

# I mercati immobiliari sullo sfondo di un basso livello dei tassi

Il calo dei tassi di interesse, conseguenza della congiuntura economica che ha caratterizzato gli ultimi anni, si ripercuote sensibilmente anche sul settore immobiliare. L'attività di valutazione si trova quindi davanti a nuove sfide. Fra il prezzo della transazione e il valore di mercato si possono riscontrare differenze notevoli. Il Prof. dott. Roland Füss, docente di Real Estate Management presso l'Università di San Gallo, ci illumina su questa tematica.

La politica dei bassi tassi di interesse, messa in atto ormai da anni dalle principali banche centrali, trae origine dalla crisi finanziaria mondiale del 2007/2008 e dalla conseguente recessione globale. Da allora la crescita economica ha seguito un andamento diverso a seconda dei singoli Paesi. Mentre la Svizzera, e in particolare anche la Germania, ha dimostrato una notevole solidità con un basso tasso di disoccupazione, il sud dell'Europa continua a lottare con problemi economici strutturali e – come nel caso dell'Italia e della Grecia – con una crisi delle banche accompagnata da un elevato debito pubblico. Fin dall'abolizione del corso minimo nel cambio euro-franco di due anni fa, l'economia svizzera si trova, in tempi di mercati finanziari internazionali estremamente volatili, a dover far fronte a una costante pressione al rialzo della propria moneta come espressione della crisi geo-politico-economica. L'introduzione dei tassi negativi finora non è riuscita a impedire la fuga verso il «porto sicuro» del mercato di capitali svizzero. L'allentamento quantitativo e la politica monetaria non convenzionale delle principali banche centrali hanno dato origine a un flusso di liquidità che dai mercati obbligazionari confluisce verso altri mercati di capitali. Dalla fine del 2008, della politica dei bassi tassi di interesse hanno forte-

mente beneficiato i mercati azionari e immobiliari, mentre dei bassi costi di finanziamento e dalla maggiore valutazione dei valori netti di inventario, così come dal conseguente aumento delle plusvalenze, hanno tratto vantaggio principalmente le società immobiliari. Per contro, gli investimenti in titoli a reddito fisso hanno perso attrattività. Soprattutto per le casse pensioni e le assicurazioni il mancato guadagno da questa classe di rischio ha portato a una situazione di emergenza per gli investimenti e fatto lievitare la quota immobiliare nel portafoglio degli investitori istituzionali. La politica monetaria espansiva con relativa eccedenza di liquidità nei mercati finanziari nasconde il rischio che si creino bolle dei prezzi, fenomeni esagerati che si hanno quando i prezzi delle transazioni non sono più attribuibili prevalentemente ai fondamentali, ad esempio all'andamento dei redditi o dei canoni di locazione, oppure alla crescita della popolazione.

## Rischio sottovalutato

Il calo dei tassi di interesse ricopre un ruolo fondamentale per l'aumento dei prezzi nei mercati immobiliari svizzeri. Negli immobili da investimento la rendita attesa si definisce attraverso il tasso di capitalizzazione, composto dal tasso di interesse privo di rischi e dal premio di rischio, detratto il tasso di crescita dei futuri redditi locativi. È evidente che con un basso tasso di interesse i futuri redditi locativi alla data odierna sono destinati ad aumentare di valore. Con un valore record pari a zero o addirittura negativo del tasso di riferimento e supponendo un reddito netto d'esercizio costante, solo il premio di rischio determina il valore dell'immobile da investimento. In caso di tassi negativi il premio di rischio addirittura si riduce, con conseguente sottovalutazione del potenziale di rischio di un investimento immobiliare. Le basse

rendite iniziali lorde riscontrabili in numerose aree che ospitano immobili ad uso ufficio, e i prezzi elevati sono perciò l'espressione di un rischio sottovalutato, non attribuibile semplicemente alla ridotta volatilità dei mercati, alla migliore qualità degli immobili o alla crescita economica.

Con lo sganciamento della domanda del mercato dell'alloggio dal mercato di investimento in un quadro generale di tassi molto bassi, la prassi della valutazione si trova di fronte a sfide epocali. Infatti, indipendentemente dal metodo di valutazione scelto (comparativo, basato sul reddito o basato sul valore reale), questa situazione insolita può portare a notevoli divergenze tra il prezzo della transazione e il valore di mercato. Con il metodo di valutazione comparativa, ai fini della determinazione del valore dei terreni o della proprietà per piani, vengono ricavati una serie di indici di prezzi del terreno e di coefficienti di conversione sulla base dei repertori dei prezzi di acquisto. Si pone dunque la questione di come tenere conto dell'attuale evoluzione del mercato, cioè un eccesso di domanda dovuto alle scarse alternative di investimento. L'elevata distorsione dei prezzi delle transazioni avrebbe una sua ragione d'essere se i valori di mercato si potessero spiegare con i dati fondamentali e con le caratteristiche immobiliari che determinano il valore, ormai solo parzialmente conformi al mercato. Inoltre, con il passaggio all'attuale scenario di mercato, sul metodo di valutazione comparativa, ricavato dall'analisi della regressione, grava un alto rischio di modello.

