandi parti dei cantoni Vallese e Ticino, dell'Altopiano e della Svizzera occidentale nel corso dell'anno dovrebbero essere interessati da perdite di pigioni.

Il tasso di sfitti pesa sulla redditività

Variazione del numero di richieste di concessione edilizia nel 2019 rispetto al periodo 2014–2016 (media) e tasso medio annuo di perdita delle pigioni, al netto del numero di abitazioni in locazione sfitte a livello regionale, in percentuale



Fonti: UST, Docu Media, relazioni annuali di diversi fondi ed SA immobiliari e fondazioni d'investimento, UBS



Elbässertor a Basilea | Keystone/Branko de Lang

In queste regioni maggiormente colpite dagli sfitti, in media ogni appartamento non fornisce alcuna entrata per un mese all'anno.¹ Per un appartamento su sei questo valore è persino doppio. Nelle regioni urbane intorno a Zurigo, Zugo e Ginevra al contrario gli appartamenti oggetto di annunci continuano a essere affittati nel giro di pochi giorni. Qui gli affitti mancati si aggirano in media intorno a soli dieci giorni all'anno.

Troppo, ma nel posto giusto

L'eccesso di offerta finora ha ridotto l'interesse degli investitori solo in maniera trascurabile. Lo scorso anno, con circa 44 000 appartamenti, ci sono state il 14 per cento in meno di autorizzazioni rispetto all'anno precedente, di cui circa il 60 per cento per locazioni. Ma in relazione alle richieste di concessione edilizia non si individua una chiara tendenza ribassista. Ne risulta un incremento del patrimonio immobiliare pari a circa l'1 per cento, che anche quest'anno dovrebbe superare nettamente la crescita della popolazione, stimata allo 0,7 per cento, e condurre quindi a un ulteriore aumento degli sfitti.

Tuttavia la costruzione di appartamenti si sposta verso regioni senza sfitti. Nel 2019 vediamo che il maggior numero di richieste edilizie, più dell'1,5 per cento del portafoglio immobiliare, è stato presentato in agglomerati dei centri economici Zurigo, Ginevra e Lucerna. Anche i cantoni Sciaffusa e Friburgo continuano a rimanere nel mirino degli investitori. Al contrario il numero delle richieste edilizie nelle aree con un'elevata percentuale di sfitti, come i cantoni Argovia e Turgovia, nell'Hinterland vodese e nel Vallese meridionale, è diminuito sostanzialmente.

Ciò condurrà probabilmente nel breve termine a un lieve aumento degli sfitti negli agglomerati. Ma sul medio termine l'offerta di appartamenti nei pressi dei centri – se gli affitti non diverranno troppo alti – indebolirà la domanda di appartamenti nella periferia. Gli sfitti in periferia dovrebbero quindi nel complesso tornare a crescere in modo più rapido rispetto ai centri e agli agglomerati.

¹ Sulla base di una valutazione di portafogli immobiliari gestiti in modo professionale di diversi fondi immobiliari svizzeri, società per azioni e fondazioni d'investimento.

Autoregolamentazione con effetto puntuale

Gli interessi ipotecari fortemente diminuiti dalla fine del 2018 hanno fatto aumentare l'appetito per capitale di credito. Solo lo scorso anno il volume delle ipoteche accese per immobili di reddito (da parte dei settori edilizio, immobiliare e finanziario) dovrebbe essere aumentato di oltre il 7 per cento. Il tasso di crescita è quindi raddoppiato rispetto a quattro anni fa. Su invito della Banca Nazionale Svizzera, all'inizio di quest'anno sono state introdotte misure di autoregolamentazione al fine di frenare la dinamica a fronte delle elevate valutazioni: per i nuovi prestiti per immobili di reddito è necessaria una quota di capitale proprio del 25 per cento del valore dell'immobile invece del 10 per cento previsto finora. Inoltre il debito ipotecario deve essere ammortizzato entro dieci anni, e non come finora quindici, sui due terzi del valore di anticipo.

In effetti queste misure riguardano approssimativamente circa la metà di tutte le nuove ipoteche nel segmento degli immobili di reddito, ma gli effetti dovrebbero essere limitati. Nel segmento di prezzo inferiore (tra i 3 e i 10 milioni di franchi), dove troviamo soprattutto investitori privati e commerciali con un elevato grado d'indebitamento, la domanda di case plurifamiliari dovrebbe scendere leggermente, così come la disponibilità di pagamento. Gli investitori istitu-

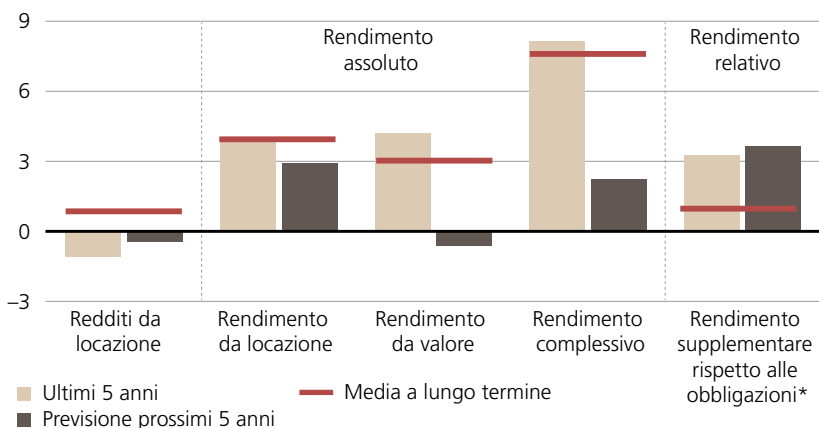
zionali (casse pensioni, assicurazioni, fondi immobiliari ecc.) dovrebbero tuttavia colmare almeno in parte una potenziale lacuna di domanda. Nel segmento di prezzo superiore l'autoregolamentazione probabilmente influenzerà il mercato in misura minore, dal momento che gli investitori istituzionali, qui rappresentati nella maggiore misura, utilizzano solo poco capitale di credito.

Gli investimenti sono ancora interessanti

Nel nostro scenario di riferimento gli affitti offerti nell'anno in corso dovrebbero scendere di circa l'1 per cento, e di conseguenza i prezzi d'acquisto delle case plurifamiliari non dovrebbero aumentare. Non si prevede tuttavia una sensibile correzione dei prezzi in ragione del perdurare dei tassi bassi. Infatti gli sfitti, a fronte di una crescita della popolazione almeno stabile, dovrebbero ridursi al più tardi a partire dal 2022 e quindi arginare la tendenza al ribasso degli affitti. Tuttavia i prezzi delle case plurifamiliari dovrebbero scendere leggermente nei prossimi cinque anni. Di conseguenza il rendimento complessivo (la somma della redditività e del rendimento da valore di capitale) nei prossimi anni sarà determinato dalla redditività e ammonterà al solo 2,5 per cento all'anno. Una perdita (un rendimento complessivo negativo) è tuttavia molto improbabile nel periodo in esame.

Le case plurifamiliari battono le obbligazioni

Andamento dei redditi da locazione e dei rendimenti di immobili residenziali nello scenario di riferimento, all'anno, in percentuale



Per stimare il rendimento delle abitazioni plurifamiliari, bisogna prevedere quale sarà l'andamento dei tassi d'interesse e dei canoni di locazione. Possiamo stimare i tassi sulla base delle attuali aspettative di mercato e dell'andamento storico degli stessi. I redditi da locazione si possono calcolare dall'andamento della domanda (crescita della popolazione) e dagli sfitti.

*Stima con obbligazioni della Confederazione a 15 anni

Fonti: UST, Bloomberg, MSCI, SIX, Wüest Partner, UBS

Rendimenti complessivi di tale entità sono bassi se osservati da un punto di vista storico. Ma rispetto all'inflazione i rendimenti nei periodi 1973–1978 e 1990–1995 erano ancora più bassi. Se facciamo un confronto tra rendimenti attesi di immobili residenziali di reddito e obbligazioni federali svizzere con una durata di 15 anni, il quadro si relativizza: la differenza di rendimento su un periodo di cinque anni, pari al 4 per cento circa, si situa al di sopra della media storica.

A seconda del livello degli sfitti e dell'andamento atteso, le prospettive regionali si differenziano. Nelle regioni degli agglomerati con un numero

di sfitti relativamente basso e stabile, ad esempio intorno a Zurigo o sul lago di Ginevra, anche nello scenario di riferimento si possono prevedere rendimenti complessivi superiori alla media, con il 4 per cento all'anno. In Ticino e da Olten fino a La-Chaux-de-Fonds, dove gli sfitti sono aumentati sensibilmente, gli investitori devono aspettarsi rendimenti al di sotto dell'1,5 per cento. In queste regioni non va inoltre trascurato il rischio di forti correzioni del valore (superiori al 15 per cento nel giro di cinque anni).

La locazione commerciale offre un rendimento supplementare

Al di fuori dei cantoni di montagna e del Ticino, in Svizzera secondo l'osservatorio vallese del turismo sono disponibili circa 16 000 oggetti su piattaforme di prenotazione – quasi dieci volte tanti rispetto a cinque anni fa. Nel cantone Basilea Città l'aumento degli appartamenti locati a scopo turistico corrisponde a circa un terzo della crescita del portafoglio immobiliare degli ultimi cinque anni, nel cantone Ginevra e nella città di Zurigo sono all'incirca il 15 per cento. Il maggiore utilizzo di appartamenti come alberghi camuffati in molte città ha inasprito la scarsità di appartamenti, cosa che ha chiamato la politica all'azione. Ad esempio il cantone Ginevra ha limitato la durata massima della locazione a 90 giorni all'anno e la città di Berna sta attualmente riflettendo sull'applicazione di un divieto nel centro città.

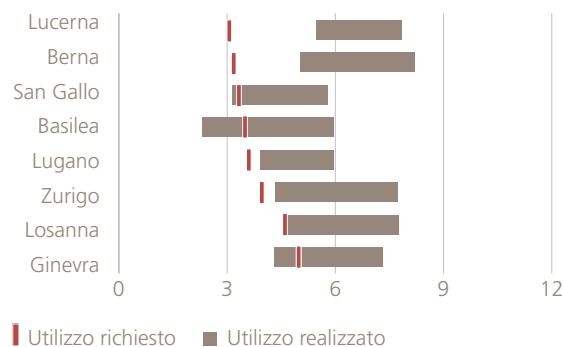
Con un inasprimento delle limitazioni relative alla locazione di breve periodo è fortemente aumentata l'offerta di appartamenti sul mercato tradizionale. Lo spostamento dell'offerta di tutti gli appartamenti nei cantoni Zurigo, Basilea Città e Ginevra dalla locazione breve al «normale» mercato degli immobili in affitto porterebbe a un raddoppiamento della percentuale di sfitti nel settore degli appartamenti in affitto in questi centri e metterebbe sotto pressione i canoni di locazione.

Ma l'attività con la locazione di breve periodo è ancora in crescita, infatti nella media delle grandi città le entrate nette (al netto dei costi) sono tre volte più alte di quelle degli affitti di lunga durata. A Ginevra tale

fattore si attesta a 2,5 in ragione dei massimi affitti a livello nazionale sul mercato tradizionale, a Lucerna è notevolmente più alto e si attesta a 4. Se la locazione di breve periodo vada preferita a quella tradizionale, dipende in ultima analisi dall'occupazione. A Ginevra un appartamento affittato tramite una piattaforma di prenotazione deve essere occupato per più di cinque mesi per rendere meglio di un affitto duraturo. A Lucerna ci vogliono solo tre mesi.

Attività redditizia con locazione a breve termine

Utilizzo richiesto per un guadagno superiore rispetto alla tradizionale locazione a lungo termine (2019/20) e fascia stimata dell'utilizzo realizzato di immobili Airbnb (2017/18), in mesi all'anno



Fonti: Airbnb, AirDNA, UBS

Troppe e troppo care

Katharina Hofer e Matthias Holzhey

Nonostante una buona congiuntura i fatturati delle superfici di vendita nei casi migliori hanno registrato una stagnazione. La domanda di superfici a fronte della rapida crescita del commercio online dovrebbe scendere ulteriormente. Tuttavia la disponibilità di superfici di vendita aumenta e di conseguenza gli affitti e i prezzi d'acquisto saranno oggetto di maggiore pressione.

La tanto desiderata pausa di riflessione sul mercato delle superfici di vendita si fa attendere. I fatturati stagnanti delle vendite al dettaglio hanno impedito lo scorso anno un aumento degli affitti. Il numero delle superfici sfitte si mantiene stabile, come mostrano i dati del conteggio ufficiale delle superfici sfitte per le città di Zurigo e Berna e per i cantoni Ginevra e Vaud. Tuttavia la percentuale di offerta a livello nazionale del solo 2 per cento secondo Wüest Partner è bassa nel confronto internazionale.

