

Teuerung in DCF-Modellen – wenn schon, dann konsequent

Experten sind sich bis heute uneinig: Ist die Teuerung in einer Immobilienbewertung zu berücksichtigen oder nicht? Wenn ja, wie? Wenn nein, ist die Teuerung nicht Bestandteil jeder Bewertung, da die Diskontsätze aus nominalen Markterwartungen hergeleitet werden, in denen immer eine «implizite» Teuerungserwartung berücksichtigt ist? Steigert die Berücksichtigung der Teuerung die Qualität der Bewertung wirklich?

Während die Teuerung bei Ertrags- und Barwertbetrachtungen ausschliesslich im Zinssatz berücksichtigt werden kann, bieten Discounted Cash-Flow-, kurz DCF-Modelle, die Möglichkeit, die Teuerung differenziert in einem Modell abzubilden. Hier sind sich im Grundsatz alle Experten einig: Richtig angewendet führt die Berücksichtigung einer allgemeinen, über alle Bewertungsparameter gleichen Teuerungserwartung zu keiner Wertveränderung. Dies sei an den drei Möglichkeiten einer Berücksichtigung der Teuerung in einem DCF-Modell illustriert (siehe Tabelle unten).

In der Praxis ist vor allem Variante 2 verbreitet. Hier passieren aber auch immer wieder grobe Anwendungsfehler. So führt z. B. die Berücksichtigung des nominalen Zinssatzes in der Phase II im

Musterbeispiel (s. Box) zu einem über 26,3 Prozent tieferen Marktwert. Wird eine Teuerung nur einseitig auf Erträgen hinterlegt, z. B. 1 Prozent, so resultiert bereits ein um 4,5 Prozent höherer Marktwert. Darüber hinaus kommt es oft vor, dass die Instandsetzungen, die oftmals in einer gesonderten Berechnung hergeleitet werden, nicht entsprechend mit einer Teuerung berücksichtigt werden. Ferner ist die Annahme über die Höhe des allgemeinen Teuerungsneaus im Kontext von Teilindexierungen von grosser Bedeutung.

Es empfiehlt sich deshalb, sich zuerst mit dem Wesen der Teuerung auseinanderzusetzen. Das Bundesamt für Statistik (BFS) umschreibt die Teuerung wie folgt: «Die Teuerung beschreibt die Preisveränderung eines bestimmten Warenkorbes über einen bestimmten Zeitabschnitt. Der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) misst die Teuerung anhand der Preisentwicklung eines fixen Warenkorbes, welcher die wichtigen Konsumgüter der privaten Haushalte beinhaltet». Dabei lässt sich die Teuerung nicht klar von der Inflation trennen. Inflation wird durch das BFS als «allgemeiner und kontinuierlicher Preisanstieg», oder anders ausgedrückt, «anhaltender Geldwertverlust» beschrieben.

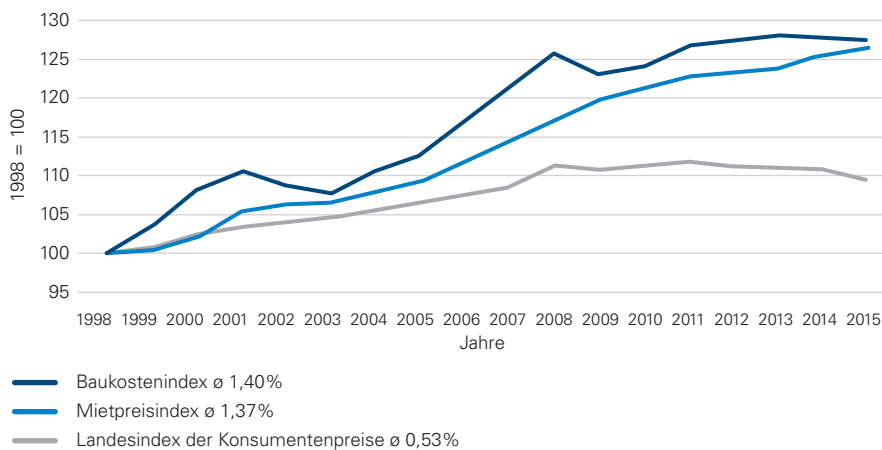
Langfristige Teuerungsannahme von grosser Bedeutung

Die Teuerung wirkt also auf jede Person, jedes Unternehmen, abhängig vom jeweiligen persönlichen Warenkorb, individuell. Damit ist klar: Für die Berücksichtigung der Teuerung stellt sich vor allem eine Frage: Geniessen Anlagen in Immobilien langfristig Inflationsschutz und wird dieser gegenüber anderen Asset-Klassen speziell in der Bewertung berücksichtigt?

