

Embargo fino
31 agosto 2021, ore 18.15

Mercati ipotecario e immobiliare: gli attuali sviluppi comportano rischi per la stabilità finanziaria

Università di Lucerna

Fritz Zurbrügg

Vicepresidente della Direzione generale*

Banca nazionale svizzera

Lucerna, 31 agosto 2021

© Banca nazionale svizzera, Berna, 2021 (discorso originale in tedesco)

* Il relatore ringrazia Jacqueline Thomet per il supporto fornito nella preparazione della presente relazione. Il suo ringraziamento va anche a Toni Beutler, Robert Bichsel, Maja Ganarin, Martin Straub nonché al servizio linguistico della BNS.

Gentili signore e signori,

«I prezzi degli immobili raggiungono nuovi massimi», «I tassi ipotecari in Svizzera sono ancora in calo»¹: i titoli apparsi negli ultimi mesi sulle pagine di diverse testate del nostro Paese testimoniano l'acceso dibattito nato intorno agli sviluppi sui mercati ipotecario e immobiliare. Negli anni passati questi mercati sono stati senza dubbio caratterizzati da una forte dinamica, sia in Svizzera che, più di recente, in molti altri paesi industrializzati. Per esempio il prezzo medio delle case unifamiliari e degli appartamenti di proprietà a livello nazionale è aumentato di oltre l'80% negli scorsi quindici anni. Anche il volume dei prestiti ipotecari concessi dalle banche elvetiche mostra una crescita analoga (slide 1). Al contempo, il predominante contesto di bassi tassi di interesse ha reso l'accesso al credito più conveniente che mai.

La Banca nazionale svizzera (BNS) segue con grande attenzione tali sviluppi nel quadro del suo compito relativo alla stabilità finanziaria. Il mercato ipotecario e quello immobiliare svolgono infatti un ruolo centrale per il settore bancario e sono quindi di primaria importanza anche per la stabilità del sistema finanziario nel suo insieme. Secondo la nostra valutazione, in seguito alla forte espansione di questi mercati negli ultimi anni si sono create delle vulnerabilità e, di conseguenza, sono aumentati i rischi per la stabilità finanziaria.

Nel mio intervento di oggi vorrei illustrare più da vicino la prospettiva volta a individuare i rischi che la BNS adotta riguardo ai mercati ipotecario e immobiliare svizzeri. Nella prima parte esporrò come questa si spieghi alla luce del mandato affidatoci e come assolviamo il nostro compito in questo ambito. Dopodiché riferirò in merito alle nostre valutazioni circa gli attuali sviluppi. Nel farlo vorrei chiarire perché negli scorsi dieci anni la BNS abbia più volte messo in guardia rispetto alle vulnerabilità dei suddetti mercati e partecipato all'adozione di misure di contenimento dei rischi ad esse collegati.

Perché la BNS si interessa dei mercati ipotecario e immobiliare

Come accennato, l'interesse della Banca nazionale per il mercato ipotecario e per quello immobiliare è strettamente legato al suo compito di contribuire alla stabilità del sistema finanziario.

Si ha stabilità quando i partecipanti al sistema, come le banche e le infrastrutture del mercato finanziario, sono in grado di svolgere le loro funzioni fondamentali e di fronteggiare le turbative. Fra tali funzioni rientrano, ad esempio, l'erogazione del credito e le operazioni relative al circuito dei pagamenti.

I nostri compiti richiedono da sempre un interesse e una condivisione di responsabilità per un sistema finanziario stabile². Lasciate che vi illustri il concetto. In primo luogo, un sistema

¹ Fonti: traduzione dal tedesco di titoli apparsi nei giornali «Blick» (6.7.2021) e «Finanz und Wirtschaft» (21.7.2021).

² Per un approfondimento sulla Svizzera, cfr. Birchler, U. W., «L'accresciuto interesse della Banca nazionale per la stabilità sistemica», *Banca nazionale svizzera 1907–2007*.

finanziario solido è condizione imprescindibile per l'assolvimento del nostro compito primario, ossia la politica monetaria. Le turbolenze finanziarie gravano infatti sull'economia reale e mettono a repentaglio la stabilità dei prezzi. Inoltre, per l'esecuzione delle operazioni di politica monetaria necessitiamo di banche e infrastrutture del mercato finanziario efficienti. In secondo luogo, data la nostra funzione di prestatore di ultima istanza («lender of last resort»), abbiamo un ruolo importante in tempi di instabilità finanziaria. In questa nostra veste, mettiamo infatti liquidità a disposizione delle istituzioni in difficoltà. Tali manovre di emergenza comportano spesso grandi rischi per noi e per l'intera economia. È quindi evidente che è nel nostro interesse individuare quanto prima i rischi per la stabilità finanziaria e contenerli adottando misure preventive.

Nel 2003, in occasione dell'ampia revisione della Legge sulla Banca nazionale (LBN) è stato reso esplicito e concretizzato il compito della BNS in relazione alla stabilità finanziaria. Secondo l'art. 5 della LBN, la BNS è chiamata a garantire la stabilità dei prezzi e, nel quadro di tale mandato, a contribuire alla stabilità del sistema finanziario. Parlando di «contributo», il legislatore chiarisce che la stabilità finanziaria è subordinata agli obiettivi della politica monetaria e che essa non rientra unicamente nelle competenze della BNS, ma anche di altre autorità.

Oltre alla Banca nazionale, in Svizzera vi contribuiscono infatti l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) e il Consiglio federale. Mentre la FINMA sorveglia le singole istituzioni finanziarie, la BNS monitora gli sviluppi nel settore bancario in un'ottica di sistema, cioè da un punto di vista macroprudenziale. Infine, il Consiglio federale è responsabile delle disposizioni regolamentari, come la definizione dell'ammontare delle riserve di capitale o di liquidità che le banche devono detenere.

