

Il mercato italiano della locazione

Per l'Italia le prospettive economiche sono migliorate negli ultimi tempi e la proiezione sul 2018 dovrebbe essere già di per sé sufficiente a garantire una crescita importante, esito elettorale permettendo. La fase di ripresa lascia ancora l'attività economica al di sotto del livello pre-crisi ma ci sono buoni motivi per essere relativamente ottimisti sul prossimo biennio. Il Fondo Monetario Internazionale prevede una crescita del PIL dell'1,4% quest'anno, solo in lieve rallentamento rispetto all'1,5% stimato per il 2017, e dell'1,1% per il 2019. L'evoluzione congiunturale dovrebbe vedere una accelerazione a inizio 2018 e una successiva decelerazione.

Sul fronte delle locazioni immobiliari, pur mancando informazioni quantitative sulla dimensione del segmento, gli esperti del settore rilevano un crescente ottimismo. Secondo Nomisma a favorire la ripresa e la dinamicità di questo mercato è soprattutto la domanda di locazioni brevi, ossia per periodi di tempo limitati da parte di lavoratori in mobilità, nonché di giovani per motivi di studio. Anche la componente tradizionale, rappresentata da famiglie, risulta in crescita anche se costituita prevalentemente dai soggetti che rimangono esclusi dal mercato della proprietà. Invece continua ad essere in calo la domanda di affitto di uffici e negozi.

L'offerta di immobili in locazione si conferma rilevante e, secondo Nomisma, risulta essere ovunque in crescita, con l'unica eccezione della locazione residenziale, dove il quadro appare più stabile se non quasi in leggero calo. Per quest'ultimo segmento l'opzione della locazione rimane minoritaria e pertanto l'offerta appare sufficiente a soddisfare la domanda. Se dovesse diffondersi la cultura della locazione come scelta di residenzialità, si porrebbe allora il problema di un'offerta esigua e spesso di scarsa qualità.

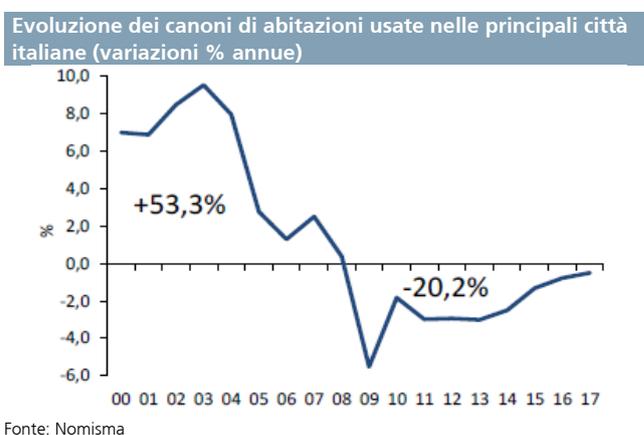
Per quanto riguarda l'andamento dei canoni di locazione gli aggiustamenti al ribasso che hanno caratterizzato anche il secondo semestre 2017 sono riconducibili al prevalere della debolezza economica di buona parte della domanda rispetto alle esigenze di redditività dell'offerta. Ciononostante si può affermare che il mercato dell'affitto delle abitazioni abbia accusato gli effetti della crisi in misura minore rispetto a quello della proprietà, come si può evincere dalla variazione cumulata dei canoni che somma a -20% (vedi grafico sottostante) a fronte del -25% dei prezzi. A livello di media urbana, tra i mercati con variazioni positive dei canoni attualmente si notano Milano e Bologna.

L'evoluzione dei prezzi e dei canoni si riflette sul rendimento lordo da locazione, che rappresenta il risultato del rapporto tra le due grandezze (canoni/prezzi).

Nel periodo tra gli anni 2000 e 2006 la crescita più sostenuta dei prezzi rispetto ai canoni aveva

Variazione % dei canoni correnti degli immobili nelle maggiori città Italiane		
Dati in %	Variazione semestrale 1° sem - 2° sem 2017	Variazione annuale 2° sem 2016 - 2°sem 2017
Abitazioni usate	-0,2	-0,5
Uffici	-0,7	-1,4
Negozi	-0,5	-0,9