Der niederländische Herengracht-Index, ein Immobilienindex auf Transaktionspreisbasis, der die Preisentwicklung von 1628 bis 1973 in der Herengracht (Amsterdam) untersucht, spricht eine deutliche Sprache. Über die Jahre haben sich dort die Immobilienpreise rund 0,5 Prozent pro Jahr stärker entwickelt als die Teuerung. Damit ist belegt, dass in einer vergleichbaren volkswirtschaftlichen Situation ein Teuerungsschutz für Immobilienanlagen besteht. Anzuführen ist aber, dass der Index, je nach volkswirtschaftlicher Situation, starken Schwankungen unterliegt.

Es stellt sich somit die Frage der Grundprämisse: Wird davon ausgegangen, dass Immobilienanlagen grundsätzlich «Teuerungsschutz» geniessen, kann dies im Kapitalisierungssatz berücksich-

DCF-Modell (stark vereinfacht)	Variante 1 ohne Teuerung				Variante 2 Nominal/Real				Variante 3 Nominal			
	Phase I			II (Exit)	Phase I			II (Exit)	Phase I			II (Exit)
Jahre	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Nettomietzinsenträge	100,0	100,0	100,0	100,0	101,0	102,0	103,0	103,0	101,0	102,0	103,0	103,0
«Teuerung» in %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Bewirtschaftungskosten	20,0	20,0	20,0	20,0	20,2	20,4	20,6	20,6	20,2	20,4	20,6	20,6
«Teuerung» in %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Instandsetzungskosten	15,0	15,0	15,0	15,0	15,2	15,3	15,5	15,5	15,2	15,3	15,5	15,5
«Teuerung» in %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Cashflow	65,0	65,0	65,0	65,0	65,7	66,3	67,0	67,0	65,7	66,3	67,0	67,0
Entwicklung	100	100	100		100	101	102		100	101	102	
Basiszinssatz	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	3,63%	3,63%	3,63%	2,60%	2,63%	2,65%	2,68%	2,68%
«Teuerung» in %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Diskontierter Cashflow	63,4	61,7	60,2	2314,7	63,4	61,7	60,2	2314,7	64,0	62,9	61,9	2311,2
DCF-Wert per Stichtag				2500				2500				2500



Grafik 1: Entwicklung 1998 = 100

Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS)

tigt werden. Wer hingegen bereits heute weiss, dass z.B. ein Geschäftsmietvertrag nur zu 80 Prozent indexiert wird, soll dies differenziert in der Bewertung berücksichtigen.

Dazu ist eine Prognose der allgemeinen Teuerungserwartung (Entwicklung Landesindex der Konsumentenpreise LIK) sowie der Teuerung auf den einzelnen Kosten- und Ertragspositionen nötig. Ist die weit verbreitete, langfristige 1-Prozent-Teuerung im Jahr wirklich noch realistisch? Oder erwartet uns in Zukunft ein japanisches Szenario? Die Teuerung betrug in Japan in den letzten 20 Jahren im Schnitt 0,1 Prozent, in der Schweiz in den letzten fünf Jahren im Schnitt -0,2 Prozent. Führt die aktuelle, ultra-expansive Geldpolitik im Endeffekt doch zu einer galoppierenden Inflation? Die langfristige Teuerungsanahme ist dabei – insbesondere bei teilindexierten Verträgen – von Bedeutung. Wird z.B. ein Geschäftsmietvertrag nur zu 80 Prozent indexiert, so resultiert bei einem langfristigen Teuerungsniveau von 1 Prozent ein um 0,9 Prozent tieferer Marktwert. Bei 3 Prozent ist der Wert um 2,61 Prozent tiefer. Zusätzlich stellt sich die Frage nach der Differenzierung: Sind die einzelnen Kosten- und Ertragspositionen in einer Bewertung doch un-