Il ruolo e lo strumentario della BNS a livello macroprudenziale sono profondamente cambiati negli ultimi quindici anni, coerentemente agli sviluppi internazionali. Questo perché la crisi finanziaria mondiale ha duramente mostrato che dobbiamo riconoscere e capire meglio i rischi del sistema nel suo complesso e contrastarne maggiormente l'accumulo tramite strumenti adeguati. Tali rischi possono essere di tipo strutturale o avere natura ciclica. Ai primi appartiene la problematica «too big to fail», il fatto cioè che le condizioni di criticità di una singola istituzione finanziaria possano essere sufficienti a mettere in grave difficoltà l'intero sistema. I secondi si producono invece quando il comportamento parallelo di diversi operatori amplifica oltremodo fasi di espansione o di contrazione dei mercati finanziari, minacciando così la stabilità.

Circa tre anni fa, proprio qui all'Università di Lucerna ho tenuto un discorso sulla problematica strutturale «too big to fail» e sulle misure adottate per attenuarla³. Focalizzandomi sui mercati ipotecario e immobiliare, vorrei oggi esaminare in dettaglio la dimensione ciclica dei rischi sistemici.

³ Cfr. Zurbrugg, F., *Dieci anni dopo la tempesta: quanto resistente è oggi il sistema bancario svizzero?*, discorso pronunciato presso l'Università di Lucerna il 06.09.2018.

L'esperienza dimostra infatti che i rischi sistemici di natura ciclica trovano spesso origine in questi mercati. Turbative conseguenti a fasi di eccessiva crescita dei prezzi e del credito hanno ripetutamente innescato reazioni a catena a danno del sistema bancario, delle finanze pubbliche e dell'intera economia. La storia insegna anche come le crisi derivanti dai mercati ipotecario e immobiliare generino costi economici particolarmente elevati; le recessioni ad esse associate sono in genere segnatamente lunghe e pesanti⁴.

A titolo di esempio si ricordino gli eventi di inizio anni 1990 in Svizzera. Dopo una lunga fase di aumento dei prezzi immobiliari, i tassi ipotecari salirono e i prezzi calarono fortemente. Ciò provocò una crisi bancaria, che sfociò in una recessione e in una più lunga fase di stagnazione economica. Anche la crisi finanziaria mondiale del 2008 era fondamentalmente legata a contrazioni dei prezzi sui mercati immobiliari, in particolare negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Spagna e in Irlanda. Un fattore determinante fu in quel caso l'applicazione di criteri permissivi nella concessione del credito nel periodo antecedente alla crisi.

Ma come si spiega l'infausto rapporto tra mercato ipotecario, immobiliare, sistema bancario e stabilità finanziaria?

Innanzitutto bisogna tener presente che questi mercati comportano grandi rischi di concentrazione soprattutto per le banche e per le famiglie. I prestiti ipotecari sono in Svizzera la principale voce dell'attivo di bilancio delle banche. Essi rappresentano circa il 30% degli attivi totali nel sistema bancario, e il 70% se si considerano esclusivamente le banche orientate al mercato interno che operano principalmente nel segmento creditizio locale. Nel complesso, gli immobili residenziali sono al tempo stesso la più importante componente patrimoniale e i prestiti ipotecari la principale voce di debito delle famiglie del nostro Paese: circa il 45% del loro patrimonio è investito in immobili e il 95% dei loro debiti è costituito da tali prestiti⁵.

Queste cifre rimandano a un altro importante aspetto: il mercato immobiliare è fortemente finanziato attraverso il credito e circa il 95% dei prestiti ipotecari sugli immobili è concesso da banche. Vi è pertanto uno stretto legame tra il suddetto mercato, quello ipotecario e il settore bancario.

Ultimo elemento, ma non per importanza, è che i mercati immobiliari sono storicamente soggetti a cicli lunghi e pronunciati che possono durare anni o persino decenni. Durante protratte fasi di espansione, i rischi sono tipicamente sottostimati e dunque assunti in misura eccessiva dalle famiglie, dalle imprese, dagli investitori e dalle banche. In una fase di contrazione, invece, gli effetti di un calo dei prezzi e delle perdite su crediti possono rafforzarsi reciprocamente. Un tale scenario può determinare gravi turbative del sistema bancario e ingenti costi economici.

⁴ Cfr. Jordà, O., M. Schularick, e A. M. Taylor (2015), «Leveraged bubbles», *Journal of Monetary Economics*, vol. 76(S), pagg. 1-20.

⁵ Cfr. l'Approfondimento della BNS «Le patrimoine des ménages domiciliés en Suisse: concepts et comparaison internationale de l'évolution», consultabile online in francese, tedesco e inglese sul portale di dati della Banca nazionale: https://data.snb.ch/fr/topics/texts#!doc/focus_20210429 (ultimo accesso: 30.8.2021).

Come assolviamo i nostri compiti

Signore e signori, riconoscendo l'elevato potenziale di danno delle crisi immobiliari e ipotecarie, la domanda che si pone è: come limitare i rischi sistemici che derivano da questi mercati?

Dal punto di vista macroprudenziale vi sono tre azioni prioritarie: individuare tempestivamente i rischi, limitarne l'accumulo, rafforzare la resilienza delle banche. Vorrei ora trattare questi tre elementi più in dettaglio. Incomincerò spiegando come monitoriamo i rischi e illustrerò successivamente gli strumenti macroprudenziali di cui disponiamo.

Monitoraggio dei rischi

Ai fini della tempestiva individuazione dei rischi poniamo l'attenzione sulle vulnerabilità dei mercati ipotecario e immobiliare e sulle loro possibili conseguenze per il settore bancario. Le vulnerabilità si manifestano principalmente attraverso prezzi eccessivi degli immobili e un'attività di concessione dei prestiti ipotecari finanziariamente non sostenibile. Entrambe le dinamiche comportano un'accresciuta esposizione al rischio di correzioni sotto forma di bruschi cali dei prezzi e drastici aumenti delle perdite su crediti.

Per la valutazione di questi rischi ci appoggiamo su un'ampia gamma di dati e metodi, la cui estensione riflette l'elevata incertezza legata alla misurazione dei rischi stessi e i diversi punti di forza e di debolezza di ogni singolo indicatore utilizzato. Più le evoluzioni degli indicatori sono omogenee, più chiaro è l'esito della valutazione.