Il fatturato aumenta solo online

Negli ultimi cinque anni i fatturati del commercio al dettaglio hanno perso quasi il 3 per cento. La tendenza ribassista non si è fermata neanche davanti ai centri commerciali; i loro fatturati tra il 2017 e il 2018 sono crollati del 2 per cento. L'efficienza delle superfici (misurata sul fatturato per metro quadro) è aumentata leggermente grazie a una riduzione delle superfici, ma si attesta ancora sempre al 12 per cento in meno rispetto al 2010.

Il commercio online invece ha segnato il suo trionfo a scapito del commercio stazionario. Tra il 2013 e il 2018 il fatturato online secondo GfK è aumentato del 50 per cento, solo negli ultimi due anni di circa il 10 per cento rispettivamente. Oggi un franco su dieci speso per il commercio al dettaglio in Svizzera è utilizzato per acquisti online.

Il commercio di generi alimentari come ultimo baluardo

Le maggiori perdite sono state subite da abbigliamento ed elettronica, e le più colpite sono state le aree dedicate allo shopping nei centri città. Solo dal 2010 l'efficienza delle superfici dei centri città si è ridotta di circa un quinto, cosa che va ricondotta a un ampliamento delle superfici notevole a fronte di fatturati stagnanti. Nei centri cittadini il numero delle superfici offerte tramite annunci, almeno lontano dalle «High-streets», è relativamente elevato. Ma finora l'eccesso di offerta non ha avuto alcuna influenza sugli affitti proposti.

Nel commercio dei generi alimentari le attività online hanno finora rappresentato un settore di nicchia, in particolare per i prodotti deperibili. I commercianti di generi alimentari per molti centri commerciali sono importanti anchor stores, poiché la loro regolare clientela di passaggio rende interessante le ubicazioni per altre attività commerciali. Inoltre l'espansione dei grandi discount tedeschi negli ultimi anni ha supportato la domanda di superfici di vendita. Tuttavia la spietata concorrenza tra i dettaglianti aumenterà la loro sensibilità ai costi. I proprietari di superfici a fronte dell'elevata dipendenza da questi anchor stores dovrebbero sempre più spesso, alla scadenza dei contratti, essere costretti a fare concessioni sugli affitti.

La superficie di vendita è morta, lunga vita alla superficie di vendita

A dispetto del commercio online e di tutte le previsioni negative, non è tuttavia imminente alcun collasso della domanda di superfici. In effetti il commercio online sul territorio elvetico dovrebbe crescere ulteriormente; ad esempio in Gran Bretagna, con oltre il 20 per cento del fatturato del commercio al dettaglio, attualmente rappresenta una percentuale doppia rispetto a noi in Svizzera. Infatti il negozio digitale batte il magazzino cittadino con una scelta praticamente infinita, orari di apertura continuati, il vantaggio della consegna a domicilio e soprattutto prezzi inferiori. Inoltre aumenta il numero delle persone affini a Internet per le quali la tecnologia non rappresenta alcun ostacolo.

Ma le superfici stazionarie offrono alla clientela vantaggi che lo shopping online non può replicare. I prodotti possono essere guardati e provati prima dell'acquisto. E non si devono aspettare i tempi di consegna. Inoltre il commercio online non è adatto per i prodotti che richiedono un consumo immediato come la gastronomia o i servizi. Stazioni e aeroporti con la loro ampia offerta gastronomica sono riusciti ad aumentare notevolmente l'efficienza delle superfici e i fatturati rispetto al 2010.

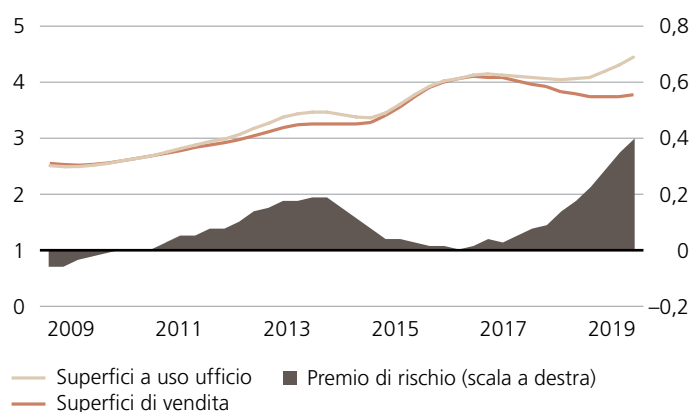
Entrate per superficie in calo

Ciononostante ci aspettiamo ulteriori riduzioni dei rendimenti per unità di superficie. Per una situazione di neutralità rispetto al fatturato, nel commercio stazionario a fronte di una crescita costante del commercio online il fatturato complessivo del commercio al dettaglio dovrebbe aumentare dell'1 per cento all'anno, uno scenario piuttosto improbabile. Nello stesso tempo aumentano le superfici di vendita, poiché molte superfici nascono in edifici a uso misto con uffici e settori residenziali. Anche l'ampliamento delle superfici dei centri commerciali continuerà, se quattro centri di rispettivamente 5000 metri quadri saranno costruiti entro il 2021 nei cantoni Ginevra e Vaud.

Per gli investitori questa situazione non promette bene. Chi acquista superfici di vendita può certo contare su rendimenti iniziali superiori rispetto agli immobili residenziali o per uffici. Tuttavia gli affitti in media sono ancora sempre troppo alti ed è certo che ci sarà un calo. Anche gli sfitti dovrebbero aumentare notevolmente. Gli investimenti sono interessanti in primo luogo se sul medio-lungo termine è possibile un cambio di destinazione d'uso o l'insediamento di fornitori di servizi. Proprio nei centri commerciali in buone ubicazioni un utilizzo parziale per gastronomia, servizi per la salute o locazione di uffici permette rendimenti superiori rispetto all'utilizzo come semplici superfici di vendita. Ma poiché i valori delle superfici di vendita in media dovrebbero scendere ulteriormente, è troppo presto per un ingresso sul mercato.

Gli investitori evitano le superfici di vendita

Disponibilità di pagamento in ubicazioni di pregio per canone di locazione netto di CHF 100 per superfici a uso ufficio e di vendita, media tra Zurigo e Ginevra, in migliaia di CHF; differenza tra i rendimenti di superfici di vendita e a uso ufficio di fascia alta (premio di rischio), in punti percentuali



Fonti: Wüest Partner, UBS

Posizioni centrali sempre più rischiose

Matthias Holzhey e Katharina Hofer

La minore crescita dell'occupazione pone fine a una breve fase di aumento degli affitti e calo degli sfitti. Attualmente sussistono squilibri di mercato solo a livello regionale. Ma i rischi si spostano nei centri.

La solida congiuntura due anni fa ha guidato la crescita dell'occupazione di uffici, e di conseguenza anche gli investimenti in immobili in ubicazioni di seconda classe sono divenuti più interessanti. In ragione dei premi di rischio in calo, i rendimenti complessivi basati sulle valutazioni di immobili per uffici nel 2018 si sono attestati notevolmente al di sopra dei valori dell'anno precedente e anche lo scorso anno dovrebbero essere stati relativamente elevati. Grazie al buon contesto economico la nuova offerta potrebbe essere assorbita rapidamente e nei centri sono addirittura diminuiti in parte gli sfitti. Nelle grandi città della Svizzera tedesca si può già parlare di una fine dell'eccesso di offerta di superfici per uffici.

Fine della fase di recupero

C'è tuttavia il rischio che l'incremento dell'occupazione perda vigore. Nel confronto annuo, fino all'estate dello scorso anno nei settori finanza, informazione e comunicazione, servizi alle imprese e amministrazione pubblica sono stati creati l'1 per cento di nuovi posti, ovvero 12 000, solo la metà rispetto a un anno prima.

Questa dinamica rallentata dovrebbe proseguire nell'anno in corso e gli sfitti dovrebbero tornare a salire leggermente. Poiché il numero delle autorizzazioni edilizie lo scorso anno ha registrato una stagnazione, il portafoglio di superfici per uffici probabilmente crescerà al ritmo degli anni precedenti. Affitti maggiori sarebbero praticabili, come già lo scorso anno, solo in casi eccezionali. A livello nazionale gli affitti dovrebbero persino diminuire.

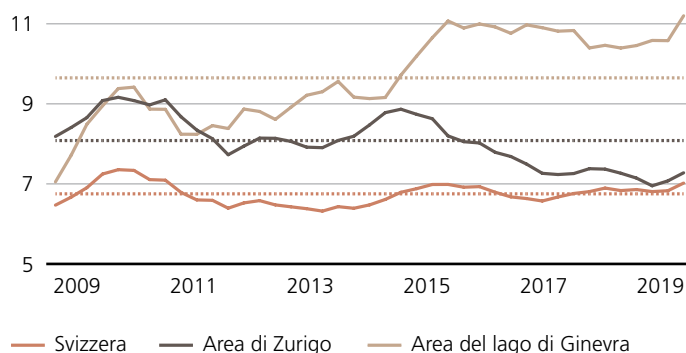
Mercato vicino all'equilibrio

La pressione sull'andamento dei prezzi di mercato nella Svizzera centrale è solo molto moderata, e la percentuale di offerta si mantiene stabilmente intorno alla media degli ultimi quindici anni, pari a circa il 7 per cento. Ciò indica che il mercato globale degli uffici in Svizzera non si trova lontano dall'equilibrio. Le percentuali di offerta regionali, al contrario, sono in parte soggette a forti oscillazioni e si attestano a valori tra il 2 e il 20 per cento.

Tuttavia un valore elevato non significa necessariamente uno squilibrio. Ad esempio in caso di forte crescita dell'occupazione, può essere sostenibile una percentuale di offerta relativamente elevata al fine di soddisfare la domanda supplementare. Inoltre gli sfitti strutturali, cioè

Mercato prossimo all'equilibrio

Quote di offerta e rispettiva media, in percentuale



Fonti: CSL, Wüest Partner, UBS

superfici sfitte non adatte al mercato, non esercitano alcuna influenza sull'andamento dei prezzi di mercato. Le elevate percentuali di offerta nella Glattal e nella Limmattal nell'area di Zurigo o nel cantone Zugo si relativizzano a fronte della dinamicità dell'economia locale. Al contrario, l'offerta relativamente bassa nelle regioni Basilea o San Gallo si rivela quale reazione a una crescita dell'occupazione moderata sul lungo termine.

Il confronto delle percentuali di offerta nel tempo mostra che sono stati soprattutto i centri a trarre beneficio dal boom della domanda degli ultimi anni. Ad esempio, il numero delle superfici per uffici in inserzione nell'ultimo anno è diminuito in tutte le grandi città. Negli agglomerati di Zurigo e Ginevra tuttavia i valori hanno continuato a crescere in modo superiore alla media. Un quadro simile si presenta nella Svizzera centrale, in Ticino e in Argovia.

Il boom del co-working va a vantaggio delle ubicazioni centrali

Lo scorso anno le superfici per uffici in ubicazioni centrali erano il migliore investimento come immobili in periferia. Le ubicazioni cittadine beneficiano sensibilmente di una crescita dell'occupazione spinta dalle piccole aziende, tra cui molte start-up. Le aziende relativamente piccole e nuove non dipendono solo dalla disponibilità di superfici ridotte e flessibili, ma anche da contratti di locazione di breve durata.

Ciò si rispecchia anche nella domanda in rapida crescita di superfici di offerenti di shared-offices. Le cifre disponibili indicano che fino a un terzo delle nuove superfici per uffici sono state affittate in questo mercato parziale. La percentuale di mercato di superfici affittate in modo flessibile misurata sul totale delle superfici per uffici si attesta al di sotto dell'uno per cento, ma la tendenza è in crescita. Se si prendono come riferimento le metropoli straniere, sussiste del potenziale per una quintuplicazione delle superfici attuali. Ciò dovrebbe supportare la domanda di superfici per uffici nei centri, tuttavia va in parte a scapito della locazione di uffici convenzionali.