Musterobjekt (stark vereinfacht)

<i>Neuwertig</i>	
Mietertrag (ME)	CHF 100 000
Marktwert (MW)	CHF 2,5 Mio.
Kapitalisierungssatz	4,0 %
Diskontsatz (Basiszins)	2,6 %
Bewirtschaftungskosten	CHF 18 000/Jahr
Instandsetzungskosten	CHF 13 000/Jahr
Nettocashflow	CHF 69 000/Jahr

terschiedlichen Teuerungsraten ausgesetzt? Grafik 1 zeigt dies eindrücklich. Während der LIK von 1998 bis 2015 um knapp 10 Prozent zugelegt hat, haben sich die Baukosten, und damit auch die nötigen Investitionen in grosszyklische Sanierungen, im gleichen Zeitraum um über 27 Prozent verteuert. Seit 1998 hat der LIK damit rund 0,53 Prozent pro Jahr zugelegt, der Mietpreisindex rund 1,37 Prozent und der Baukostenindex rund 1,40 Prozent.

Teuerungsszenario transparent darlegen

Eignen sich solche «Subindizes» nun für die Herleitung einer Teuerungserwartung? Hätte der Bewerter 1998 diese Prognose korrekt getätigt, statt auf die Berücksichtigung der Teuerung zu verzichten, und schreibt sich diese so fort, so hätte er einen rund 1,51 Prozent höheren Marktwert ausweisen dürfen, insofern er im Zinssatz die durchschnitt-

liche Teuerung der Subpositionen von 1,1 Prozent berücksichtigt. Hätte er auf eine Berücksichtigung der Teuerung auf den Zins verzichtet, so wäre der Aufschlag rund 4,81 Prozent höher ausgefallen. Die Komplexität wurde dafür jedoch um ein Vielfaches erhöht und die Transparenz selbstsagend reduziert.

Die Herausforderungen bei der Berücksichtigung der Teuerung lassen sich wie folgt zusammenfassen: Das Bewertungsmodell muss eine korrekte Berücksichtigung überhaupt zulassen. Parallel müssen die Annahmen über die Teuerung fundiert und differenziert sein. Der Bewerter tut, sollte er eine Teuerung in der Bewertung berücksichtigen, gut daran, dem Auftraggeber das Teuerungsszenario transparent darzulegen und den konkreten Einfluss auf den Marktwert aufzuzeigen. Dies kann mittels einer Sensitivitätenanalyse, die in einem Tabellenkalkulationsprogramm einfach integrierbar ist, geschehen. So steigert die Berücksichtigung der Teuerung nicht nur die Qualität der Bewertung, sondern lässt dem Auftraggeber auch die Freiheit, selbst darüber zu entscheiden, welche zukünftig erwartete Teuerung er zu zahlen bzw. nicht zu zahlen bereit ist, und wie diese den Marktwert beeinflussen könnte.

Andreas Hitz

Dieser Artikel entstand im Rahmen der Weiterbildung MAS Immobilienmanagement an der Hochschule Luzern.

Hitz Andreas

*1987, Immobilienbewerter mit eidg. Fachausweis und MAS Immobilienmanagement (i.A.), ist Prokurist und Immobilienbewerter bei der Zuger Kantonalbank.

Un renchérissement dans les modèles DCF? Si oui, avec conséquence!

[Aujourd'hui encore, les experts ne sont pas d'accord: le renchérissement doit-il être pris en compte dans l'estimation immobilière? Si oui, comment? Si non, ne fait-il pas partie intégrante de chaque estimation puisque les taux d'escompte sont déduits d'attentes nominales sur le marché prenant qui tiennent compte d'une hausse des prix « implicite »? La prise en compte du renchérissement accroît-elle vraiment la qualité de l'estimation?](#)

Alors que, dans le contexte du rendement et de la valeur actuelle, le renchérissement est uniquement pris en compte dans le taux d'intérêt, les modèles DCF (discounted cash-flow) offrent la possibilité de le représenter de manière différenciée. Tous les experts s'accordent ici sur ce principe: appliquée correctement, la prise en compte d'une hausse des prix générale et identique pour tous les paramètres de l'estimation n'implique aucune modification de la valeur. Les trois possibilités d'intégration dans les modèles DCF le montrent bien (voir tableau ci-dessous).