Ci avvaliamo tra l'altro di indicatori su base aggregata, affermatasi nella letteratura specializzata come indicatori di allerta precoce per le crisi finanziarie⁶. Questi misurano le vulnerabilità calcolando lo scostamento di prezzi e volumi dei prestiti dai relativi dati fondamentali e tendenze di lungo periodo. Esempi di indicatori di allerta precoce sono il rapporto tra prezzi degli immobili e reddito dell'acquirente («price-to-income ratio») o scostamenti del rapporto tra volume dei prestiti ipotecari e prodotto interno lordo (PIL) rispetto alla sua tendenza di lungo periodo («credit-to-GDP gap»). Secondo le esperienze passate, un forte aumento di questi indicatori segnala una maggiore probabilità di crisi.

Oltre alle informazioni aggregate teniamo conto anche di dati dettagliati sui singoli prestiti, soprattutto per valutare se i mutui ipotecari concessi sono sostenibili. Un'importante fonte di dati a tale riguardo è la rilevazione «Nuove ipoteche», o Hypo_B⁷. Grazie a questa indagine disponiamo di dati anonimizzati completi su base individuale relativi ai nuovi mutui concessi dalle 27 maggiori banche in Svizzera, le quali detengono circa il 90% del mercato ipotecario nazionale. Le informazioni vanno dalle caratteristiche dei mutuatari a indicazioni dettagliate sulle condizioni creditizie e sugli immobili costituiti in garanzia. Esse ci consentono di

⁶ Cfr. Aldasoro, I., C. Borio e M. Drehmann (2018): «Indicatori di allerta precoce delle crisi bancarie: la famiglia si allarga», *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018. Per un approfondimento sulla Svizzera, cfr. anche Jokipii, T., R. Nyffeler e S. Riederer (2020): «Exploring BIS credit-to-GDP gap critiques: the Swiss case», *SNB Working Papers*, 19/2020.

⁷ Cfr. <https://emi.snb.ch/fr/emi/HYPO> (ultimo accesso: 30.8.2021).

seguire da vicino l'andamento dei rischi di credito, come quelli relativi alla sostenibilità finanziaria o al rapporto fra il prestito e il valore della garanzia (detto anche «tasso di anticipo» o «loan-to-value ratio», LTV).

Infine, un contributo essenziale al nostro monitoraggio ci viene fornito dalle prove di stress, tramite le quali stimiamo le perdite che le banche potrebbero subire nell'ambito di vari scenari di crisi. Il successivo confronto dei potenziali di perdita così calcolati con la capitalizzazione delle singole banche ci permette di vagliare l'importanza delle vulnerabilità nei mercati ipotecario e immobiliare per la stabilità finanziaria e di desumere eventuali azioni correttive.

Naturalmente, il nostro monitoraggio dei rischi è costantemente aggiornato: rivediamo regolarmente l'insieme degli indicatori utilizzati e le nostre prove di stress, anche alla luce dei nuovi risultati della ricerca e delle esperienze in altri paesi. Riguardo alla disponibilità dei dati in Svizzera, negli ultimi anni sono stati compiuti progressi importanti, in particolare con la menzionata rilevazione Hypo_B relativa ai nuovi prestiti ipotecari. Non sono invece disponibili a tutt'oggi dati equiparabili sui mutui ipotecari in essere.

Consentitemi al riguardo di fare un appello a chi tra voi si occupa di ricerca: da quest'anno le informazioni in forma aggregata della rilevazione Hypo_B sono liberamente accessibili. Ci auguriamo con ciò di poter contribuire anche ad ampliare la ricerca nell'ambito della stabilità finanziaria e non vediamo l'ora di conoscere i risultati.

Strumentario macroprudenziale

Passo ora a parlare delle possibilità che abbiamo per ostacolare gli sviluppi potenzialmente dannosi nei mercati ipotecario e immobiliare e rafforzare la resilienza del sistema bancario.

Di quali mezzi dispone la Banca nazionale? Il nostro strumentario macroprudenziale comprende in concreto la comunicazione, la partecipazione alle attività di regolamentazione nazionale e internazionale e il diritto di proposta in merito al cuscinetto anticiclico di capitale.

Alla comunicazione è attribuita un'importanza particolare, specialmente nel contrastare la sottovalutazione di rischi sistemici o l'eccessiva assunzione di rischi da parte degli operatori di mercato. I primi sono spesso difficili da valutare nell'ottica del singolo operatore; per riconoscere dinamiche non sostenibili è necessario disporre di una visione aggregata. È questa infatti la prospettiva che assumiamo in qualità di banca centrale. Per tale motivo il rapporto sulla stabilità finanziaria, elemento centrale della comunicazione macroprudenziale della BNS, assume notevole rilevanza: in esso illustriamo annualmente in maniera dettagliata la nostra valutazione sulla solidità del settore bancario elvetico nel suo insieme e ci pronunciamo in merito ai progetti di regolamentazione attuali.

Ma per quanto importante sia, da sola la comunicazione non basta di regola ad arginare i rischi per la stabilità. Servono anche principi guida regolamentari. La BNS interviene a vari livelli nella definizione di tali principi, sul piano sia nazionale che internazionale.

A livello nazionale collabora con la Confederazione e la FINMA per garantire un assetto regolamentare adeguato. Le disposizioni sul capitale proprio e sulla liquidità delle banche

sancite nelle leggi e nelle ordinanze di queste due autorità svolgono un ruolo di primo piano. Inoltre, anche le norme in materia di autodisciplina delle banche rivestono un'importanza cruciale: le disposizioni rilevanti sono completate da regole e direttive dell'Associazione svizzera dei banchieri, che la FINMA può riconoscere anche come standard minimo⁸. Negli ultimi anni questo strumento è stato impiegato più volte nei mercati ipotecario e immobiliare.

A livello internazionale la BNS opera in diversi organismi e gruppi di lavoro, come il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Le raccomandazioni e gli accordi definiti in questi consessi influiscono a loro volta notevolmente sulla nostra legislazione nazionale. Un esempio concreto a tale riguardo è il cuscinetto anticiclico di capitale, concepito in ambito internazionale e introdotto in Svizzera nel 2012 nel quadro di un'ordinanza del Consiglio federale.