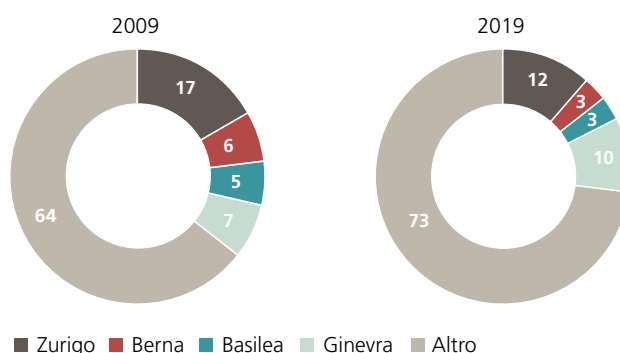
Valutazioni troppo ottimistiche

Questo cambiamento strutturale della domanda ha anche un retro della medaglia. Infatti nel caso delle piccole aziende l'andamento dell'occupazione reagisce più fortemente e più rapidamente alle oscillazioni congiunturali che nel caso delle grandi aziende. Proprio il co-working è molto ciclico, e in una crisi finanziaria si ridurrebbe in modo corrispondente. Si aggiunge il fatto che un sensibile rallentamento economico dovrebbe aumentare nuovamente la pressione sulle aziende per l'ottimizzazione delle superfici e dei costi. Come già negli anni dal 2008 al 2012, lo spostamento della domanda dai centri agli agglomerati, più economici, farebbe scendere il livello dei prezzi degli affitti delle superfici per uffici nelle ubicazioni di punta.

In vista della debolezza congiunturale attesa in questo e nel prossimo anno, il rischio di rettifiche di valore nei centri torna in primo piano. Infatti le superfici per uffici nelle locazioni di punta sono valutate sul mercato come investimenti immobiliari privi di rischio, comparabili con immobili residenziali di reddito. In caso di una recessione – che attualmente non prevediamo – questi dovrebbero subire perdite di valore superiori rispetto agli immobili nella periferia, valutati in modo più conservativo.

Meno superfici a uso ufficio sfitte nelle città

Quota delle città sul totale delle superfici offerte, in percentuale



Fonti: CSL, Wüest Partner, UBS

Una facciata in rovina

Maciej Skoczek

Gli aggi dei fondi immobiliari lo scorso anno sono aumentati sensibilmente. Ma solo una parte di questi supplementi si può giustificare a livello di fondamentali. Anche la sostenibilità delle distribuzioni è messa in dubbio a fronte del più debole contesto di mercato.

Lo scorso anno la crisi degli investimenti e la crescente incertezza sull'economia elvetica e globale hanno sostenuto gli investitori in titoli immobiliari svizzeri. I corsi dei fondi immobiliari sono cresciuti di oltre il 17 per cento e il rendimento complessivo si attesta intorno al 21 per cento, il valore più alto negli ultimi 20 anni. Di conseguenza i rendimenti degli utili distribuiti alla fine dello scorso anno sono 3 per cento e si sono attestati un punto percentuale al di sotto della loro media decennale.

Troppo scontato

Gli aggi (supplementi rispetto ai valori netti di inventario) alla fine dell'anno, nella media dei grandi fondi, hanno sfiorato i nuovi picchi e con ben il 35 per cento si sono attestati di 15 punti percentuali al di sopra del valore di un anno prima. Se l'attuale ammontare degli aggi sia giustificato, dipende principalmente da tre fattori: le latenti imposte di liquidazione (soprattutto l'imposta sugli utili da sostanza immobiliare), il tasso di sconto utilizzato per la valutazione del portafoglio immobiliare e i vantaggi in termini di diversificazione e struttura (ad esempio liquidità) degli investimenti in fondi.

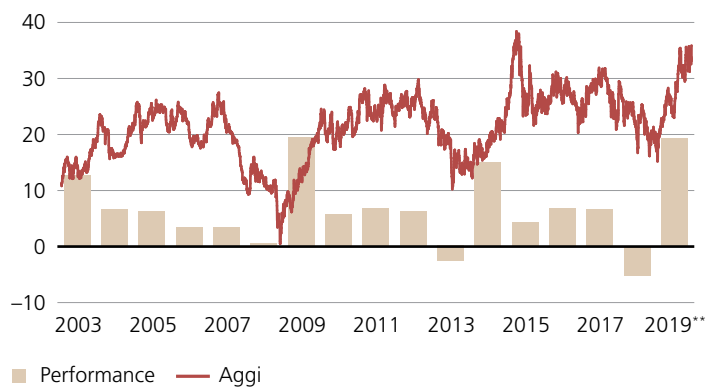
In primo luogo le latenti imposte di liquidazione dovrebbero spiegare circa 10 punti percentuali degli aggi. Le imposte vengono detratte dai valori immobiliari nel calcolo dei valori netti di inventario e sono dovute solo in caso di un'eventuale alienazione. Poiché vengono alienati solo pochi oggetti all'anno, i valori netti di inventario registrati sono troppo bassi. Per questo le più basse aliquote dell'imposta sull'utile nell'ambito della riforma fiscale (RFFA, in vigore dall'ini-

zio di quest'anno) portano alla riduzione delle imposte di liquidazione latenti. Quindi i valori netti di inventario aumentano e gli aggi scendono di circa 3 punti percentuali nella media di mercato.

In secondo luogo i corsi di borsa reagiscono più rapidamente dei valori contabili agli sviluppi sul mercato delle transazioni. Ad esempio, i tassi di sconto negli ultimi anni sono diminuiti molto meno dei costi di finanziamento. I tassi, secondo le aspettative del mercato ancora bassi, nei prossimi trimestri parlano a favore di un ulteriore calo dei tassi di sconto e quindi di un ulteriore

Aggi di nuovo a livelli record

Aggi* (supplementi rispetto ai valori netti di inventario) e performance annue di fondi immobiliari svizzeri (SWIIT Index), in percentuale



*Media dei fondi ponderata per la capitalizzazione di borsa: Interswiss, Schroder ImmoPlus, Siat, Sima, Solvalor 61, Swisscanto, Swissreal

**Situazione al 30 novembre 2019

Fonti: Bloomberg, UBS



Kunstmuseum Basel | Keystone/Gaetan Bally

aumento dei valori d'inventario. Con una riduzione del fattore di sconto di 10 punti base, gli aggi si ridurrebbero di 2-3 punti percentuali. Il lento adeguamento dei tassi di sconto ai costi di finanziamento dovrebbe spiegare in totale dai 10 ai 15 punti percentuali degli aggi. In terzo luogo i sovrapprezzi di circa 5 punti percentuali si possono ricondurre a vantaggi dovuti alla diversificazione e alla struttura degli investimenti in fondi.

Alla fine dei conti nella media di mercato gli aggi dovrebbero essere giustificati per il 25-30 per cento. Quindi l'attuale sovrapprezzo medio del 35 per cento indica una sopravvalutazione.

Distribuzioni incerte

Anche se questa sopravvalutazione si è presentata già alla fine dell'agosto 2019, i corsi non hanno registrato alcuna correzione fino alla fine dell'anno. Infatti gli attuali rendimenti degli utili distribuiti, comparati con i rendimenti nulli e in parte anche negativi sul mercato obbligazionario, sono relativamente interessanti e dovrebbero

rimanere tali con un perdurare degli interessi bassi. Ciò sostiene la domanda di fondi immobiliari. Inoltre l'attuazione della RFFA avrà effetti positivi anche sugli importi da distribuzione dopo le imposte.

Tuttavia la sostenibilità di distribuzioni di entità pari al passato è dubbia sul medio termine. I fondi perdono una quota sempre più significativa dei loro redditi da affitto potenziali, attualmente il 5 per cento all'anno. Per mantenere perlomeno stabile l'entità delle distribuzioni, alcuni fondi pagano importi superiori ai redditi da locazione (rettificati per le riserve per rinnovo). Questa strategia tuttavia funziona solo se i redditi da locazione nel breve tempo potranno essere aumentati tramite misure finalizzate al miglioramento del portafoglio, ad esempio con risanamenti di superfici, aumento dell'indice di sfruttamento o alienazione di immobili meno redditizi. L'acquisto di ulteriori immobili agli attuali prezzi elevati nasconde al contrario il rischio di un annacquamento del rendimento.

L'aumento della percentuale di perdita di pigioni nella media dei maggiori fondi dovrebbe proseguire. Infatti l'attività edilizia troppo elevata rispetto alla crescita della popolazione fa continuare ad aumentare gli sfitti. Inoltre le deboli aspettative congiunturali dovrebbero ridurre la domanda di superfici commerciali. I fondi con una percentuale superiore alla media di immobili nella periferia ne verranno tendenzialmente colpiti in modo più pesante rispetto a quelli che sono investiti prevalentemente in ubicazioni centrali.

Si consiglia prudenza

Il netto aumento dei corsi dei fondi immobiliari svizzeri non è senza rischi. Dopo l'ultimo aumento della valutazione così sostenuto, nel 2015 gli investitori nel giro di cinque mesi hanno dovuto digerire perdite del 10 per cento. Poiché con valutazioni elevate si deve prevedere un lungo periodo di magra, nei prossimi anni è probabile un rendimento dei corsi negativo.

Le cifre dei maggiori fondi immobiliari quotati svizzeri

Fondi con capitalizzazione di borsa di almeno 1 miliardo di CHF al 30 novembre 2019; se non diversamente indicato i dati sono in percentuale

Nome	Regione	Settore	Quota di mercato ¹	Aggio stimato	Rendimento degli utili distribuiti	Tasso di perdita di pigioni ²	Tasso di sconto (nominale) ²	Quota di finanziamento da terzi ²	Rendimento complessivo ¹	
									1 anno	3 anni ³
UBS Sima	Svizzera tedesca	Misto	17,8	40,5	2,5	6,6	3,2	23,0	24,1	11,2
CS Siat	Svizzera tedesca	Misto	6,4	39,7	2,5	4,6	3,6	18,2	18,0	5,8
CS Livingplus	Svizzera tedesca	Residenziale	6,2	39,1	2,3	5,2	3,7	19,4	24,2	6,2
CS Green Property	Svizzera tedesca	Misto	5,7	28,9	2,4	3,6	3,5	17,5	25,2	9,9
UBS Anfos	Svizzera tedesca	Abitazioni	5,3	32,5	2,3	6,7	3,4	16,8	26,4	10,0
UBS Swissreal	Svizzera tedesca	Commerciale	3,6	27,9	3,2	5,3	4,1	23,3	27,6	11,6
CS Interswiss	Diversificato	Commerciale	3,6	15,4	3,7	4,3	3,9	26,7	22,5	8,0
Immofonds	Svizzera tedesca	Residenziale	3,2	49,9	2,6	4,2	3,9	24,2	28,8	8,5
La Fonciere	Svizzera francese	Residenziale	3,2	52,7	2,6	1,4	4,3	18,4	32,2	9,7
Schroder ImmoPLUS	Svizzera tedesca	Commerciale	3,1	31,7	2,6	3,1	4,2	17,7	19,7	6,8
Fonds Immobilier Romand	Svizzera francese	Residenziale	3,1	48,8	1,9	2,3	3,9	10,9	23,4	9,1
Swisscanto IFCA	Diversificato	Residenziale	3,0	30,4	2,3	4,6	3,9	22,6	19,4	5,3
UBS Foncipars	Svizzera francese	Residenziale	2,9	38,1	2,1	3,8	3,5	21,2	31,5	11,7
Ed de Rothschild Swiss	Diversificato	Misto	2,7	28,1	1,7	2,8	3,8	25,2	27,4	7,6
Solvalor 61	Svizzera francese	Residenziale	2,6	48,4	2,3	1,6	4,3	5,8	21,5	8,7
SL REF Swiss Properties	Svizzera tedesca	Misto	2,4	23,1	1,9	3,1	3,0	20,6	-	-
Immo Helvetic	Berna	Residenziale	2,1	28,9	2,8	8,5	4,4	25,4	24,5	3,1

¹ il 30 novembre 2019 ² ultimo valore disponibile ³ annualizzato
Questa tabella è un elenco di riferimento e non una lista di investimenti raccomandati.

Fonti: Bloomberg, imprese, UBS, al 30 novembre 2019

Focus sulle competenze chiave

Stefan R. Meyer e Alexandra Bossert

Le aziende contano sempre più sui propri punti di forza per ottenere progressi operativi. Un migliore utilizzo del portafoglio immobiliare e uno sviluppo accorto dei progetti supportano il mantenimento del valore e una crescita moderata. Garantire la sostenibilità dei dividendi resta centrale.

Le azioni immobiliari svizzere nel 2019, dopo la debolezza dell'anno precedente, sono tornate a registrare un andamento estremamente positivo con solidi incrementi di corso dalla primavera fino alla tarda estate, sovraperformando così il mercato complessivo. A ciò si sono aggiunte, come negli ultimi anni, distribuzioni di tutto rispetto. Swiss Prime Site ha registrato la migliore performance, che è stata sostenuta dall'annuncio delle vendite delle residenze per anziani. Il titolo di Flughafen Zürich al contrario, con un andamento piatto del corso, è stato tra i più deboli titoli immobiliari a causa di una nuova e meno vantaggiosa ordinanza del Consiglio federale sulle tasse aeroportuali.