Fonte: Nomisma



29 gennaio 2018
14:20 CET
Data e ora di produzione

29 gennaio 2018
14:30 CET
Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

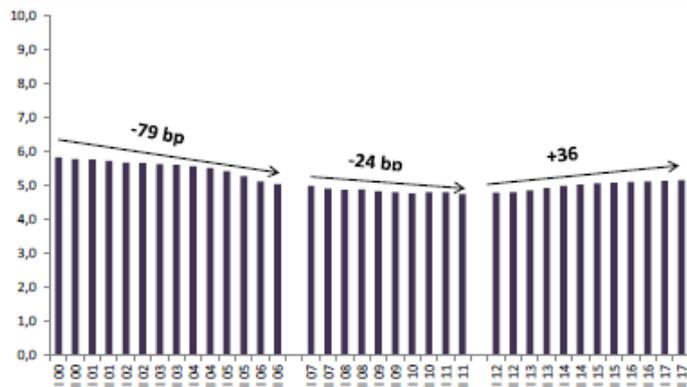
Ricerca per Investitori
privati e PMI

Paolo Guida
Analista Finanziario

Ester Brizzolaro
Analista Finanziario

favorito una compressione dei rendimenti di 75, 79 e 95 punti base rispettivamente nel segmento commerciale, residenziale e terziario.

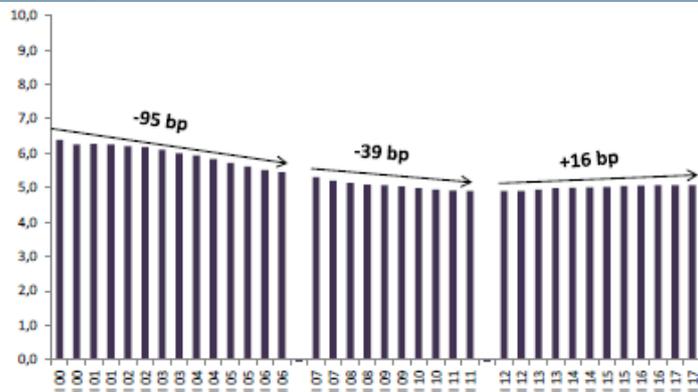
Abitazioni - Rendimento medio lordo annuo degli immobili locati (in %) - Differenze tra gli estremi dei periodi (in punti base bp)



Fonte: Nomisma

Nella fase recessiva (2007-2011) l'ulteriore flessione dei rendimenti, compresa tra i 24 e i 39 punti base (rispettivamente residenziale e terziario), deve essere ricondotta alla maggiore debolezza dei canoni rispetto ai prezzi.

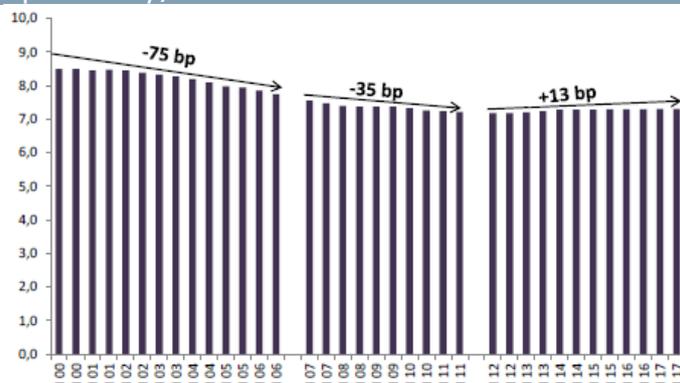
Uffici - Rendimento medio lordo annuo degli immobili locati (in %) - Differenze tra gli estremi dei periodi (in punti base)



Fonte: Nomisma

Infine, nell'ultimo periodo 2012-2017 il minore calo dei canoni ha permesso ai rendimenti di ritornare leggermente a crescere tra i 13 e i 36 punti base, a seconda del comparto (rispettivamente commerciale e residenziale).

Negozi - Rendimento medio lordo annuo degli immobili locati (in %) - Differenze tra gli estremi dei periodi (in punti base bp)



Fonte: Nomisma

Per quanto riguarda abitazioni e uffici i rendimenti si sono riportati quasi sui livelli precrisi (rispettivamente 5,2% e 5,1% lordo annuo), mentre per i negozi permane ancora una differenza da colmare (7,3% lordo annuo).

Indicatori di liquidità del mercato immobiliare: tempi e sconti

Il processo di lento miglioramento del mercato immobiliare italiano risulta evidente anche attraverso la recente evoluzione degli indicatori di liquidità, quali i tempi medi di vendita/locazione e gli sconti praticati sui prezzi richiesti. Tali indicatori mostrano una tendenza al recupero delle posizioni perse durante la crisi seppure con intensità e tempistica in deciso ritardo rispetto alla ripresa delle compravendite e alla stabilizzazione delle locazioni.

La riduzione dei tempi medi di vendita è un fenomeno iniziato debolmente nel 2014 per le abitazioni e nel 2015 per negozi e uffici, quando sono maturate le condizioni per un cambiamento della congiuntura. Da allora la contrazione si è progressivamente intensificata, seppure non in maniera tale da consentire il recupero dei livelli ante crisi.