Il cuscinetto anticiclico di capitale è uno strumento chiave anche per contrastare la presenza di eccessi nei mercati ipotecario e immobiliare. Quando è attivato le banche sono tenute a disporre in via temporanea di una maggiore dotazione di capitale proprio, in aggiunta ai requisiti patrimoniali in vigore, e ciò in funzione delle vulnerabilità presenti. Il cuscinetto anticiclico mira quindi a rafforzare la capacità di resistenza del settore bancario di fronte ai rischi di un'eccessiva espansione del credito e al tempo stesso a impedirne una crescita non sostenibile. Finora la sua applicazione in Svizzera ha riguardato la concessione dei prestiti ipotecari per immobili residenziali. In concreto: più crediti di questo tipo detiene una banca nel suo bilancio e maggiore deve essere la sua dotazione di capitale proprio supplementare.

L'adeguatezza del livello del cuscinetto anticiclico è verificata regolarmente. Quando stabiliamo che è necessario un aggiustamento, inoltriamo al Consiglio federale una proposta corrispondente, sentito il parere della FINMA.

Signore e signori, una comunicazione costante, adeguamenti mirati del quadro regolamentare e l'impiego del cuscinetto anticiclico di capitale hanno dimostrato negli ultimi anni la loro efficacia. Su questo tornerò in seguito. Le misure adottate dalle autorità in materia di rischi ciclici sono perciò essenziali, ed è nostro dovere continuare a verificare regolarmente gli strumenti a nostra disposizione e adeguarli alla situazione di rischio⁹.

In questa sede vorrei però ugualmente ribadire che le possibilità di impiego e l'efficacia degli strumenti macroprudenziali sono sì importanti, ma anche limitate. Le misure adottate dalle autorità non possono pertanto sostituire la responsabilità dei singoli operatori di mercato; sono loro in ultima istanza a dover tenere sotto controllo i propri rischi.

⁸ Cfr. <https://finma.ch/it/dokumentation/selbstregulierung/> (ultimo accesso: 30.08.2021).

⁹ Cfr. al riguardo le raccomandazioni del Fondo monetario internazionale inerenti alla valutazione completa del sistema finanziario elvetico nel 2019: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/06/26/Switzerland-Financial-Sector-Assessment-Program-47045> (ultimo accesso: 30.8.2021).

Valutazione della situazione attuale

Passo quindi a illustrare la nostra valutazione della situazione attuale in Svizzera, anticipandone subito il giudizio complessivo: le vulnerabilità dei mercati ipotecario e immobiliare sono secondo noi elevate.

Spiegherò questa nostra valutazione dapprima in riferimento al mercato dei prestiti ipotecari e poi in relazione al mercato degli immobili, concentrandomi sul segmento residenziale, nel quale individuiamo al momento i rischi maggiori.

Dinamica vigorosa e crescenti rischi di sostenibilità nella concessione dei prestiti ipotecari

Nel mercato ipotecario diversi indicatori mostrano che negli scorsi anni il volume dei prestiti è aumentato più di quanto sia riconducibile ai fattori fondamentali.

Ad esempio, l'indebitamento ipotecario dell'intera economia, misurato come il rapporto fra i prestiti ipotecari in essere e il PIL, è cresciuto sensibilmente dal 2009 (slide 2). Tale espansione è stata particolarmente pronunciata nel 2020, a causa della forte flessione del PIL dovuta alla crisi da coronavirus. Sebbene quindi il rapporto prestiti-PIL possa diminuire di nuovo leggermente sulla scia della ripresa economica, i valori in Svizzera si situano su livelli molto elevati (150% circa) non solo nel raffronto internazionale, bensì anche in termini storici.

Ciononostante, negli ultimi anni l'attenzione della BNS non si è focalizzata tanto sulla crescita dei prestiti ipotecari concessi, quanto piuttosto sulla loro qualità. In primo piano vi era il rischio di sostenibilità, ossia il rischio che i mutuatari non fossero in grado di sostenere a lungo termine il costo dei prestiti.

Nella pratica bancaria, una misura standard per valutare la sostenibilità del finanziamento di un'abitazione a uso proprio è data dal rapporto fra i costi teorici (onere per interessi, ammortamento e manutenzione) e il reddito lordo del beneficiario del prestito ipotecario: affinché la sostenibilità sia considerata adeguata, i costi non devono ammontare a più di un terzo del reddito. Per quanto riguarda invece gli immobili residenziali a reddito, termine con il quale si intendono sia le case plurifamiliari che le case unifamiliari e gli appartamenti di proprietà concessi in affitto, i costi non devono superare gli introiti da locazione.

La slide 3 mostra la quota dei nuovi prestiti ipotecari a vari tassi di interesse teorici che non corrispondono alla misura standard di cui sopra, ossia per i quali il rapporto prestito-reddito («loan-to-income ratio», LTI) è troppo elevato. I dati indicano che dal 2014 i rischi di sostenibilità sono aumentati in tutti i segmenti e si collocano attualmente su livelli massimi. Negli ultimi anni essi si sono nettamente accentuati in particolare nel comparto degli immobili residenziali a reddito: il 20-30% dei nuovi prestiti non sarebbe più sostenibile nel caso di un aumento del tasso di interesse al 3% e questa quota raggiungerebbe addirittura il 40% circa nel caso di un aumento al 4%. Per le abitazioni a uso proprio i valori corrispondenti sono rispettivamente di circa il 20% e il 30%.

Ciò non significa che le quote dei prestiti ipotecari non rimborsati raggiungerebbero effettivamente questi livelli, qualora aumentasse il tasso di interesse. Anche perché nel calcolo è considerato solo il reddito del mutuatario e non la sua situazione patrimoniale. Inoltre, questi valori si riferiscono solo ai nuovi crediti e non a quelli in essere. Nondimeno, nel complesso i dati indicano chiaramente che l'indebitamento dei mutuatari ipotecari in rapporto al loro reddito è considerevolmente aumentato negli ultimi anni. Di conseguenza, è cresciuta in modo marcato anche la loro vulnerabilità rispetto a un innalzamento dei tassi di interesse.