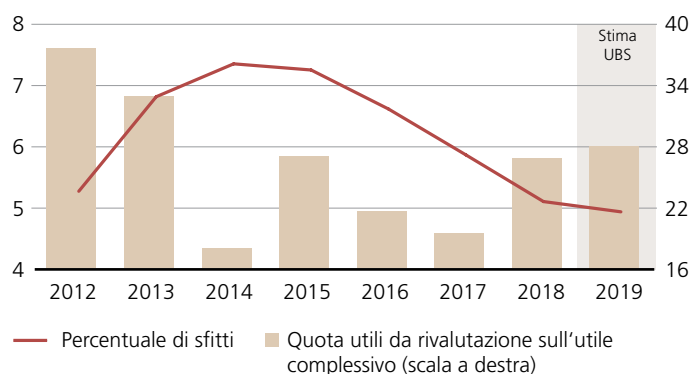
Molto lavoro preliminare per nuovi progetti

Il contesto del mercato immobiliare è divenuto più difficile poiché i tassi sui finanziamenti per il capitale di credito hanno raggiunto il punto minimo e sia l'immigrazione netta sia l'economia hanno perso dinamicità. Ciò limita possibili aumenti dei prezzi. Tuttavia le società anonime immobiliari anche lo scorso anno sono riuscite a ottenere circa un terzo dei loro utili con rivalutazioni, avvicinandosi alla media degli ultimi dodici anni. Ciò è stato possibile grazie a un maggiore focus sulla scelta di una posizione ottimale per i nuovi progetti ed elevate prenotazioni di locazione prima dell'inizio dei lavori di costruzione, cosa che riduce il rischio di sfitti e perdite di pigioni. Inoltre evitando gli sfitti si contrasta la pressione sui prezzi degli immobili vicini. Nonostante tutte le società immobiliari analizzate in parte abbiano vasti piani di progetto per i prossimi anni, la quota di utile derivante da rivalutazioni sul medio termine dovrebbe diminuire.

Le società anonime immobiliari attualmente continuano a sfruttare la solida domanda di immobili di reddito per la vendita selettiva di oggetti realizzando utili di capitale. Anche a livello operativo la loro situazione è ottima, come mostra la percentuale media di sfitti che per le nove aziende analizzate è scesa da oltre il 7 per cento nel 2014 al 5 per cento nel 2018 e probabilmente è ulteriormente diminuita lo scorso anno. PSP Swiss Property ha migliorato significativamente lo sfruttamento delle capacità riuscendo a ridurre gli sfitti dall'8 per cento del 2017 a circa il 4 per cento nel 2019. Complessivamente tuttavia questo processo è ora il fase di rallentamento e di conseguenza quest'anno la percentuale di sfitti dovrebbe rimanere stabile.

Percentuale di sfitti in calo e utili da rivalutazione robusti

Media delle società oggetto dell'analisi, in percentuale



Fonti: Relazioni aziendali di Allreal, Flughafen Zürich, HIAG, Intershop, Mobimo, PSP SPS e Zug Estates; UBS, al 6 novembre 2019

Costi di finanziamento e tassi di rendimento azionario più bassi

I costi medi degli interessi sul capitale di credito sono stati ridotti dal 2 percento del 2015 all'1,4 percento nel 2018 e persino a meno dell'1,3 percento nel 2019. Le società che presentano i costi di finanziamento più bassi, con una media inferiore all'uno percento, sono PSP Swiss Property, HIAG e Investis. PSP Swiss Property, Allreal, Mobimo e Intershop hanno registrato la più sensibile contrazione dei costi di finanziamento. Mentre le riduzioni sono state ottenute anche grazie a durate residue più brevi, lo scorso anno queste dovrebbero essersi stabilizzate a circa quattro anni e mezzo. Sussiste solo più un modesto potenziale di riduzione in relazione ai costi di finanziamento con capitale

di terzi, tra le altre cose perché la quota media di capitale proprio è scesa dal 52 percento nel 2016 al 48 percento a metà dello scorso anno. I bilanci delle società anonime immobiliari rimangono quindi solidi. I migliori, con una quota di capitale proprio di oltre il 50 percento, sono quelli di PSP Swiss Property, Flughafen Zürich e Zug Estates.

Anche il tasso di rendimento azionario medio è costantemente sceso e si attesta oggi appena al di sopra del 3 percento, da quasi il 5 percento del 2009. Il rapporto medio dividendo/utile rimane intorno all'80 percento, ma le valutazioni delle azioni sono aumentate. Attualmente, in parte gli investitori pagano oggi molto elevati rispetto al valore netto di inventario.

Le cifre delle maggiori azioni immobiliari quotate svizzere

Se non diversamente indicato, tutti i dati si intendono in percentuale

	SPS	PSP Flughafen Zürich	Allreal	Mobimo	Zug Estates	Intershop	Investis	HIAG	
Capitalizzazione di borsa¹	7785	5931	5333	3071	1839	1369	1024	975	869
Percentuale di sfitti									
2017	5,2	8,2	1,5	2,6	4,9	1,5	11,0	3,5	14,3
2018	4,8	5,0	1,2	2,0	2,9	2,9	9,8	2,9	14,4
2019 ²	<5	~4	1,2 ³	~2	4,3 ³	2,3 ³	~9	2,1 ³	14,3 ³
Crescita dei dividendi									
2013–2018	1,1	1,5	28,1	3,4	1,0	11,2	1,9	–	–
2018–2021 ⁴	0,4	2,1	–8,7	3,7	0,7	10,2	0,0	3,4	–2,6
Quota di ripartizione									
Politica dei dividendi ²	≥CHF 3,8	>70	35–45 ⁶	~100 ⁷	≥CHF 10	≤66	≥CHF 22	≥CHF 2,35 ⁹	4 ⁸
2018	109	91	89	89	70	46	41	84	144
2019 ⁴	84	79	72	87	124	52	73	87	0
Media 2013–2018	98	89	66	83	79	41	67	–	113 ⁵
Tasso di rendimento azionario									
2020 ⁴	3,7	2,8	4,0	3,5	3,6	1,5	4,1	3,1	0,0
2021 ⁴	3,7	2,8	3,0	3,6	3,6	1,6	4,1	3,3	3,2
Quota di capitale proprio³	44	53	54	47	44	52	49	46	43

¹ in milioni di CHF al 6 novembre 2019 ² aspettative dell'azienda ³ al 1° semestre 2019 ⁴ stima del consenso al 6 novembre 2019 ⁵ 2014–2018
⁶ più dividendi straordinari ⁷ dell'utile esclusa impresa generale ⁸ in percentuale del valore netto di inventario ⁹ "distribuzione costante e interessante"
 Questa tabella è un elenco di riferimento e non una lista di investimenti raccomandati.

Fonti: Imprese, UBS, al 6 novembre 2019

Concentrazione sull'attività principale

Molte aziende alla ricerca di potenziale di ottimizzazione e nuove opportunità hanno optato per riprendersi parti della catena di creazione del valore che avevano delocalizzato; si tratta ad esempio di manutenzione tecnica degli edifici, lavori di cura e manutenzione delle case e servizi per terzi. Ma sono state sperimentate anche nuove strade al di fuori dei settori chiave dello sviluppo, della gestione e dell'amministrazione immobiliari; con più o meno successo. Swiss Prime Site è diventata leader di mercato con le sue residenze per anziani. Tramite la vendita della parte operativa di questa attività si punta a rafforzare il bilancio e in particolare finanziare i numerosi progetti. Ma le attività al di fuori del core business possono esporre a livelli di rischio superiori alla media. HIAG, ad esempio, è stata

costretta a rinunciare in gran parte alla sua attività di costruzione con infrastruttura per soluzioni digitali.

Prediligere i titoli che pagano dividendi più sostanziosi

In ragione del difficile contesto di mercato e dell'aumento delle valutazioni azionarie il potenziale dei corsi è limitato ed è necessario procedere selettivamente. I rendimenti degli utili distribuiti sono più modesti, ma rimangono comunque interessanti e duraturi. Vanno preferite le società con un solido andamento operativo, progetti di sviluppo accuratamente pianificati e valutazioni azionarie ragionevoli, che sono quindi in grado di mantenere o persino aumentare il loro valore d'inventario per azione – e di conseguenza anche i loro dividendi.

Obbligazioni immobiliari: preferiti i titoli difensivi

Negli ultimi anni le maggiori società immobiliari hanno finanziato sempre più frequentemente sul mercato obbligazionario progetti propri e l'ampliamento del loro portafoglio. Alla fine del 2019 sulla borsa svizzera erano quotate obbligazioni di società immobiliari svizzere per un valore nominale di ben 7 miliardi di franchi, ovvero circa il 2 per cento del segmento nazionale.

Il rendimento complessivo del settore aziendale nell'ambito dello SBI Swiss Bond Index (SBI Corporate Domestic) lo scorso anno si è attestato al 3,2 per cento, dopo un nulla di fatto l'anno precedente. Considerate le deboli prospettive economiche, le aziende a orientamento difensivo con indici finanziari conservativi dovrebbero essere ben posizionate. Le obbligazioni immobiliari scambiano con un leggero sconto rispetto alle obbligazioni societarie con rating compara-

bile, questo in ragione di una più piccola base di investitori, dal momento che gli investitori istituzionali preferiscono gli investimenti immobiliari diretti.

Un importante indice rilevante per la solvibilità è il Loan-to-Value (indebitamento netto in rapporto al valore del portafoglio immobiliare), che per un rating Investment Grade dovrebbe nel medio termine attestarsi al di sotto del 50 per cento. Tra le aziende da noi esaminate, PSP Swiss Property è quella che presenta il minore indebitamento, con il 35,7 per cento alla fine di giugno 2019. Anche Swiss Prime Site, Mobimo e Allreal presentano valori al di sotto del 50 per cento. Un altro elemento da tenere presente è la postergazione strutturale. Anche qui spicca PSP poiché non presenta alcun impegno finanziario garantito da pegni immobiliari.

Fase di correzione in corso

Matthias Holzhey, Maciej Skoczek e Katharina Hofer

In tutte le grandi città dell'Eurozona esaminate il rischio di bolla è aumentato in ragione dei tassi d'interesse bassi. A livello globale tuttavia i prezzi hanno registrato in media una stagnazione per la prima volta dal 2012. Lo sganciamento dei prezzi delle abitazioni di proprietà dai redditi locali offusca le prospettive.

Il rischio maggiore di una bolla immobiliare si registra attualmente a Monaco, seguita da Toronto, Hong Kong e Amsterdam. Francoforte e Parigi sono le ultime arrivate tra le città a rischio di bolla. A Londra al contrario il rischio di bolla è diminuito in seguito a ulteriori correzioni di prezzo e ora la città rientra solo nella categoria delle città sopravvalutate. Valutazioni sostanzialmente inferiori registrano Vancouver, San Francisco, Stoccolma e Sydney. Anche a New York e Los Angeles il rischio di bolla si è ridotto, mentre rimane sostanzialmente invariato a Singapore.

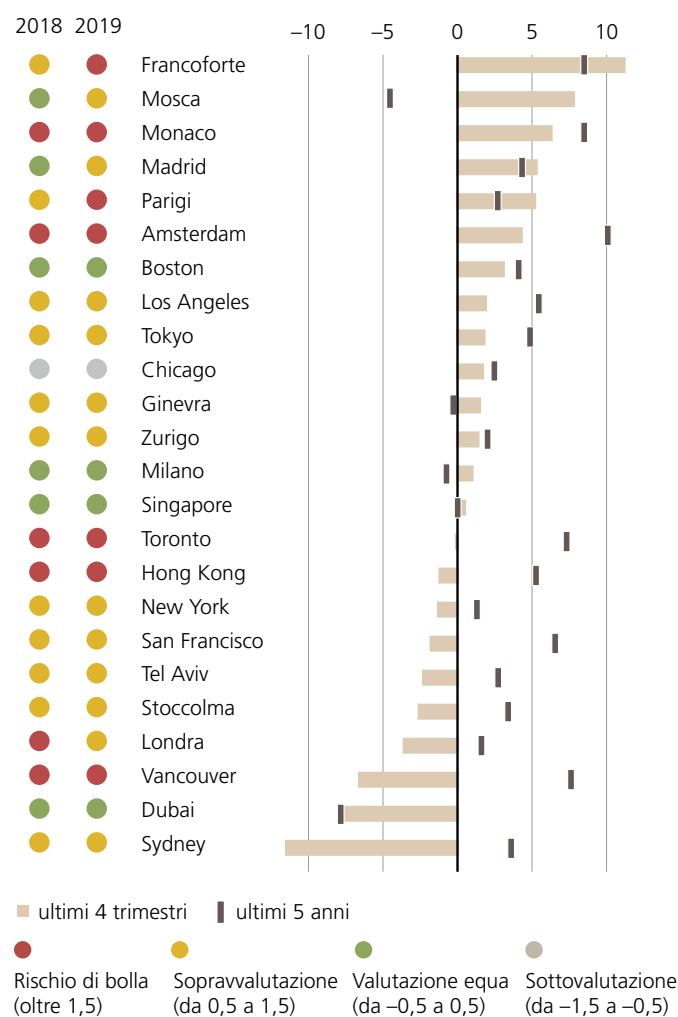
Regolamentazione e debolezza congiunturale frenano la crescita dei prezzi

Negli ultimi quattro trimestri, in media nelle città analizzate i prezzi rettificati per l'inflazione sono rimasti praticamente invariati. Solo nelle città dell'Eurozona e a Mosca e Boston si è registrato un sensibile apprezzamento della proprietà di abitazione. Fatta eccezione per Francoforte, non si sono più registrati i tassi di incremento dei prezzi a due cifre che negli anni precedenti non erano una rarità. Sydney, Dubai e Vancouver hanno invece subito forti correzioni superiori al 5 percento nel confronto annuale. Da un lato le misure regolamentari recentemente introdotte in molte ubicazioni hanno arrestato i rincari delle abitazioni di proprietà nei centri. E dall'altro lato il raffreddamento della congiuntura mondiale ha indebolito la domanda.