## Perdita di rilevanza del metodo di valutazione oggettivo

Per il metodo basato sul reddito anche la politica monetaria non convenzionale rappresenta una sfida. Da un tasso di

interesse negativo (o pari a zero) privo di rischi, dai bassi costi-opportunità delle forme alternative di investimento e da un premio di liquidità ridotto ai minimi termini risulta un tasso di sconto incrementativo del valore dei

---

### [...] il valore di mercato di un immobile non viene stabilito con principi di valutazione razionali [...]

---

futuri redditi locativi. Vista la svolta in materia di interessi che si profila attualmente negli USA e l'inflazione leggermente in aumento, nel tasso di sconto si dovrebbe tenere conto di questi sviluppi. Ma qualora le aspettative fossero trascurate e come tasso di sconto di riferimento fosse impiegato il tasso di interesse immobiliare, in tal caso sorgerebbe una problematica analoga a quella del metodo di valutazione comparativa: il valore di mercato di un immobile non viene stabilito con principi di valutazione razionali, bensì con il valore attribuito all'immobile da un mercato che agisce in circostanze del tutto irrazionali. Espresso in maniera esagerata: se gli attori del mercato, basandosi unicamente sul fatto che in passato vi sono stati aumenti di prezzo, ritengono che il valore di un immobile sia destinato a crescere anche in futuro, allora i metodi di valutazione oggettivi perdono tutta la loro rilevanza. Nel mercato della proprietà immobiliare ad uso proprio nel recente passato in Svizzera si è delineata una fase di stagnazione e di leggera recessione per gli appartamenti in condominio e le case monofamiliari, riconducibile a una serie di concause: da un lato l'introduzione dei tassi negativi non ha portato all'auspicato calo degli interessi sui prestiti ipotecari, anzi, è aumentata la richiesta

di garanzie per fronteggiare il rischio di variazione dei tassi da parte delle banche. Inoltre le misure di autoregolamentazione nell'ambito dei finanziamenti ipotecari, la considerazione di un tasso calcolatorio del cinque per cento nel calcolo di sostenibilità e il coefficiente della riserva di capitale anticiclica hanno frenato sia i volumi ipotecari che l'aumento dei prezzi. Un effetto analogo sembra aver prodotto la direttiva UE in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni

immobili residenziali, da marzo attuata anche in Germania, la quale pone l'accento più sull'analisi della sostenibilità che sul valore ipotecario. Il passaggio a maggiori requisiti patrimoniali e un'analisi della sostenibilità più rigorosa sono gli strumenti giusti per sostenere la stabilità finanziaria. Sebbene i prezzi degli immobili siano aumentati in maniera più marcata rispetto ai canoni di locazione, la domanda privata di proprietà immobiliari resta alta, il che ancora una volta è riconducibile ai bassi tassi di interesse sui prestiti ipotecari e sui futuri incrementi di valore che riducono i costi della proprietà immobiliare ad uso proprio rispetto agli affitti nell'attuale scenario di mercato. Tuttavia va osservato che già un aumento dei tassi del due per cento comporterebbe notevoli aggravii per il bilancio familiare. L'abbassamento del tasso calcolatorio, come sollecitato a gran voce di recente, va dunque respinto con decisione.

#### **Probabile un moderato rialzo dei tassi**

L'aumento dei tassi attuato dalla Federal Reserve lo scorso dicembre e l'annuncio di ulteriori mosse future potrebbero aver segnato una svolta per quanto riguarda i tassi di interesse. Il programma congiunturale preannunciato dal neoletto presidente americano potrebbe portare a tassi crescenti, per-

lomeno nel medio periodo. Nel lungo periodo tuttavia è più plausibile la previsione di un moderato rialzo dei tassi, in quanto la politica fiscale espansiva e il conseguente maggiore indebitamento pubblico devono comunque trovare una copertura finanziaria. Pertanto le probabilità di uno scenario con tassi in costante crescita appaiono alquanto ridotte. Ammettendo invece uno scenario con un aumento moderato dei tassi, allora non vi saranno neppure forti interventi correttivi sui mercati azionari. Ma la svolta dei tassi si ripercuoterà sulle quotazioni delle società immobiliari a causa dei crescenti costi di finanziamento e dei minori valori netti di inventario. Inoltre si deve partire dal presupposto che i rischi di sostenibilità e il rischio di leva finanziaria aumenteranno ulteriormente, considerate le basse rendite iniziali lorde sul mercato degli immobili commerciali. Per concludere, rimane aperta la questione di come le banche commerciali, in virtù della concessione di crediti a lungo termine, reagiranno alla svolta dei tassi verso la normalità.

A pag. 20 troverete un altro articolo su questa tematica vista dalla prospettiva di un rappresentante della Svizzera romanda, Yves Cachemaille, presidente della CEI.



**Il Prof. dott. Roland Füss**

Docente di Real Estate Finance, l'Università di San Gal; membro di direzione dell'Istituto Svizzero delle Banche e Finanze s/bf-HSG e della School of Finance, San Gallo