Sopravvalutazioni degli immobili residenziali

Giungo quindi a parlare del mercato degli immobili residenziali, per il quale numerosi indicatori mostrano una sopravvalutazione. L'andamento dei prezzi negli scorsi anni ha infatti evidenziato un ritmo più sostenuto di quanto sia riconducibile ai fattori fondamentali e ciò per tutti i segmenti, ossia le case unifamiliari, gli appartamenti di proprietà e le case plurifamiliari.

L'entità di questa sopravvalutazione può essere quantificata solo con grande incertezza. Questa problematica è chiaramente illustrata nella slide 4 con l'esempio del segmento degli appartamenti di proprietà. Nella slide è riportata la misurazione della loro valutazione impiegando due indicatori semplici e i risultati di due modelli. Entrambi gli indicatori, ossia il rapporto prezzo-affitto (in azzurro) e il rapporto prezzo-PIL (in arancione) mostrano una sopravvalutazione di circa il 30%. Un modello econometrico (in rosso), che spiega i prezzi attuali in funzione dell'evoluzione del PIL, del numero totale di abitazioni e del tasso di interesse, indica una sopravvalutazione di circa il 20%¹⁰. Infine, il cosiddetto «user cost model» (in blu scuro) evidenzia un ampio intervallo di valori, a seconda delle ipotesi formulate in relazione all'andamento futuro dei tassi di interesse e dei canoni di locazione¹¹. Se si presuppone per esempio che i tassi ipotecari reali ritornino a lungo termine sulla loro media storica del 2,6%, risulta una sopravvalutazione di circa il 30%. Se si presuppone invece un tasso ipotecario reale dell'1% nel lungo periodo, la sopravvalutazione scende al 5% circa.

Le elevate vulnerabilità comportano rischi per la stabilità finanziaria...

Per riassumere possiamo quindi affermare che attualmente individuiamo sia chiari segnali di una dinamica non sostenibile nella concessione dei prestiti ipotecari sia un accresciuto pericolo di una correzione dei prezzi. Di seguito vorrei illustrare il motivo per cui queste vulnerabilità possono rappresentare un rischio per la stabilità finanziaria, prendendo ad esempio il caso di un incremento rapido e inatteso del tasso di interesse. Un tale scenario potrebbe al contempo determinare una materializzazione dei rischi di sostenibilità e causare

¹⁰ Cfr. Cuestas, J. C., M. Kukk e N. Levenko (2021), «*Misalignments in house prices and economic growth in Europe*», mimeo; Muellbauer, J. (2018), «*Housing, debt and the economy: a tale of two countries*», mimeo. Anche la BCE impiega un modello analogo, cfr. BCE, *Financial Stability Review*, novembre 2015 e maggio 2021.

¹¹ Cfr. p. es. Poterba, J. M. (1984), *Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach*. Nella versione «base» dello «user cost model» le aspettative a lungo termine per il tasso ipotecario reale sono fissate al valore medio storico del 2,6%. Nelle versioni «tasso basso» e «tasso molto basso» il tasso ipotecario reale atteso è fissato rispettivamente all'1,5% e all'1,0%.

perdite dovute a correzioni sui prezzi. Due rischi, questi, che possono anche rafforzarsi reciprocamente.

Comincio dai rischi di sostenibilità. Come si vede nella slide 4, essi sono continuamente cresciuti negli ultimi anni e si situano attualmente su livelli elevati. Ciò significa che, se oggi aumentasse il tasso di interesse, un numero considerevole di mutuatari potrebbe avere difficoltà a rimborsare il prestito e ciò inciderebbe negativamente sui portafogli creditizi delle banche.

Nello stesso tempo, nel caso di un brusco incremento del tasso di interesse potrebbero verificarsi anche correzioni di prezzo molto ampie sul mercato immobiliare. Gran parte dei prestiti ipotecari nei portafogli bancari presenta un rapporto prestito-valore compreso tra il 60% e l'80%. Un rapporto di tale entità assicura in una situazione normale che una banca non incorrerebbe in perdite in caso di inadempienza di un singolo mutuatario, poiché il prestito è sufficientemente coperto dal valore dell'immobile costituito in garanzia. Tuttavia, qualora si verificasse una netta e ampia correzione dei prezzi sul mercato immobiliare svizzero questo margine di sicurezza si ridurrebbe. Già con una flessione media del 20-30% vi è da aspettarsi che una quota sostanziale dei prestiti non sarebbe sufficientemente garantita in caso di inadempienza, comportando perdite per le banche.

Questi potenziali effetti sui bilanci delle banche illustrano che il sistema bancario è attualmente molto esposto alle vulnerabilità presenti nei mercati ipotecario e immobiliare e che esso potrebbe incorrere in ingenti perdite nel caso di un brusco aumento del tasso di interesse.

... ma le riserve di capitale assicurano nel complesso una resilienza adeguata

Nelle nostre prove di stress simuliamo lo scenario di un aumento inatteso e rapido del tasso di interesse anche in termini quantitativi. Infatti, a noi interessa soprattutto esaminare se le banche sono sufficientemente capitalizzate per far fronte alle vulnerabilità menzionate e se potrebbero continuare ad espletare le loro funzioni importanti per l'economia, come la concessione di crediti, nonostante le perdite subite.

Le nostre prove di stress confermano la rilevanza di tali vulnerabilità, indicando che le banche subirebbero effettivamente ingenti perdite nel caso di un forte e repentino innalzamento dei tassi di interesse contestualmente a una flessione dei prezzi degli immobili. I rischi di sostenibilità si materializzerebbero, ossia numerosi mutuatari non sarebbero più in grado di pagare gli interessi ipotecari. Inoltre, la contrazione dei prezzi comporterebbe una sottocopertura di molti prestiti, che non sarebbero più interamente garantiti dal valore degli immobili. Complessivamente, in un tale scenario, i coefficienti patrimoniali di molte banche scenderebbero sotto i livelli obiettivo e in alcuni casi anche sotto i requisiti minimi regolamentari.