La tendenza negativa dei prezzi delle abitazioni di proprietà dovrebbe proseguire nonostante il calo dei tassi a livello globale. Già da alcuni anni l'ammontare degli interessi ipotecari in molte città non rappresenta più un ostacolo all'acquisto di un'abitazione di proprietà. Piuttosto molte famiglie non riescono a soddisfare i criteri di finanziamento delle

Fine del boom

Tassi di variazione dei prezzi rettificati per l'inflazione, annualizzati in percentuale



Fonte: UBS



Port House ad Anversa | Keystone/Branko de Lang

banche, in particolare in relazione ai fondi propri richiesti. Anche i pagamenti degli ammortamenti pesano sul budget delle famiglie più degli interessi ipotecari. Inoltre l'incertezza economica in un contesto recessivo più che compensa il contributo positivo della diminuzione dei tassi alla crescita della domanda.

Il tempo ha ricompensato gli investitori

Chi negli ultimi 40 anni, anche al culmine di una bolla dei prezzi locale, ha acquistato una proprietà di abitazione, nella maggior parte dei centri ha ottenuto sul lungo termine utili di capitale. I motivi sono sostanzialmente tre. Primo, la ripresa economica, sostenuta dalla tecnologia, di molti grandi centri ha fatto esplodere la domanda di abitazioni. Secondo, l'aumento delle famiglie facoltose a livello nazionale e globale ha generato un costante eccesso di domanda per le ubicazioni migliori. E terzo, i valori immobiliari hanno tratto beneficio da un calo degli interessi reali a partire dalla metà degli anni Novanta. E là dove la forte domanda non ha scatenato un boom edilizio locale, ad esempio a causa di specifiche limitazioni, i prezzi dei terreni e gli affitti sono schizzati alle stelle.

In mancanza di questi fattori tuttavia i prezzi delle abitazioni di proprietà nel migliore dei casi sono rimasti invariati per l'intero ciclo dei prezzi. Ad esempio i prezzi reali a Chicago o Milano, a

fronte di un debole sviluppo economico, sono fermi allo stesso livello di 20 anni fa. Anche se Dubai registra il maggiore aumento della popolazione di tutte le città prese in esame dallo studio, la continua crescita dell'offerta attualmente tiene i prezzi fermi a un livello appena superiore a quello del 2000.

Un appartamento in città non è garanzia di utili di capitale

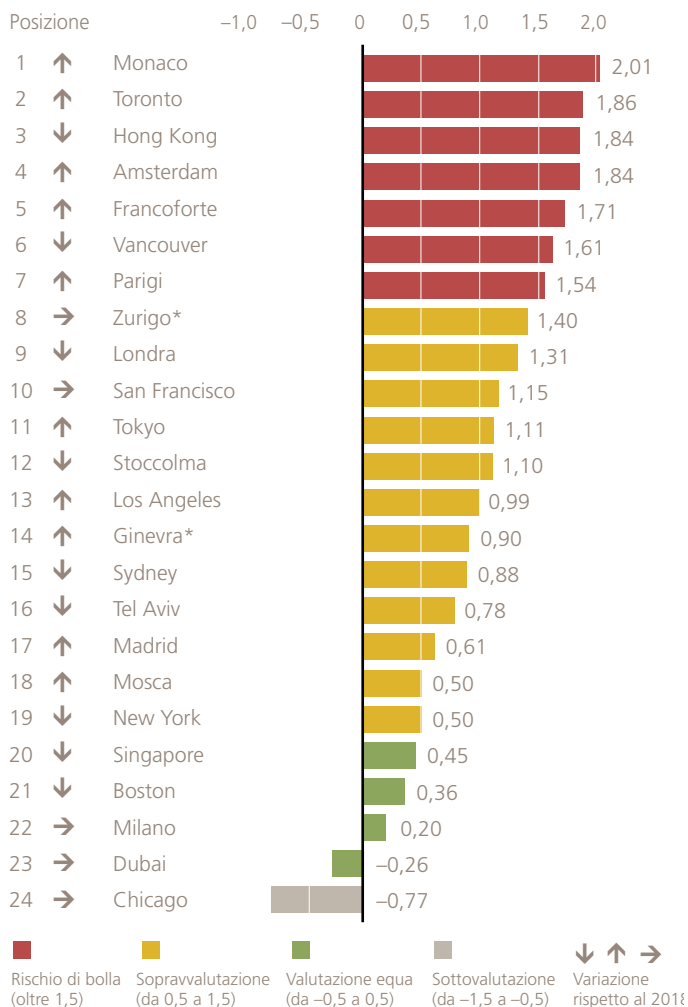
La generale tendenza all'urbanizzazione come anche l'aumento della domanda per le migliori ubicazioni non sono quindi una garanzia di utili di capitale. Inoltre anche lo sganciamento dei prezzi delle abitazioni di proprietà dai redditi locali offusca le prospettive. La mancanza di sostenibilità finanziaria peggiora l'attrattiva a lungo termine di molte città e favorisce lo spostamento di posti di lavoro nei quartieri più periferici. Inoltre aumenta la probabilità di interventi politici nel mercato delle abitazioni, con conseguenze negative per gli investitori.

Chi acquista un appartamento in città con le attuali valutazioni elevate, deve avere un lungo periodo di magra. L'evidenza storica suggerisce che sul lungo termine potrà contare come minimo sul mantenimento del capitale, rettificato per l'inflazione. In ultima analisi tuttavia è l'andamento economico di una regione il fattore decisivo per un incremento di valore.

UBS Global Real Estate Bubble Index

Le bolle dei prezzi sono un fenomeno ricorrente sui mercati immobiliari. Il termine «bolla» descrive la consistente e perdurante errata valutazione di un valore patrimoniale, la cui sussistenza può essere dimostrata solo dopo il suo scoppio. Dai dati storici possono tuttavia evincersi modelli ricorrenti di eccessi del mercato immobiliare. Tra i tipici segnali vi sono lo sganciamento dei prezzi dai redditi e dagli affitti locali e i disequilibri nell'economia reale, come eccessive concessioni di prestiti e attività edilizia. L'*UBS Global Real Estate Bubble Index* misura il rischio di bolla immobiliare in base all'emergere di un simile modello.

Livelli dell'indice per i mercati della proprietà d'abitazione di città globali selezionate



*Indice corretto a seguito della modifica della fonte di dati

Fonte: UBS

Nessun chiaro vincitore

Thomas Veraguth e Nena Winkler

Attualmente non si prevede una forte correzione del valore sui mercati immobiliari globali. Gli immobili residenziali, della logistica e industriali offrono flussi di reddito stabili grazie alla resilienza della domanda. Tuttavia nell'attuale fase finale del ciclo le opportunità di investimento sono limitate.

L'elevata liquidità del mercato e i tassi bassi a livello globale hanno fatto crescere i prezzi degli immobili core – oggetti di prim'ordine in ottime posizioni con redditi da locazione sicuri. Di conseguenza il rendimento da valore di capitale negli ultimi cinque anni ha contribuito al rendimento complessivo per circa due terzi, il doppio rispetto alla media di lungo periodo. In ragione dei prezzi elevati, i rendimenti iniziali sono crollati a minimi record in quasi tutti i segmenti. Attualmente in generale non prevediamo alcuna sensibile correzione del valore, ma eventualmente una graduale erosione dello stesso in ragione del delinarsi di un eccesso di offerta.

Posizionamento difensivo

Attualmente gli investitori immobiliari professionali scelgono sempre più spesso la qualità a scapito di rendimenti superiori. Solo strategie di gestione attive con un elevato utilizzo di capitali di terzi come immobili value-added (nuovo orientamento di immobili e riduzione degli sfritti, rischio elevato) e investimenti opportunistici (riposizionamento degli immobili che necessitano di rinnovo, rischio molto elevato) possono ancora generare valori di capitale nell'attuale contesto. Ad esempio, gli investitori nel Private Real Estate cercano di sfruttare le differenze di valutazione tra singoli immobili con potenziale di ricollocamento e i prezzi di mercato. O anche acquistano stabili da ristrutturare con spazi vuoti e rischi operativi conseguentemente elevati per poi procedere a un ammodernamento che ne incrementa il valore.

Settori immobiliari globali

Gli immobili per uffici in posizioni centrali e con superfici moderne in tutte le grandi città sono

ricercati soprattutto da acquirenti istituzionali. Un aumento della domanda di superfici per il co-working e modelli di ufficio flessibili ha rianimato il mercato, ma rimangono un settore di nicchia con una quota di mercato di appena il 5 per cento. Secondo CBRE la percentuale di sfritti nelle metropoli europee si è più che dimezzata, passando dall'11 per cento circa a fine 2010 al 5 per cento alla fine del 2019. L'ampliamento della nuova offerta è moderato nella maggior parte delle città e per questo i rendimenti di fascia alta per immobili di elevata qualità hanno, con il 3 per cento, raggiunto minimi storici. Gli investitori con un'elevata quota di finanziamento con capitale di terzi tendenzialmente rivolgono il proprio interesse verso ubicazioni B o C e investono in ristrutturazioni o nuove costruzioni. Tuttavia il rallentamento dell'economia mondiale rappresenta un rischio per questo settore ciclico.

Le *superfici di vendita* rimangono sotto pressione a causa del diverso comportamento dei consumatori e della crescita del commercio online. Aumenta il divario tra le superfici moderne e quelle antiche. La rivoluzione nel commercio al dettaglio si è manifestata in modo evidente in mercati con una elevata quota di commercio online come Gran Bretagna e in mercati con molte superfici per la vendita al dettaglio come gli USA. I valori di capitale degli immobili per il commercio al dettaglio sono già oggetto di correzione e i rendimenti iniziali aumentano. In base all'indice MSCI, alla fine dello scorso anno i valori di capitale, rispetto ai picchi storici, sono crollati del 17 per cento in Gran Bretagna a dicembre 2015 e del 5 per cento negli USA a giugno 2017. Sono probabili ulteriori perdite di valore.

Berlino tra mercato e politica

Nena Winkler e Thomas Veraguth

In molte grandi città l'aumento dei costi abitativi porta a limitazioni statali alla libera definizione dei canoni di locazione. Tuttavia la Berliner Mietendeckel che entrerà in vigore a breve mette in ombra le regolamentazioni finora messe in atto. Anche se non contribuirà comunque all'aumento dello spazio abitativo «sostenibile».

La continua urbanizzazione e il crescente numero di famiglie piccole aumentano la domanda di spazi abitativi in molte città. Nello stesso tempo progetti sempre più complessi e maggiori costi edilizi rendono più difficili le nuove costruzioni che potrebbero far fronte alla crescita della domanda. Il perdurante eccesso di domanda fa aumentare gli affitti e i prezzi di acquisto. I costi di finanziamento bassi e in ulteriore calo, così come l'impegno di investitori esteri, alimentano ulteriormente i prezzi. Di conseguenza i decisori politici si trovano sempre più sotto pressione nel tentare di arginare questo andamento.