Dans la pratique, c'est surtout la variante 2 qui est répandue. On constate cependant très souvent de graves erreurs d'application. Ainsi, la prise en

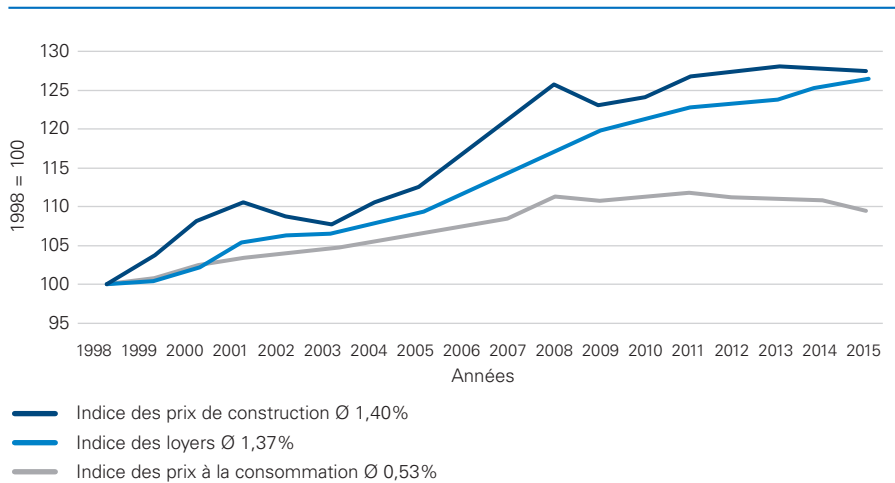
compte du taux d'intérêt nominal dans la phase II de notre exemple (voir encadré) aboutit à une valeur marchande inférieure de 26.3 pourcent. Si l'on applique un renchérissement de manière seulement unilatérale sur les rendements (1 pourcent par ex.), la valeur marchande augmente déjà de 4.5 pourcent. De plus, il est fréquent que les réparations, souvent calculées séparément, ne soient pas intégrées en conséquence avec une hausse des prix. En outre, l'estimation du niveau général de renchérissement est très importante dans le contexte des indexations partielles.

Il est donc conseillé de s'intéresser tout d'abord à la nature même du renchérissement. L'Office fédéral de la statistique (OFS) le définit comme suit: « Le renchérissement est la variation du prix d'un panier-type de biens et de services durant un intervalle de temps donné. L'indice des prix à la consommation mesure le renchérissement sur la base d'un panier fixe, composé des principaux biens de consommation des ménages ». Il est ici difficile de séparer clairement le renchérissement de l'inflation. L'OFS décrit cette dernière comme une « situation de hausse générale et continue des prix », autrement dit une « diminution constante de la valeur de la monnaie ».

L'importance de l'évaluation à long terme du renchérissement

Le renchérissement a donc des conséquences individuelles pour chaque personne et chaque entreprise en fonction de son panier personnel. Il devient ainsi évident que la prise en compte du renchérissement est liée à la question suivante: les placements immobiliers bénéficient-ils à long terme d'une protection contre l'inflation? Celle-ci est-elle spécialement prise en compte dans l'estimation par rapport à d'autres catégories d'actifs? Le Herengracht Index néerlandais, un indice immobilier qui analyse l'évolution du prix des transactions entre 1628 et 1973 dans le Herengracht à Amsterdam, est ici très clair. Au fil du temps, les prix immobiliers y ont connu une progression annuelle d'environ 0.5 pourcent plus élevée que le renchérissement. Les placements immobiliers sont donc protégés de la hausse des prix dans une situation économique comparable. Il convient cependant d'ajouter que cet indice peut être soumis à des fluctuations plus fortes en fonction de ladite situation économique. Se pose alors la question du principe fondamental: si l'on considère que les placements immobiliers profitent, par nature, d'une protection contre le renchérissement, elle peut être prise en compte dans le taux de ca-

Modèle DCF (fortement simplifié)	Variante 1 sans renchérissement				Variante 2 nominal/réel				Variante 3 nominal			
	Phase I			II (Exit)	Phase I			II (Exit)	Phase I			II (Exit)
Années	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Rendements locatifs nets	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0	102.0	103.0	103.0	101.0	102.0	103.0	103.0
Renchérissement en %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Frais de gestion	20.0	20.0	20.0	20.0	20.2	20.4	20.6	20.6	20.2	20.4	20.6	20.6
Renchérissement en %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Frais d'entretien	15.0	15.0	15.0	15.0	15.2	15.3	15.5	15.5	15.2	15.3	15.5	15.5
Renchérissement en %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Trésorerie	65.0	65.0	65.0	65.0	65.7	66.3	67.0	67.0	65.7	66.3	67.0	67.0
Évolution	100	100	100		100	101	102		100	101	102	
Taux d'intérêt de base	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%	3.63%	3.63%	3.63%	2.60%	2.63%	2.65%	2.68%	2.68%
Renchérissement en %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Trésorerie escomptée	63.4	61.7	60.2	2314.7	63.4	61.7	60.2	2314.7	64.0	62.9	61.9	2311.2
Valeur DCF à échéance	2500				2500				2500			



Graphique 1: Evolution 1998 = 100

Source: Office fédéral de la statistique (OFS)

pitalisation. Si l'on sait cependant aujourd'hui déjà qu'un bail commercial, par exemple, n'est indexé qu'à 80 pourcent, cet élément devra être intégré de façon différenciée dans l'estimation.

Il est nécessaire, pour cela, de disposer d'un pronostic pour le renchérissement général (évolution de l'indice des prix à la consommation, IPC) et pour la hausse des différents coûts et produits. Le renchérissement à long terme de 1 pourcent/an largement répandu est-il vraiment réaliste? Ou devons-nous nous attendre, à l'avenir, à un scénario à la japonaise? La hausse moyenne des prix a atteint 0.1 pourcent au Japon sur les 20 dernières années, et -0.2 pourcent sur les cinq dernières années en Suisse. La politique monétaire ultra-expansive actuelle aboutira-t-elle, au final, à une inflation galopante? L'estimation à long terme du renchérissement est ici importante, notamment pour les contrats partiellement indexés. Si, par exemple, un bail commercial est uniquement indexé à 80 pourcent, il en résulte une valeur marchande inférieure de 0.9 pourcent pour un taux de renchérissement à long terme de 1 pourcent. À 3 pourcent, la valeur diminue de 2.61 pourcent. Se pose également la

Exemple (fortement simplifié)

Neuf	
Rendement locatif	CHF 100 000
Valeur marchande	CHF 2.5 millions
Taux de capitalisation	4.0 %
Taux d'escompte (intérêt de base)	2.6 %
Frais de gérance	CHF 18 000/an
Frais d'entretien	CHF 13 000/an
Trésorerie nette	CHF 69 000/an

question de la différenciation: les différents coûts et rendements d'une estimation sont-ils soumis à différents taux de renchérissement? Le graphique 1 le montre clairement: tandis que l'IPC a augmenté d'environ 10 pourcent entre 1998 et 2015, les frais de construction, et ainsi les investissements nécessaires pour les rénovations sur long cycle, ont progressé de plus de 27 pourcent. Ainsi, l'IPC a connu une croissance d'environ 0.53 pourcent/an depuis 1998, l'indice des loyers d'env. 1.37 pourcent et l'indice des coûts de construction d'environ 1.40 pourcent.