Nello stesso tempo, le prove di stress sottolineano l'importanza delle riserve di capitale detenute attualmente dalle banche, che comprendono anche buffer di capitale aggiuntivi

costituiti a titolo facoltativo e che superano quindi i livelli prescritti dalla legge. Grazie a queste riserve, secondo la nostra valutazione la maggior parte degli istituti sarebbe oggi in grado di assorbire eventuali perdite su crediti. Ciò significa che la resilienza della maggioranza delle banche è a nostro giudizio adeguata.

La situazione attuale richiede attenzione

Signore e signori, il fatto che la capitalizzazione delle banche sia secondo la nostra valutazione sufficiente non vuol dire che possiamo riposare sugli allori.

Se la situazione oggi non è maggiormente rischiosa, lo si deve anche alle misure adottate negli ultimi anni (slide 5). Fra queste figura per esempio la decisione del Consiglio federale nel 2012 di innalzare i requisiti sui fondi propri per i prestiti ipotecari che presentano un elevato rapporto prestito-valore (LTV). Inoltre, negli anni 2012, 2014 e 2019 sono state rivedute e inasprite le norme in materia di autodisciplina delle banche e in particolare sono stati aumentati i requisiti relativi all'ammortamento dei prestiti ipotecari e al capitale proprio necessario. Di fondamentale importanza è stata anche l'attivazione del cuscinetto anticiclico di capitale nel 2013 e il suo successivo innalzamento al 2% nel 2014. Esso è stato disattivato l'anno scorso nel contesto della crisi da coronavirus, nonostante le vulnerabilità presenti nei mercati ipotecario e immobiliare, affinché le banche potessero disporre in quella situazione straordinaria di un margine più ampio nella concessione di crediti alle imprese.

Le misure adottate tra il 2012 e il 2019 sono state importanti per rafforzare la resilienza delle banche e rallentare l'acuirsi delle vulnerabilità¹². Tuttavia esse non hanno potuto impedire interamente l'aumento dei rischi. La situazione continuerà quindi a richiedere tutta la nostra attenzione. E desidero evidenziarne due motivi.

In primo luogo, l'evoluzione attuale dei prezzi degli immobili residenziali non permette di abbassare la guardia. Come illustrato nel nostro rapporto sulla stabilità finanziaria pubblicato in giugno, la dinamica non si è indebolita neanche nel contesto della pandemia da coronavirus. Anzi, la crescita dei prezzi sul mercato residenziale ha registrato un ulteriore incremento. Il fatto che la pandemia non avrebbe comportato un rallentamento non era chiaro all'inizio della crisi, ma a posteriori non è sorprendente: infatti i tassi di interesse sono rimasti bassi e le misure di sostegno hanno fortemente attutito le conseguenze negative della crisi sul reddito di famiglie e imprese. I dati apparsi dopo la pubblicazione del rapporto di giugno mostrano il protrarsi della forte dinamica dei prezzi.

In secondo luogo, vi è da attendersi che il contesto globale di tassi bassi permarrà ancora per un certo tempo. Da una parte, continuano ad operare i fattori strutturali che hanno determinato una tendenza al ribasso del livello dei tassi negli ultimi decenni, come per esempio l'invecchiamento della popolazione o il rallentamento della crescita della produttività.

¹² Per esempio Behncke (2020) mostra che la revisione delle norme di autodisciplina nel 2012 e l'attivazione del cuscinetto anticiclico di capitale nel 2013 hanno determinato un calo dei rischi relativi al rapporto prestito-valore (cfr. Behncke, S., «Effects of macroprudential policies on bank lending and credit risks», *SNB Working Papers*, 6/2020).

Dall'altra, le banche centrali dei paesi industrializzati perseguono una politica monetaria espansiva e tale orientamento continuerà a essere necessario per contrastare le ripercussioni della crisi da coronavirus. Pertanto, è lecito aspettarsi che i tassi rimarranno bassi ancora per un po' e quindi che permarranno gli incentivi a una maggiore assunzione di rischi¹³. Ciò potrebbe contribuire a far sì che la dinamica dei volumi dei prestiti e dei prezzi degli immobili residenziali si mantenga anche in futuro più vigorosa di quanto possa essere ricondotto ai fattori fondamentali. Nello stesso tempo, il prolungamento del ciclo attuale accresce il pericolo che svaniscano i ricordi delle crisi passate e che gli operatori del mercato attribuiscono sempre meno rilevanza ai rischi.

Su tale sfondo è importante continuare a osservare con attenzione l'andamento dei mercati ipotecario e immobiliare. La Banca nazionale verifica continuamente in questo ambito se si debba procedere a una riattivazione del cuscinetto anticiclico di capitale.

Considerazioni conclusive

Signore e signori, giungo così al termine della mia relazione. Stiamo per assistere a un forte crollo immobiliare? È imminente lo scoppio di una bolla? Se vi attendevate che rispondessi oggi a queste domande devo purtroppo deludervi. Per prevedere il futuro, bisognerebbe saper leggere la sfera di cristallo. Per loro natura, infatti, le crisi non possono essere previste.

Dal nostro punto di vista occorre piuttosto chiedersi se vi sono vulnerabilità importanti nei mercati ipotecario e immobiliare. E a questa domanda possiamo rispondere affermativamente. Secondo il nostro giudizio vi è un'accresciuta esposizione al rischio di correzioni sotto forma di cali dei prezzi e aumenti delle perdite su crediti. Tuttavia, grazie alle loro ingenti riserve di capitale, la maggior parte delle banche dovrebbe essere in grado di assorbire queste perdite. I cuscinetti di capitale sono quindi essenziali per la stabilità finanziaria e lo rimarranno anche in futuro.

Dato che probabilmente l'attuale fase di espansione dei mercati esaminati si protrarrà, vi è da aspettarsi che i rischi per la stabilità finanziaria continueranno a essere centrali. Per contenerli saranno necessari anche in futuro il coinvolgimento e il sostegno di tutti gli attori, sia delle autorità che dei creditori e dei mutuatari.