Imparare dalle esperienze degli altri

La limitazione della libera determinazione dei canoni di locazione è molto apprezzata come soluzione a questi problemi, tuttavia ha conseguenze indesiderate. Ad esempio a San Francisco alla fine degli anni Settanta è stato limitato l'aumento degli affitti e in seguito a questa misura è cresciuto il numero delle abitazioni in locazione trasformate in abitazioni di proprietà, cosa che a sua volta ha fatto crollare l'offerta di abitazioni in locazione del 15 per cento e ha peggiorato ulteriormente l'emergenza abitativa. Al contrario le nuove costruzioni, non interessate dalla regolamentazione, hanno attirato maggiormente le famiglie con redditi elevati e il livello degli affitti a San Francisco è quindi aumentato.

A Ginevra dalla fine degli anni Settanta, in conseguenza di interventi statali sul mercato e del controllo degli affitti, sono diminuiti gli investimenti nel portafoglio immobiliare dal momento che non era più possibile, o lo era solo in parte,

compensare con canoni di locazione superiori le attività di manutenzione e ammodernamento. Ecco che quindi lo stato delle abitazioni in locazione è lentamente peggiorato.

Dalla padella alla brace

A Berlino sta attualmente nascendo una regolamentazione ancora più rigida. Dopo che nel giro di dieci anni gli affitti sono più che raddoppiati, mentre il reddito lordo medio nello stesso periodo è cresciuto di solo un terzo, la politica ha reagito con una nuova proposta di legge, il cosiddetto «Mietendeckel». Questa proposta prevede il congelamento dei canoni di locazione ai livelli dell'estate 2019 per cinque anni e fissa inoltre un tetto massimo per gli affitti

Le principali misure del Berliner Mietendeckel

- ▶ Blocco degli affitti per cinque anni al livello del 18 giugno 2019
- ▶ Tetto massimo per gli affitti dipendente dall'età dell'edificio e dalle dotazioni dell'appartamento
- ▶ Riduzione degli affitti che superano di oltre il 20 per cento i livelli definiti
- ▶ Possibile trasferimento dei costi di modernizzazione ai locatari per un ammontare di 1 euro al metro quadrato
- ▶ Multe fino a 500 000 euro in caso di violazioni della legge
- ▶ Sono esclusi gli appartamenti dell'edilizia residenziale pubblica e le nuove costruzioni (abitabili dal 1° gennaio 2014)

Il blocco degli affitti dovrebbe portare a una crescente scarsità di offerta nella città. Infatti, da un lato con condizioni di mercato meno interessanti vengono a mancare gli stimoli a costruire abitazioni per la locazione. E dall'altro lato i costi abitativi reali a fronte di un'inflazione positiva e di una crescita dei redditi si riducono, cosa che dovrebbe alimentare ulteriormente la domanda di spazi abitativi in città. Questa situazione, combinata con la costante tendenza all'urbanizzazione, farà aumentare il già elevato eccesso di domanda. Per i locatari sarà sempre più conveniente vivere nella propria abitazione e di conseguenza coloro che sono alla ricerca di una casa si dovranno confrontare con un mercato arido di offerta. Ciò metterà in difficoltà soprattutto le persone meno abbienti che sono alla ricerca di un'abitazione. Inoltre la complessità del Berliner Mietendeckel comporterà elevate spese amministrative che peseranno sui contribuenti.

Il tetto massimo fissato per gli affitti potrà trasformarsi in un ostacolo agli investimenti

Già alla fine dello scorso anno questa legge ha fatto sentire i primi effetti. Tra gli investitori si è diffuso un certo livello di incertezza in merito alla concreta configurazione delle misure e di conseguenza le transazioni immobiliari si sono praticamente azzerate. Tale situazione probabilmente perdurerà nel tempo. Anche se attualmente le nuove costruzioni non sono soggette al Mietendeckel, tra gli investitori potrebbero sorgere dubbi sulla futura redditività dei loro investimenti e potrebbe aumentare il timore di ulteriori interventi statali.

Le conseguenze del Berliner Mietendeckel potrebbero inoltre superare i confini cittadini. In particolare lungo i principali assi di comunicazione, l'attività edilizia probabilmente si svilupperà lontano da Berlino. Si tratterà tuttavia di un processo lungo diversi anni dal momento che il settore edilizio lavora ai limiti di capacità.

Pianificazione urbana invece di limitazioni

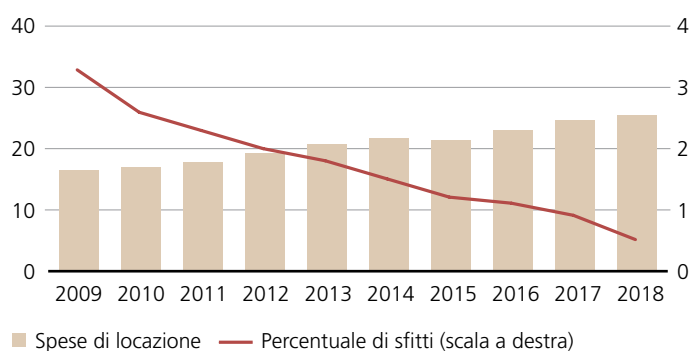
Negli ultimi anni a Berlino gli affitti sono cresciuti più che in altre grandi città tedesche. Tuttavia le spese di locazione medie a Berlino rappresentano il 25 per cento del reddito e sono quindi relativamente basse rispetto ad altre grandi città tedesche – nella costosissima Monaco l'affitto si mangia circa un terzo del reddito. Quindi l'au-

mento degli affitti a Berlino sul mercato libero avrebbe ancora margini di crescita, ma l'andamento dei redditi pone dei limiti.

Alla fine, i tetti massimi per gli affitti vanno semplicemente a combattere i sintomi del problema ma non rappresentano una soluzione sostenibile. Se l'obiettivo è la disponibilità di un maggior numero di spazi abitativi economicamente «sostenibili», sarà necessario affrontare il problema alla radice. La vera risposta all'emergenza abitativa può solo venire dall'aumento delle nuove costruzioni e dalla densificazione delle città combinate con procedure più rapide per le concessioni edilizie. E la pianificazione urbana dovrà coinvolgere anche le aree circostanti.

Margine di crescita dei canoni di locazione

Spese di locazione sul reddito lordo e quota di sfitti per immobili residenziali a Berlino, in percentuale



Fonti: JLL, Statista, Statistik Brandenburg, UBS

Le opinioni d'investimento di UBS Chief Investment Office («CIO») sono elaborate e pubblicate dalla divisione Global Wealth Management di UBS Switzerland AG (disciplinata dalla FINMA in Svizzera) o da una sua affiliata («UBS»). Le opinioni d'investimento sono state formulate in conformità delle norme di legge volte a promuovere **una ricerca d'investimento indipendente**.

Ricerca d'investimento generica – Informazioni sui rischi:

Questa pubblicazione viene distribuita **solo a fini informativi** e non rappresenta un'offerta né una sollecitazione di offerta diretta per l'acquisto o la vendita di prodotti d'investimento o di altri prodotti specifici. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione non costituisce una raccomandazione personale né tiene conto degli obiettivi d'investimento, delle strategie d'investimento, della situazione finanziaria o delle esigenze particolari di un determinato destinatario. Si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. Alcuni prodotti e servizi sono soggetti a restrizioni legali e non possono essere offerti in tutto il mondo in modo incondizionato e/o potrebbero non essere idonei alla vendita a tutti gli investitori. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili e in buona fede; tuttavia, si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per l'eventuale mancanza di correttezza o completezza (a eccezione della divulgazione di informazioni relative a UBS). Tutte le informazioni e le opinioni così come le previsioni, le stime e i prezzi di mercato indicati si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggetti a cambiamenti senza preavviso. Le opinioni qui espresse possono discostarsi o essere contrarie alle opinioni espresse da altri dipartimenti o divisioni di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi.

Il presente documento e le informazioni ivi contenute (tra cui previsioni, valori, indici o altri importi calcolati («Valori»)) non possono in alcun caso essere utilizzati per i seguenti scopi: (i) a fini di valutazione o di contabilità; (ii) per stabilire gli importi dovuti o da versare, il prezzo o il valore di uno strumento finanziario o di un contratto finanziario; o (iii) per misurare la performance di uno strumento finanziario, anche, tra l'altro, con l'obiettivo di monitorare il rendimento o la performance di un Valore o di definire l'asset allocation di un portafoglio oppure di calcolare le commissioni di performance. Ricevendo il presente documento e le informazioni ivi contenute si ritiene che dichiarate e assicurate a UBS che non userete questo documento e che non farete diversamente affidamento sulle informazioni ivi contenute per gli scopi di cui sopra. UBS e ogni suo dirigente o dipendente possono in ogni momento essere autorizzati a detenere posizioni lunghe o corte in strumenti d'investimento menzionati in questa pubblicazione, effettuare operazioni che coinvolgono tali strumenti d'investimento in conto proprio o in conto terzi o fornire qualsiasi altro servizio o avere funzionari che operano in qualità di dirigenti nei confronti dell'emittente, dello strumento d'investimento stesso o di una società commercialmente o finanziariamente collegata a tali emittenti. In ogni momento, le decisioni d'investimento (compresa la scelta di acquistare, vendere o detenere titoli) prese da UBS e dai suoi dipendenti possono differire o essere contrarie alle opinioni espresse nelle pubblicazioni di ricerca di UBS. Alcuni investimenti possono non essere immediatamente realizzabili, dal momento che lo specifico mercato può essere illiquido, e di conseguenza la valutazione dell'investimento e la determinazione del rischio possono essere difficili da quantificare. UBS fa affidamento su barriere all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree di UBS verso altre aree, unità, divisioni o affiliate di UBS. Le operazioni su future e opzioni non sono idonee a tutti gli investitori poiché comportano un elevato rischio di perdita e possono generare perdite superiori all'investimento iniziale. I risultati passati di un investimento non rappresentano una garanzia dei suoi rendimenti futuri. Maggiori informazioni saranno rese disponibili su richiesta. Alcuni investimenti possono essere soggetti a improvvise e consistenti perdite di valore e allo smobilizzo dell'investimento è anche possibile ricevere una somma inferiore a quella inizialmente investita o dover effettuare un versamento integrativo. Le variazioni dei corsi di cambio possono avere un effetto negativo sul prezzo, sul valore o sul rendimento di un investimento. L'analista/Gli analisti responsabile/i della preparazione di questo rapporto può/possono interagire con il personale del trading desk, il personale di vendita e altre unità allo scopo di raccogliere, sintetizzare e interpretare informazioni di mercato.

Il trattamento fiscale dipende dalla situazione personale e potrebbe subire variazioni in futuro. UBS non fornisce consulenza legale o fiscale e non rilascia alcuna dichiarazione circa il trattamento fiscale degli attivi o dei loro rendimenti d'investimento, né a titolo generale né in riferimento alla situazione e alle esigenze specifiche del cliente. Ci è impossibile tenere conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze particolari di ogni singolo cliente e pertanto vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario e/o fiscale per discutere le implicazioni, comprese quelle fiscali, dell'investimento in qualunque prodotto menzionato nel presente materiale.

È vietata la riproduzione o la distribuzione di copie di questo materiale senza la preventiva autorizzazione di UBS. Se non diversamente convenuto per iscritto, UBS vieta espressamente la distribuzione e il trasferimento di questo materiale a terzi per qualsiasi ragione. UBS non accetta alcuna responsabilità per eventuali pretese o azioni legali di terzi derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo materiale. Questo materiale è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile. Per informazioni circa le modalità con cui il CIO gestisce i conflitti e mantiene l'indipendenza delle opinioni d'investimento e della sua gamma di pubblicazioni, e circa le metodologie di ricerca e di rating, si rimanda a www.ubs.com/research. Per ulteriori informazioni circa gli autori della presente pubblicazione e di altre pubblicazioni del CIO eventualmente citate nel presente documento e per richiedere copie di studi passati sullo stesso argomento si prega di rivolgersi al proprio consulente alla clientela.

Informazioni importanti sulle strategie basate sugli investimenti sostenibili: le strategie basate sugli investimenti sostenibili mirano a prendere in considerazione e integrare i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo d'investimento e nella costruzione del portafoglio. Le strategie più varie in termini di orientamento geografico e stile d'investimento possono effettuare analisi ESG e integrarne i risultati in diversi modi. L'inclusione dei fattori ESG o delle considerazioni alla base degli investimenti sostenibili può impedire al gestore di partecipare a certe opportunità d'investimento che altrimenti sarebbero in linea con il suo obiettivo d'investimento e con altre strategie d'investimento tradizionali. I rendimenti di un portafoglio composto essenzialmente da investimenti sostenibili possono essere superiori o inferiori a quelli di un portafoglio il cui gestore non tiene conto dei fattori ESG, non opera esclusioni e non considera altri aspetti della sostenibilità, e le opportunità d'investimento a disposizione di tali portafogli possono essere diverse. Le società possono non soddisfare necessariamente elevati standard di performance per tutti gli aspetti ESG o tutti i temi degli investimenti sostenibili; inoltre, non si garantisce che le società soddisfino le aspettative negli ambiti della responsabilità aziendale, della sostenibilità e/o della performance in termini d'impatto.