Un scénario de renchérissement transparent

De tels sous-indices permettent-ils d'évaluer la hausse des prix? Si l'estimateur avait fait un pronostic correct en

1998 au lieu de renoncer à la prise en compte du renchérissement et si ce dernier se poursuit, il aurait pu annoncer une valeur marchande supérieure d'environ 1.51 pourcent dans la mesure où il aurait inclus, dans le taux d'intérêt, un renchérissement moyen des sous-positions à 1.1 pourcent. S'il avait renoncé à cette dernière intégration, le supplément aurait atteint 4.81 pourcent. La complexité est ainsi cependant démultipliée et la transparence très logiquement réduite. Les défis que représente la prise en compte du renchérissement se résument ainsi: le modèle d'estimation doit permettre, en soi, une prise en compte correcte. Parallèlement, l'estimation du renchérissement doit être fondée et différenciée. S'il décide d'intégrer la hausse des prix dans son estimation, l'estimateur devra présenter de manière transparente le scénario de renchérissement à son donneur d'ordre et en expliquer l'influence concrète sur la valeur marchande. Cela peut prendre la forme d'une analyse des sensibilités qu'il est simple d'intégrer dans un tableau. La prise en compte du renchérissement améliore ainsi la qualité de l'estimation et offre au donneur d'ordre la liberté de décider quelle hausse des prix attendue il est prêt à payer et comment elle pourrait influencer la valeur marchande.

Andreas Hitz

Cet article a vu le jour dans le cadre de la formation continue MAS gestion immobilière à la Haute École de Lucerne.

Andreas Hitz
né en 1987, estimateur immobilier avec brevet fédéral et MAS gestion immobilière (i.A.), est fondé de pouvoir et estimateur immobilier auprès de la banque cantonale de Zoug.

Rincaro nei modelli DCF? – Se sì, che almeno sia coerente!

[Gli esperti finora si sono trovati in disaccordo: il rincaro va considerato nella valutazione immobiliare oppure no? Se sì, come? Se no, il rincaro non è forse parte di ogni valutazione, dato che i tassi di sconto vengono fatti derivare dalle aspettative nominali di mercato, in cui si tiene sempre conto di un'aspettativa «implicita» di rincaro? Considerare il rincaro aumenta veramente la qualità della valutazione?](#)

Mentre nelle analisi riguardanti i proventi e il valore liquido il rincaro può venire preso in considerazione esclusivamente nel tasso di interesse, i modelli Discounted Cash Flow (DCF) offrono la possibilità di riprodurre in maniera differenziata il rincaro in un apposito modello. E su questo in linea di massima tutti gli esperti concordano: se applicato correttamente, il fatto di prendere in considerazione un'aspettativa di rincaro generale e identica tramite tutti i parametri di valutazione non comporta alcuna variazione del valore. Un concetto illustrato in un modello DCF con tre varianti di rincaro (v. tabella sotto). Nella prassi è ampiamente diffusa la variante 2. Qui però si riscontrano sempre anche grossolani errori di applicazione. Ad esempio, considerare il tasso di interesse nominale nella fase II nell'esem-

pio (v. box) porta a un valore di mercato più basso di oltre il 26.3%. Se il rincaro viene applicato solo unilateralmente sui proventi, ad esempio nella percentuale dell'1%, in tal caso risulta già un valore di mercato più alto del 4.5%. Inoltre di sovente capita che le riparazioni, spesso ricavate da un calcolo separato, non vengano adeguatamente considerate in funzione del relativo rincaro. Senza dimenticare che è di fondamentale importanza la presunzione relativa al livello generale di rincaro nel contesto delle indicizzazioni parziali.

È consigliabile dunque confrontarsi in primis con l'essenza del rincaro. L'Ufficio federale di statistica (UST) definisce il rincaro nei seguenti termini: «Il rincaro descrive la variazione dei prezzi di un determinato paniere tipo per un certo lasso di tempo. L'indice nazionale dei prezzi al consumo misura il rincaro in base all'evoluzione dei prezzi di un paniere fisso, contenente i principali beni di consumo delle economie domestiche». Con ciò tuttavia il rincaro non è ben distinto dall'inflazione, descritta dall'UST come «aumento generalizzato e continuo dei prezzi» o, in altre parole, «perdita persistente del valore della moneta».

Essenziale la presunzione di rincaro nel lungo periodo

Il rincaro quindi agisce individualmente su qualunque persona o impresa, in funzione del rispettivo paniere. È chiaro che nel momento in cui prendiamo in considerazione il rincaro si pone inevitabilmente una domanda: gli investimenti immobiliari risentono della protezione inflazionistica nel lungo periodo e, se sì, di tale forma di tutela si tiene conto in maniera speciale rispetto ad altre classi di asset nella valutazione? L'indice olandese Herengracht, l'indice immobiliare basato sul prezzo delle transazioni che analizza l'evoluzione dei prezzi dal 1628 al 1973 nel quartiere di Herengracht (Amsterdam), parla un linguaggio comprensibile. Lì, nel corso degli anni, i prezzi degli immobili sono aumentati in maniera più marcata (ca. 0.5% annuo) rispetto al rincaro, il che prova che in un contesto politico-economico confrontabile con altri esiste una tutela legata al rincaro per gli investimenti immobiliari. Tuttavia, va detto che l'indice è soggetto a pesanti oscillazioni in base alla situazione politico-economica. Ecco dunque che si pone la questione della premessa di base: se si parte dal presupposto che gli investimenti immobiliari sostanzialmente godono di una «tutela legata al rincaro», questo andrà considerato nel tasso di

Modello DCF (semplificato)	Variante 1 senza rincaro				Variante 2 nominale/reale				Variante 3 nominale			
	Fase I			II (Exit)	Fase I			II (Exit)	Fase I			II (Exit)
Anni	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Proventi netti del canone di locazione	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0	102.0	103.0	103.0	101.0	102.0	103.0	103.0
Rincaro in %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Spese di gestione	20.0	20.0	20.0	20.0	20.2	20.4	20.6	20.6	20.2	20.4	20.6	20.6
Rincaro in %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Spese di riparazione	15.0	15.0	15.0	15.0	15.2	15.3	15.5	15.5	15.2	15.3	15.5	15.5
Rincaro in %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Cash flow	65.0	65.0	65.0	65.0	65.7	66.3	67.0	67.0	65.7	66.3	67.0	67.0
Evoluzione	100	100	100		100	101	102		100	101	102	
Tasso base di interesse	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%	3.63%	3.63%	3.63%	2.60%	2.63%	2.65%	2.68%	2.68%
Rincaro in %	0%	0%	0%		1%	1%	1%		1%	1%	1%	
Cash flow scontato	63.4	61.7	60.2	2314.7	63.4	61.7	60.2	2314.7	64.0	62.9	61.9	2311.2
Valore DCF alla data di riferimento	2500				2500				2500			

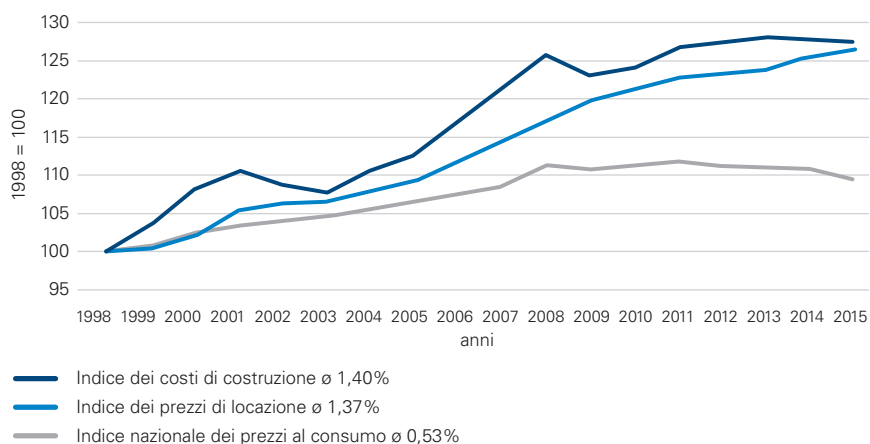


Grafico 1: Evoluzione 1998 = 100

Fonte: Ufficio federale di statistica (UST)

capitalizzazione. Chi invece già oggi sa che un contratto di locazione commerciale sarà indicizzato solo all'80%, dovrà tenerne conto in modo differenziato nella valutazione.

In quest'ottica è necessaria una previsione delle attese generali di rincaro (evoluzione dell'indice nazionale dei prezzi al consumo), nonché del rincaro sulle singole voci di costo e ricavo. Il rincaro dell'1% annuo nel lungo periodo, ampiamente diffuso, è ancora un dato realistico? O il futuro ci prospetta uno scenario giapponese? Negli ultimi 20 anni in Giappone il rincaro ha fatto segnare una media dello 0.1%, a fronte di una media svizzera pari a -0.2% negli ultimi cinque anni. L'attuale politica monetaria ultra-espansionistica alla fine porterà a un'inflazione galoppante? Ecco perché diventa importante la presunzione di rincaro nel lungo periodo – in particolare in caso di contratti parzialmente indicizzati. Se un contratto di locazione commerciale venisse indicizzato solo all'80%, con una percentuale di rincaro dell'1% nel lungo periodo, risulterebbe un valore di mercato più basso dello 0.9%. Con il 3% il valore sarebbe inferiore del 2.61%. A questo si aggiunge anche la questione della differenziazione: le singole voci di costo e ri-

Esempio di immobile (semplificato)

Valore a nuovo	
Proventi di locazione	CHF 100000
Valore di mercato	CHF 2.5 mio.
Tasso di capitalizzazione	4.0%
Tasso di sconto (tasso base)	2.6%
Spese di gestione	CHF 18000/anno
Spese di riparazione	CHF 13000/anno
Cash flow netto	CHF 69000/anno

cavo sono esposte a tassi di rincaro diversi nella valutazione? Dal grafico 1 sembrerebbe proprio di sì. Mentre l'indice nazionale dei prezzi al consumo dal 1998 al 2015 è aumentato di uno scarso 10%, i costi di costruzione, e di conseguenza anche i necessari investimenti in interventi ciclici di risanamento, nello stesso arco di tempo sono rincarati del 27%. Dal 1998 l'indice nazionale dei prezzi al consumo è cresciuto dello 0.53% all'anno, l'indice dei prezzi di locazione dell'1.37% e l'indice dei costi di costruzione dell'1.40%.

Trasparenza nel rappresentare lo scenario di rincaro

Questo particolare «sub-indice» è adatto per ottenere un'aspettativa di rincaro? Se nel 1998 il valutatore avesse attivato correttamente questa previsione, invece di rinunciare a prendere in con-

siderazione il rincaro, e se quest'ultimo avesse continuato a progredire su questa linea, allora il valutatore avrebbe potuto indicare un valore di mercato maggiore dell'1,51%, a condizione che nel tasso di interesse avesse considerato un rincaro medio delle sub-voci pari all'1,1%. Se invece avesse rinunciato a tenere conto del rincaro nel tasso di interesse, l'impatto sarebbe risultato maggiore del 4,81%. Complessità elevata al quadrato, con buona pace della trasparenza! Le sfide che implica il prendere in considerazione il rincaro si possono riassumere nei seguenti termini: il modello di valutazione deve permettere in ogni caso un'analisi corretta. Parallelamente, le presunzioni circa il rincaro devono essere fondate e differenziate. Tenendo conto del rincaro nella valutazione, il valutatore fa bene a rappresentare al committente uno scenario di rincaro all'insegna della massima trasparenza e a dimostrare l'influenza concreta sul valore di mercato. Attraverso un'analisi di sensitività, facilmente integrabile nel programma di calcolo tabellare. Così, il fatto di considerare il rincaro non solo incrementerebbe la qualità della valutazione, ma lascerebbe anche al committente la libertà di decidere autonomamente quale rincaro atteso per il futuro sia disposto o meno a pagare, e come tale rincaro potrebbe influire sul valore di mercato.

Andreas Hitz

Questo articolo è tratto da un intervento tenuto nell'ambito del MAS in Gestione Immobiliare presso l'Università di Lucerna.

Hitz Andreas

*1987, valutatore immobiliare con attestato federale e MAS in Gestione Immobiliare (i.A.), procuratore e valutatore immobiliare presso la Banca Cantonale di Zugo.