Vi ringrazio per la cortese attenzione.

¹³ Cfr. a tale riguardo Schelling, T. e P. Towbin, «Negative interest rates, deposit funding and bank lending», *SNB Working Papers*, 5/2020.

Mercati ipotecario e immobiliare: gli attuali sviluppi comportano rischi per la stabilità finanziaria

Fritz Zurbrügg

Vicepresidente della Direzione generale

Banca nazionale svizzera

Università di Lucerna, 31 agosto 2021

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

BANQUE NATIONALE SUISSE

BANCA NAZIONALE SVIZZERA

BANCA NAZIUNALA SVIZRA

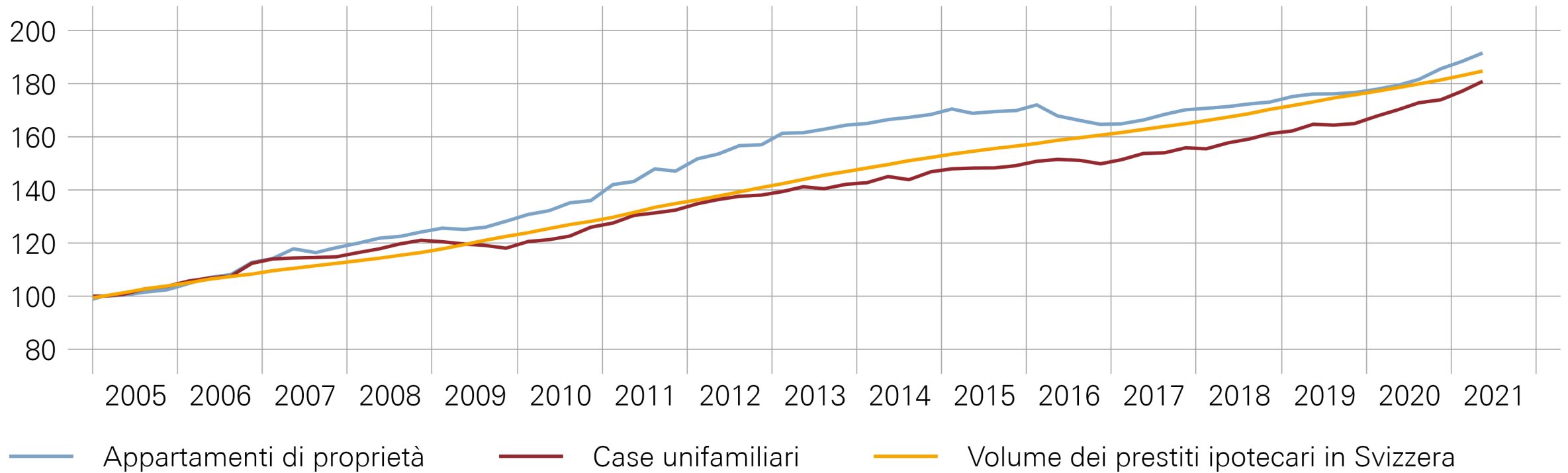
SWISS NATIONAL BANK



Slide 1

INDICI DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI E VOLUME DEI PRESTITI IPOTECARI

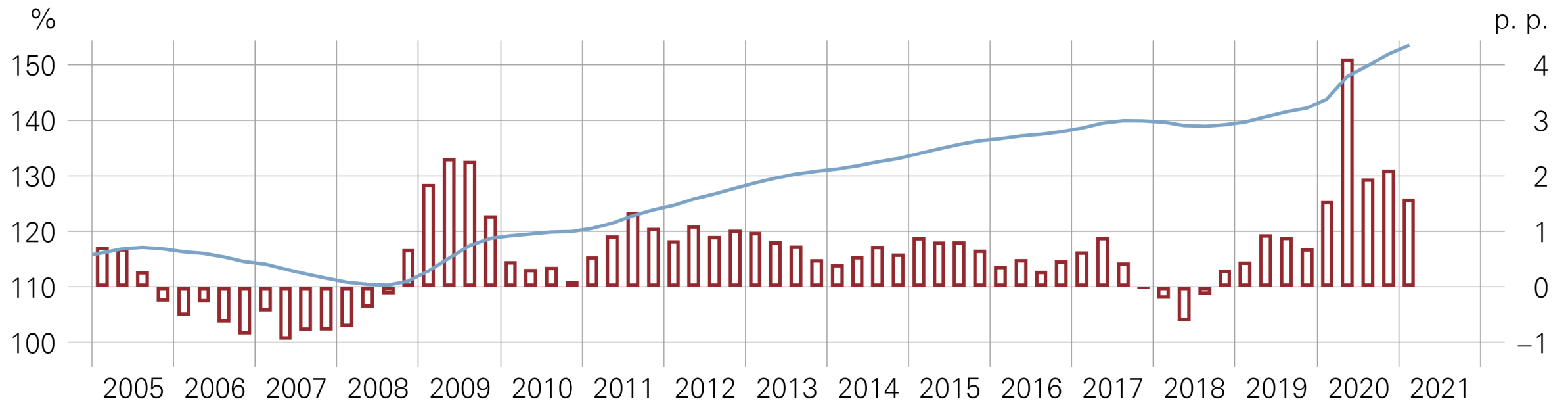
In termini nominali, 1° trimestre 2005 = 100



Fonti: BNS e Wüest Partner.