Distribuito a soggetti statunitensi da UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, consociate di UBS SA. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd e UBS Menkul Degerler AS sono consociate di UBS SA. UBS Financial Services Incorporated of Puerto Rico è una consociata di UBS Financial Services Inc. **UBS Financial Services Inc. accetta la responsabilità dei contenuti di un documento predisposto da un'affiliata non statunitense quando distribuisce documenti a soggetti statunitensi. Tutte le transazioni di soggetti statunitensi nei titoli citati nel presente documento devono essere effettuate tramite un broker/dealer registrato negli Stati Uniti e affiliato a UBS e non tramite un'affiliata non statunitense. Il contenuto del presente documento non è stato e non sarà approvato da alcuna autorità**

per gli strumenti finanziari o per gli investimenti negli Stati Uniti o altrove. UBS Financial Services Inc. non agisce in veste di consulente municipale a favore di enti municipali o di persone obbligate nell'accezione della Section 15B del Securities Exchange Act (la «Municipal Advisor Rule») e le opinioni e i giudizi espressi nel presente documento non devono essere intesi come una consulenza, né costituiscono una consulenza, nell'accezione della Municipal Advisor Rule.

Gestori patrimoniali esterni / Consulenti finanziari esterni: qualora la presente ricerca o pubblicazione sia fornita a un gestore patrimoniale esterno o a un consulente finanziario esterno, UBS vieta espressamente che questa sia ridistribuita dal gestore patrimoniale esterno o dal consulente finanziario esterno e che sia resa disponibile ai rispettivi clienti e/o terzi.

Austria: la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto austriaco. Essa può essere distribuita, a solo scopo informativo, ai clienti di UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, con sede in Wächtergasse 1, A-1010 Vienna. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich è soggetta alla vigilanza congiunta della Banca Centrale Europea («BCE»), della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank), dell'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), nonché dell'Autorità austriaca di vigilanza sui mercati finanziari (Finanzmarktaufsicht, FMA), a cui la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. UBS Europe SE è un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dalla BCE. **Bahrain:** UBS è una banca svizzera non autorizzata né sottoposta a vigilanza o regolamentata nel Bahrain dalla Central Bank of Bahrain e non intrattiene attività bancarie o d'investimento nel Bahrain. Per questo motivo, i clienti non godono di alcuna protezione relativamente alle leggi e ai regolamenti locali sui servizi bancari e d'investimento. **Brasile:** la presente pubblicazione non intende costituire un'offerta pubblica ai sensi del diritto brasiliano né un rapporto di ricerca secondo la definizione di cui all'Istruzione 598/2018 della Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essa viene distribuita a soli scopi informativi ai clienti di UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda. e/o di UBS Consenso Investimentos Ltda., entità regolamentate dalla CVM. **Canada:** in Canada, la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Wealth Management Canada da UBS Investment Management Canada Inc. **Cina:** il presente documento è redatto da UBS Switzerland SA o da una sua succursale o affiliata offshore (collettivamente, «UBS Offshore»). UBS Offshore è un'entità costituita al di fuori della Cina e non è autorizzata né soggetta alla vigilanza o alla regolamentazione in Cina per lo svolgimento di attività bancarie o relative a titoli. Il destinatario non deve contattare gli analisti o l'entità UBS Offshore che hanno allestito il presente documento per richiedere la loro consulenza, in quanto non sono autorizzati a fornire consulenza d'investimento in titoli in Cina. UBS Investment Bank (inclusa l'area Research) produce ricerche e opinioni proprie del tutto indipendenti, che a volte possono discostarsi dalle opinioni di UBS Global Wealth Management. Questo documento non deve essere inteso come un'analisi relativa a titoli specifici. Il destinatario non deve utilizzarlo o fare altrimenti affidamento sulle informazioni ivi contenute per assumere decisioni d'investimento e UBS declina qualsiasi responsabilità al riguardo. **Danimarca:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto danese. Essa può essere distribuita a soli scopi informativi ai clienti di UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE, con sede in Sankt Annae Plads 13, 1250 Copenhagen, Danimarca, iscritta alla Danish Commerce and Companies Agency con il numero 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE è soggetta alla vigilanza congiunta della Banca Centrale Europea («BCE»), della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank), dell'Autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) e dell'autorità di vigilanza finanziaria danese (Finanstilsynet), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. UBS Europe SE è un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dalla BCE. **EAU:** UBS non è autorizzata negli EAU dalla Central Bank of the UAE né dalla Securities and Commodities Authority. UBS AG, Dubai Branch è una società autorizzata nel DIFC dalla Dubai Financial Services Authority. **Francia:** questa pubblicazione è distribuita da UBS (France) S.A., société anonyme francese con un capitale sociale di € 132 975 556, 69, boulevard Haussmann, F-75008 Parigi, R.C.S. Paris B 421 255 670, ai clienti esistenti e potenziali. UBS (France) S.A. è un fornitore di servizi d'investimento debitamente autorizzato ai sensi del Code Monétaire et Financier e regolamentato dalle autorità bancarie e finanziarie francesi come l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **Germania:** la presente pubblicazione non intende costituire un'offerta pubblica ai sensi del diritto tedesco. Essa è distribuita, a soli scopi informativi, ai clienti di UBS Europe SE, Germania, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Francoforte sul Meno. UBS Europe SE è un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dalla Banca Centrale Europea («BCE»), e soggetto alla vigilanza della BCE, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'Autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Grecia:** UBS Switzerland AG e le sue affiliate (UBS) non sono autorizzate come banca o istituto finanziario ai sensi della legislazione greca e non forniscono servizi bancari e finanziari in Grecia. Di conseguenza, UBS fornisce questi servizi solamente da filiali al di fuori della Grecia. Il presente documento non può essere considerato un'offerta pubblica rivolta o da rivolgere a persone residenti in Grecia. **Hong Kong:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS AG, Hong Kong Branch da UBS AG, Hong Kong Branch, banca autorizzata ai sensi della Hong Kong Banking Ordinance e istituto registrato ai sensi della Securities and Futures Ordinance. UBS AG Hong Kong Branch è costituita in Svizzera come società a responsabilità limitata. **India:** UBS Securities India Private Ltd. (Corporate Identity Number U67120MH1996PTC097299) 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051, telefono +912261556000, fornisce servizi di intermediazione sotto il numero di registrazione SEBI INZ000259830, servizi di merchant banking sotto il numero di registrazione SEBI INM000010809 e servizi di analisi e ricerca sotto il numero di registrazione SEBI INH000001204. UBS AG e le sue affiliate o consociate potrebbero detenere esposizioni debitorie o posizioni di altro tipo nella società o nelle società indiane controllate. Negli ultimi 12 mesi, UBS AG e le sue affiliate o consociate potrebbero aver ricevuto compensi per servizi mobiliari non di investment banking e/o servizi non mobiliari dalla società o dalle società indiane controllate. La società o le società controllate potrebbero essere state clienti di UBS SA o delle sue affiliate e consociate nel corso dei 12 mesi precedenti alla data di distribuzione del rapporto di ricerca relativo a servizi mobiliari di investment banking e/o non di investment banking e/o servizi non mobiliari. Relativamente alle informazioni sulle società associate, si rimanda alla Relazione Annuale pubblicata all'indirizzo: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html. **Indonesia, Malaysia, Filippine, Thailandia:** questo materiale le è stato fornito dietro richiesta pervenuta a UBS da parte sua e/o di persone autorizzate a effettuare tale richiesta per conto suo. Qualora abbia ricevuto il materiale per errore, UBS la invita a distruggerlo/cancellarlo e informarne immediatamente UBS. Ogni consulenza fornita e/o transazione eseguita da UBS ai sensi del materiale sarà stata fornita solamente dietro sua specifica richiesta o eseguita dietro sua specifica istruzione, a seconda del caso, e potrà essere ritenuta tale da UBS e da lei. Il materiale potrebbe non essere stato vagliato, approvato, rifiutato o supportato da alcuna autorità finanziaria o di regolamentazione nella sua giurisdizione. Gli investimenti saranno soggetti a restrizioni e obblighi in materia di trasferimento, come indicato nel materiale. Mediante la ricezione del materiale, lei si impegna a rispettare integralmente tali restrizioni e obblighi. La invitiamo a leggere con attenzione e accertarsi di comprendere il materiale e ad esercitare la dovuta perizia e cura nel valutare il suo obiettivo d'investimento, la sua propensione al rischio e la sua situazione personale rispetto al rischio dell'investimento. In caso di dubbi le consigliamo di ricorrere a una consulenza professionale indipendente. **Israele:** UBS è una società finanziaria globale di primaria importanza che offre servizi di gestione patrimoniale, asset management e investment banking a investitori privati, aziendali e istituzionali dalla sua sede centrale

in Svizzera e dai suoi uffici in oltre 50 Paesi in tutto il mondo. In Israele, UBS Switzerland AG è registrata come dealer estero («Foreign Dealer») in collaborazione con UBS Wealth Management Israel Ltd., un'affiliata interamente controllata da UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd. è un gestore di portafoglio («Portfolio Manager») licenziatario che si occupa anche di marketing di investimenti («Investment Marketing») ed è disciplinata dalla Israel Securities Authority. Questa pubblicazione è da intendersi solo a fini informativi e non rappresenta un'offerta d'acquisto né una sollecitazione d'offerta. Inoltre, la presente pubblicazione non è da intendersi come consulenza d'investimento e/o marketing di investimenti e non sostituisce le attività di consulenza d'investimento e/o marketing di investimenti fornite dal relativo licenziatario e personalizzate in base alle esigenze di ogni destinatario. Il termine «consulenza» e/o i suoi derivati devono essere letti e interpretati unitamente alla definizione del termine «marketing di investimenti» contenuta nel Regolamento israeliano del 1995 relativo alla Legge israeliana in materia di consulenza d'investimento, marketing di investimenti e gestione del portafoglio. **Italia:** questa pubblicazione non intende costituire un'offerta pubblica ai sensi del diritto italiano. Essa viene distribuita a soli scopi informativi ai clienti di UBS Europe SE, Succursale Italia, avente sede legale in via del Vecchio Politecnico 3, 20121 Milano. UBS Europe SE, Succursale Italia è soggetta alla vigilanza congiunta della Banca Centrale Europea («BCE»), della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank), dell'Autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) nonché della Banca d'Italia e della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa («CONSOB»), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. UBS Europe SE è un istituto finanziario costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dalla BCE. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch è regolamentata e autorizzata dalla Jersey Financial Services Commission al fine di svolgere attività bancarie, d'investimento e di gestione di fondi. Qualora i servizi vengano forniti al di fuori di Jersey, non saranno coperti dal quadro regolamentare di Jersey. UBS AG, Jersey Branch è una filiale di UBS AG, una società per azioni quotata in borsa costituita in Svizzera e avente sede legale in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basilea e Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurigo. La sede principale di UBS AG, Jersey Branch è in 1, IFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX. **Lussemburgo:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto lussemburghese. Essa viene distribuita a solo scopo informativo ai clienti di UBS Europe SE, Luxembourg Branch, con sede in 33A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Lussemburgo. UBS Europe SE, Luxembourg Branch è soggetta alla vigilanza congiunta della Banca Centrale Europea («CONSOB»), della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank), dell'Autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) e dell'autorità di vigilanza finanziaria del Lussemburgo (Commission de Surveillance du Secteur Financier), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. UBS Europe SE è un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dalla BCE. **Messico:** le presenti informazioni sono state distribuite da UBS Asesores México, S.A. de C.V. (UBS Asesores), un'affiliata di UBS Switzerland AG, costituita come società di consulenza d'investimento non indipendente ai sensi della legge del mercato dei valori in virtù della sua relazione con una banca estera. UBS Asesores è un'entità regolamentata ed è soggetta alla vigilanza della Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), che disciplina UBS Asesores esclusivamente per quanto riguarda i servizi di gestione di portafoglio e di consulenza d'investimento in valori mobiliari, l'analisi e l'emissione di raccomandazioni d'investimento individuali, cosicché la CNBV non ha né può avere facoltà di vigilanza su qualsiasi altro servizio fornito da UBS Asesores. UBS Asesores è registrata presso la CNBV con il numero di registro 30060. Le è stata fornita la presente pubblicazione o il presente materiale UBS poiché ha comunicato a UBS Asesores di essere un investitore qualificato sofisticato con sede in Messico. Il compenso dell'analista/degli analisti che ha/hanno allestito il presente rapporto è determinato esclusivamente dal research management e dal senior management dell'entità del Gruppo UBS presso la quale tale/i analista/i presta/prestano servizio. **Nigeria:** UBS Switzerland AG e le sue affiliate (UBS) non sono autorizzate, soggette a vigilanza o regolamentate in Nigeria dalla Central Bank of Nigeria né dalla Securities and Exchange Commission della Nigeria e non svolgono attività bancarie o d'investimento in Nigeria. **Portogallo:** UBS Switzerland AG non è autorizzata a svolgere attività bancarie e finanziarie in Portogallo e non è sottoposta alla vigilanza delle autorità di regolamentazione portoghesi (Banco de Portugal e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários). **Regno Unito:** il presente documento è pubblicato da UBS Wealth Management, una divisione di UBS AG, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari in Svizzera. Nel Regno Unito, UBS AG è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority ed è soggetta alla regolamentazione della Financial Conduct Authority e alla regolamentazione limitata della Prudential Regulation Authority. Informazioni dettagliate sulla portata della regolamentazione da parte della Prudential Regulation Authority sono disponibili su richiesta. Membro del London Stock Exchange. Questa pubblicazione è distribuita ai clienti retail di UBS Wealth Management. **Repubblica Ceca:** UBS non è una banca autorizzata nella Repubblica Ceca e pertanto non le è consentito fornire servizi bancari o d'investimento regolamentati nella Repubblica Ceca. Si prega di informare UBS qualora non si desidera più ricevere alcuna corrispondenza. **Singapore:** questo materiale le è stato fornito dietro richiesta pervenuta a UBS da parte sua e/o di persone autorizzate a effettuare tale richiesta per conto suo. Qualora abbia ricevuto il materiale per errore, UBS la invita a distruggerlo/cancellarlo e informarne immediatamente UBS. Per qualsiasi questione derivante da o in connessione con la presente analisi o relazione, la preghiamo di contattare UBS AG, Singapore Branch, un Exempt Financial Adviser ai sensi del Singapore Financial Advisers Act (Cap.110) e banca wholesale autorizzata ai sensi del Singapore Banking Act (Cap. 19) e disciplinata dalla Monetary Authority of Singapore. **Spagna:** questa pubblicazione non intende costituire un'offerta pubblica ai sensi del diritto spagnolo. Essa viene distribuita a soli scopi informativi ai clienti di UBS Europe SE, Sucursal en España, con sede legale in Calle María de Molina 4, 28006, Madrid. UBS Europe SE, Sucursal en España è soggetta alla vigilanza congiunta della Banca Centrale Europea («BCE»), della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank), dell'Autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) e dell'autorità di vigilanza spagnola (Banco de España), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. È inoltre autorizzata a fornire servizi d'investimento in titoli e strumenti finanziari, in relazione ai quali è anche soggetta alla vigilanza della Comisión Nacional del Mercado de Valores. UBS Europe SE, Sucursal en España è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato e disciplinato dalla BCE. **Svezia:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto svedese. Essa viene distribuita a soli scopi informativi ai clienti di UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, con sede in Regeringsgatan 38, 11153 Stoccolma, Svezia, iscritta allo Swedish Companies Registration Office con il numero 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial è soggetta alla vigilanza congiunta della Banca Centrale Europea («BCE»), della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank), dell'Autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), nonché dell'autorità di vigilanza svedese (Finansinspektionen), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. UBS Europe SE è un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dalla BCE. **Taiwan:** il presente documento è fornito da UBS AG, Taipei Branch ai sensi delle leggi di Taiwan, in accordo con i clienti esistenti/potenziali o dietro loro richiesta.