Attualmente, secondo Nomisma, occorrono in media 6,5 mesi per cedere un'abitazione e 3 mesi per affittarla ma, se i tempi di locazione si sono sempre mantenuti nell'ordine del trimestre, quelli di vendita si sono talmente dilatati da risultare tuttora, nonostante la riduzione in corso, più elevati di 1,5 mesi rispetto ai livelli precrisi.

Per uffici e negozi i tempi di assorbimento, oltre a risultare più lunghi rispetto alle abitazioni (rispettivamente 9 e 9,5 mesi per la vendita), si mantengono ancora nettamente al di sopra dei minimi dello scorso decennio: 3,4 mesi per gli uffici e 3,3 mesi per i negozi.

Tempi medi di vendita e locazione				
Dati in mesi	2014	2015	2016	2017
Tempi medi di vendita				
Abitazioni usate	8,3	7,8	7,2	6,5
Uffici	11,0	10,4	10,0	9,5
Negozi	10,2	9,7	9,5	9,0
Tempi medi di locazione				
Abitazioni usate	4,0	3,9	3,5	3,1
Uffici	7,3	6,6	6,6	6,2
Negozi	6,8	6,2	6,0	5,6

Fonte: Nomisma

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Lo scorso 25 gennaio la BCE ha confermato, come da attese, invariati i livelli del corridoio e i target del programma di acquisto titoli attualmente in essere (QE). I tassi di riferimento rimangono stabili, con il tasso centrale (refi) allo 0,0%, il tasso di rifinanziamento marginale a +0,25% e quello sui depositi a -0,4%. Quanto alle misure non convenzionali, il Consiglio ha confermato che "continuerà a condurre gli acquisti nell'ambito del programma di stimolo al nuovo ritmo mensile di 30 miliardi al mese (come deciso nella riunione di ottobre 2017), in essere da gennaio fino a settembre 2018 o oltre, se necessario, e in ogni caso finché non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione". La *forward guidance*, cioè le prospettive sull'evoluzione della politica monetaria, resta identica a quella di dicembre, sia per il QE che per i tassi.

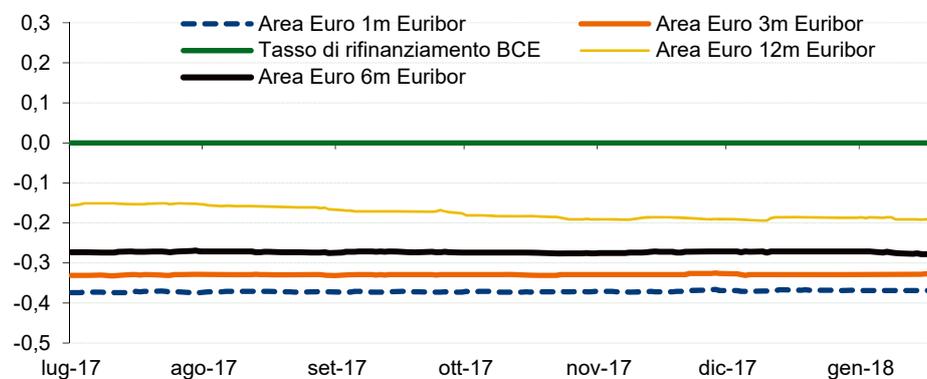
Nella conferenza stampa seguita alla riunione, il presidente Draghi ha confermato le decisioni di mantenere gli strumenti della politica monetaria e le *forward guidance* invariate. Draghi ha sottolineato come la crescita economica sia robusta e superiore alle aspettative, tuttavia, ha anche evidenziato che le pressioni interne sui prezzi restano invariate e molto modeste e, soprattutto, che il recente apprezzamento dell'euro crea incertezza circa le prospettive sui prezzi e deve essere pertanto monitorato da parte della BCE. Se sulla crescita i rischi restano bilanciati, Draghi avverte che possono sorgere rischi al ribasso legati a fattori globali e ai movimenti sul mercato valutario. Pertanto, conclude Draghi, l'orientamento di politica monetaria estremamente accomodante resta necessario per lo scenario di inflazione implicito nelle previsioni della BCE.

Nella sezione di domande e risposte Draghi è tornato sulla lettura particolarmente aggressiva che il mercato ha dato ai verbali della BCE relativi alla riunione di dicembre, sottolineando come le minute fossero in linea con quanto affermato al termine della riunione stessa e come la discussione sulla modifica della *forward guidance* non sia iniziata ma ci sarà probabilmente nei primi mesi dell'anno in corso. Il Presidente è tornato anche sul rialzo dei tassi di mercato e sulla volatilità dell'euro citando tra i fattori alla base di questi movimenti innanzitutto l'effettivo miglioramento dello scenario economico ma anche l'accentuata sensibilità che il mercato ha dimostrato rispetto alla percezione delle possibili modifiche dell'impostazione di politica monetaria da parte della BCE.