Slide 2

PRESTITI IPOTECARI RISPETTO AL PIL



— Prestiti ipotecari rispetto al PIL (scala sinistra)

▣ Variazione del rapporto rispetto al trimestre precedente (scala destra)

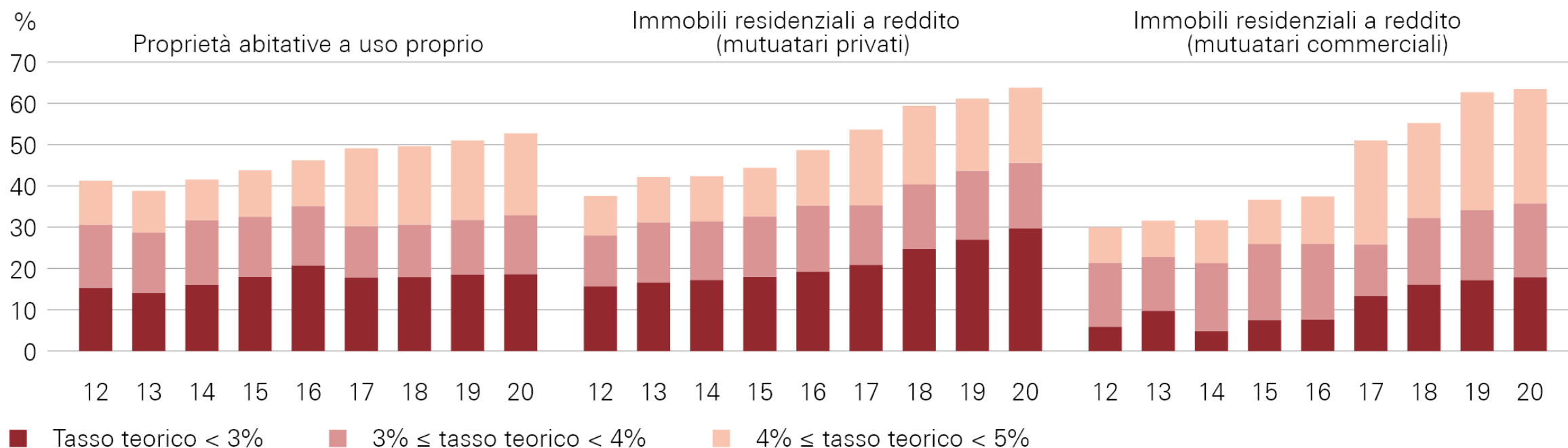
Fonti: BNS, SECO e UST.

Immagine: fonte.

Slide 3

RAPPORTO PRESTITO-REDDITO DEI NUOVI PRESTITI IPOTECARI¹

Quota di prestiti con costi teorici superiori ai canoni di affitto (immobili residenziali a reddito) o superiori a un terzo del reddito (proprietà abitative a uso proprio) con un tasso di interesse teorico fino al 5%

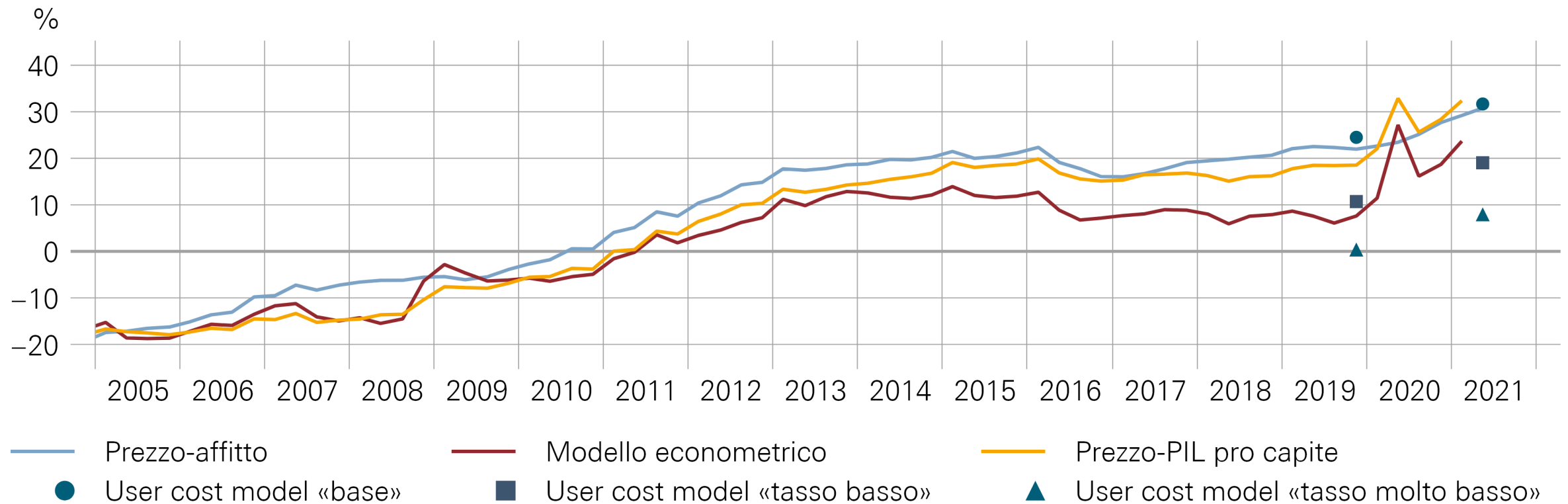


¹ Dal 2017 con dati della rilevazione riveduta «Nuove ipoteche».

Fonte: BNS.

Slide 4

APPARTAMENTI DI PROPRIETÀ: INDICATORI PER LA VALUTAZIONE



Fonti: BNS, SECO, UST e Wüest Partner.

Slide 5

Data della comunicazione

Giu. 2012

Autodisciplina: **innalzamento requisiti fondi propri, obbligo di ammortamento**

Giu. 2012

Innalzamento requisiti fondi propri per prestiti ipotecari con LTV elevato

Feb. 2013

Attivazione del **cuscinetto anticiclico settoriale di capitale** all'1%

Gen. 2014

Innalzamento del **cuscinetto anticiclico settoriale di capitale** al 2%

Lug. 2014

Autodisciplina: **accorciamento della durata di ammortamento**

Ago. 2019

Autodisciplina per gli immobili residenziali a reddito: **innalzamento requisiti fondi propri, accorciamento della durata di ammortamento**

Mar. 2020

Disattivazione del **cuscinetto anticiclico settoriale di capitale** per il superamento della crisi da coronavirus

■ Consiglio federale e BNS ■ Consiglio federale ■ Associazione dei banchieri

Fonte: BNS.

Grazie per la vostra attenzione!

© Banca nazionale svizzera

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