Versione 06/2019. CIO82652744

© UBS 2020. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.

Allreal 1, 2, 3, Flughafen Zuerich 3, Intershop Holding AG 3, Mobimo Holding 3, 4, PSP Swiss Property 1, 2, 3, 4, 5, Swiss Prime Site 1, 2, 3, 4, 6; Zug Estates 3

1. Negli ultimi dodici mesi, UBS SA, le sue consociate o controllate hanno ricevuto compensi per servizi di investment banking da questa società/entità o da una delle sue consociate.
2. Negli ultimi dodici mesi UBS SA, le sue affiliate o consociate hanno agito come manager/co-manager nella sottoscrizione o nel collocamento di titoli di questa società/entità o di una delle sue affiliate.
3. UBS SA, le sue affiliate o consociate, si aspettano di ricevere da o intendono richiedere a questa società/entità compensi per servizi di investment banking entro i prossimi 3 mesi.
4. UBS Fund Management (Switzerland) AG è proprietaria beneficiaria di oltre il 5% del capitale azionario totale emesso di questa società.
5. Un collaboratore di UBS SA è un funzionario, direttore o membro del consiglio di questa società.
6. UBS Switzerland AG, le sue affiliate o consociate detengono una posizione long netta superiore allo 0,5% del capitale azionario totale emesso di questa società.

Al 13 gennaio 2020

UBS Real Estate Local Fact Sheets

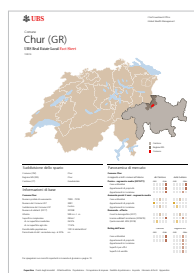


Informazioni utili per le decisioni di investimento

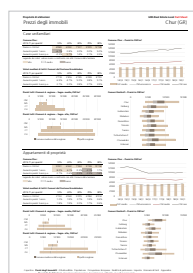
UBS Real Estate Local Fact Sheets contengono, per ogni comune svizzero, le informazioni statistiche più importanti in relazione al mercato immobiliare locale. Possono essere impiegati per diversi scopi: per prendere decisioni di investimento, eseguire analisi di mercato o confronti con altri comuni.

Gli *UBS Real Estate Local Fact Sheets* sono disponibili in tedesco, francese, italiano e inglese e possono essere richiesti al proprio consulente alla clientela.

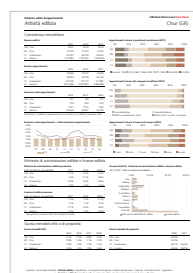
PANORAMICA DI MERCATO



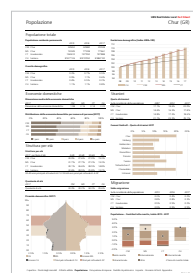
PREZZI DEGLI IMMOBILI



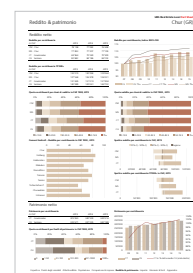
ATTIVITÀ EDILIZIA



POPOLAZIONE



REDDITO



IMPOSTE



Panoramica e previsioni

Se non diversamente indicato, tutti i dati sono in percentuale e rappresentano la variazione rispetto all'anno precedente.

	10 anni ¹	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ²	2020 ³	
Contesto	Congiuntura e reddito									
	Prodotto interno lordo, reale	1,8	1,9	2,5	1,3	1,7	1,9	2,8	0,8	1,1
	Prodotto interno lordo per abitante, reale	0,8	0,6	1,3	0,2	0,6	1,1	2,0	0,0	0,3
	Salari, reali	0,6	0,9	0,9	1,5	1,1	-0,1	-0,4	0,0	0,3
	Inflazione e interessi									
	Inflazione media annua	0,0	-0,2	-0,1	-1,1	-0,4	0,5	0,9	0,4	0,5
	Tasso guida BNS ^{4,5}	-0,3	0,0	-0,1	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0
	Rend. obblig. d. Confederazione a 10 anni ⁴	0,4	1,3	0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,7
	Popolazione e occupazione									
	Popolazione	1,0	1,3	1,2	1,1	1,1	0,8	0,7	0,8	0,8
Tasso di disoccupazione	3,0	3,2	3,0	3,2	3,3	3,2	2,6	2,5	2,5	
Occupazione, in equivalenti a tempo pieno	1,1	1,3	0,9	0,8	0,1	0,6	1,8	1,2	0,5	
Residenziale	Abitazioni di proprietà									
	Prezzi d'offerta per appartamenti di proprietà	2,0	3,4	2,2	1,5	1,0	0,2	-1,9	-1,6	0,0
	Prezzi d'offerta per case unifamiliari	2,6	4,7	1,3	2,3	1,3	2,4	1,1	0,5	0,5
	Crescita crediti ipotecari a privati	3,7	5,1	3,5	3,4	2,8	2,6	2,6	2,8	2,5
	Appartamenti in locazione									
	Pigioni offerte	0,8	2,9	2,2	1,0	-1,3	-1,0	-2,1	-1,3	-1,0
	Affitti offerti nuova costruzione	-0,6	1,3	5,8	-1,5	-3,4	-3,3	-2,3	-1,1	-1,5
	Pigioni esistenti	0,8	0,4	1,2	0,9	0,2	1,2	0,7	0,5	0,0
	Tasso ipotecario di riferimento ⁴	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,5	1,5	1,5	1,3
	Rendimento da cash flow netto ⁶	4,0	4,1	4,2	4,0	3,9	3,5	3,5	3,5	3,5
	Rendimento da variazione del valore ⁶	3,1	2,8	1,9	4,3	4,3	3,1	3,5	3,5	2,5
	Rendimento complessivo ⁶	7,2	7,1	6,2	8,4	8,3	6,7	7,1	7,0	6,0
	Superfici sfitte e costruzione di abitazioni									
	Percentuale di abitazioni sfitte	1,3	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8
Autor. edilizie, sulla consistenza immobiliare	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,0	1,1	
Commerciale	Superfici per uffici									
	Pigioni offerte	1,0	5,4	0,2	3,0	1,2	-1,0	-2,2	-0,1	-0,5
	Volume dell'offerta	6,7	6,3	6,6	6,9	6,6	6,7	6,8	7,0	7,0
	Rendimento da cash flow netto ⁶	4,2	4,3	4,4	4,2	3,9	4,0	3,7	3,5	3,5
	Rendimento da variazione del valore ⁶	1,7	0,8	0,0	0,8	1,0	2,0	2,7	3,0	2,0
	Rendimento complessivo ⁶	5,9	5,1	4,4	5,0	4,9	6,0	6,5	6,5	5,5
	Superfici di vendita									
	Pigioni offerte	0,5	1,5	-3,3	-1,1	-3,2	0,3	0,1	0,9	-0,5
	Rendimento da cash flow netto ⁶	4,1	4,2	4,2	4,1	3,6	3,8	3,7	3,7	4,0
	Rendimento da variazione del valore ⁶	1,5	2,3	1,1	1,2	1,1	0,7	-0,2	0,0	-0,5
Rendimento complessivo ⁶	5,6	6,5	5,3	5,3	4,8	4,5	3,5	3,7	3,5	
Borsa	Azioni immobiliari									
	Rendimento complessivo	11,6	-6,9	13,6	9,6	11,7	10,1	-2,1	37,0	-
	Val. medio dei vol. di borsa giorn. (mil. di CHF)	27,0	21,9	20,5	30,1	27,2	29,0	32,2	42,6	-
	Premi stimati ⁷	16,4	8,2	5,6	12,5	17,7	25,3	22,7	29,5	-
	Volatilità	9,7	10,1	8,0	13,0	11,8	8,7	8,7	7,9	-
	Fondi immobiliari									
	Rendimento complessivo	6,4	-2,8	15,0	4,2	6,8	6,6	-5,3	20,7	-
	Val. medio dei vol. di borsa giorn. (mil. di CHF)	22,8	20,8	19,3	25,4	22,6	27,9	25,4	30,6	-
	Aggi stimati ⁷	24,5	17,5	19,2	28,9	27,2	28,0	22,6	28,9	-
	Volatilità	8,4	8,4	7,6	12,1	9,2	8,8	8,9	9,1	-
	Benchmark									
	Rend. comp. fon. d'investim. immobiliari	5,5	5,7	5,1	5,8	5,8	5,4	4,9	4,2	-
	Rend. comp. Swiss Performance Index	9,4	24,6	13,0	2,7	-1,4	19,9	-8,6	30,6	-
	Volatilità Swiss Performance Index	13,4	12,8	10,6	18,4	15,5	8,8	12,7	11,1	-
Rend. complessivo Swiss Bond Index («AAA»)	2,6	-3,3	8,5	2,4	1,6	-0,1	0,3	3,5	-	

¹ valore medio: dal 2010 al 2019

² stime ovvero previsioni UBS (aggiornamento 14 gennaio 2020)

³ previsione UBS

⁴ fine anno

⁵ Libor a 3 mesi in CHF fino al 2018

⁶ investimento diretto immobiliari esistenti

⁷ sovrapprezzi rispetto ai valori netti di inventario di azioni immobiliari (premi) e fondi immobiliari (aggi)

Fonti: UST, Bloomberg, UFAB, Docu Media, MSCI, SECO, Wüest Partner, UBS