Nel complesso il messaggio di Draghi è sembrato volto a sottolineare come il sentiero di crescita dell'inflazione non sia ancora auto-sostenibile e come la BCE sia ancora lontana dal modificare la propria impostazione di politica monetaria. Tuttavia, le attese probabilmente puntavano a una posizione più decisa della BCE sul rafforzamento della valuta e il rialzo dei tassi delle ultime settimane, che hanno portato a una effettiva restrizione delle condizioni finanziarie. In una fase che comunque viene percepita come di svolta dai mercati e in cui, come detto dal Presidente stesso, la sensibilità dei mercati alla strategia di comunicazione della BCE appare molto elevata, le parole del Presidente non sembrano aver convinto fino in fondo gli operatori.

Intanto i tassi Euribor restano stabili e negativi su tutte le scadenze. Tale quadro di tassi compressi dovrebbe dunque confermarsi anche per i mesi a venire, sulla scia di una politica monetaria ancora estremamente accomodante.

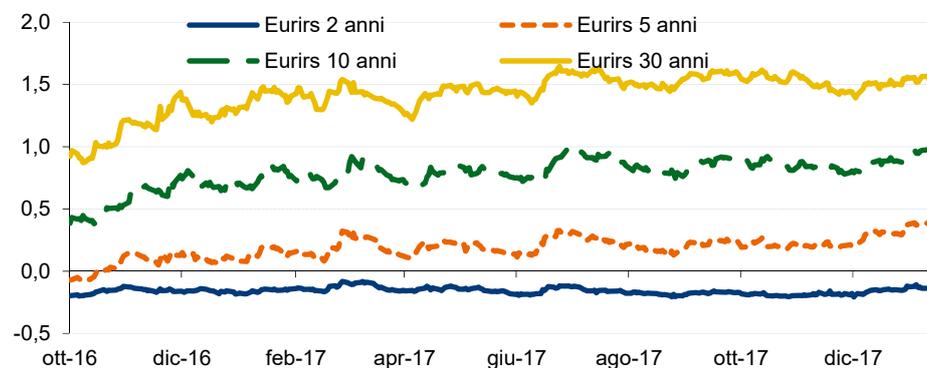
I tassi Euribor e il tasso di rifinanziamento della BCE



Fonte: Bloomberg

I tassi Eurirs dopo la decisione della BCE sono saliti, soprattutto sulle scadenze a 5 e 10 anni. I livelli dei tassi restano storicamente ridotti, seppur più elevati rispetto ai minimi di metà 2016. Si giustifica dunque una preferenza verso l'indebitamento flessibile o a tasso fisso rispetto a quello a tasso variabile, per gli orizzonti temporali medio-lunghi. Gli orizzonti temporali brevi o brevissimi possono invece beneficiare in misura più significativa di un prolungato periodo di tassi Euribor o BCE a livelli minimi.

I tassi swap (Eurirs)



Fonte: Bloomberg

Nell'ambito dei tassi fissi, permane ancora una preferenza relativa sulle scadenze extra-lunghhe (30 e 40 anni) e sul decennale.

Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30 anni

Positivi	Negativi*
Tasso fisso	Tasso variabile
Flessibile	Rata costante

Nota: (*) L'eventuale opportunità di ristrutturazione è legata alle condizioni dello specifico mutuo di cui si è titolari e a quelle alternative, nonché ai costi dell'operazione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 28.12.2017.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, e verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI (https://markethub.bancaimi.com/home_public.html).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Mercato Immobiliare

I commenti sul mercato immobiliare sono realizzati sulla base dei dati forniti da Nomisma, dalle Agenzie del Territorio o dalla Federazione Italiana degli Agenti Immobiliari Professionali e sulla base di altri studi tematici o inerenti il mercato immobiliare realizzati dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

Tassi di interesse su mutui e prestiti

L'universo di riferimento è quello dei mutui o prestiti a tasso fisso, a tasso variabile o a rata costante. La scadenza di riferimento per i prestiti è di 5 anni e per i mutui a tasso fisso o a tasso variabile è di 20 o 30 anni.

La selezione delle tipologie di indebitamento viene realizzata sulla base delle previsioni sui tassi d'interesse realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento, dichiarano che:

- (a) le opinioni espresse riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, obiettiva, equa ed equilibrata degli analisti;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

Gli analisti citati nel documento sono soci AIAF.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright e ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica e anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Risso

Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi