

Mercato Immobiliare e Finanziamenti

La guerra smorza le aspettative di ripresa

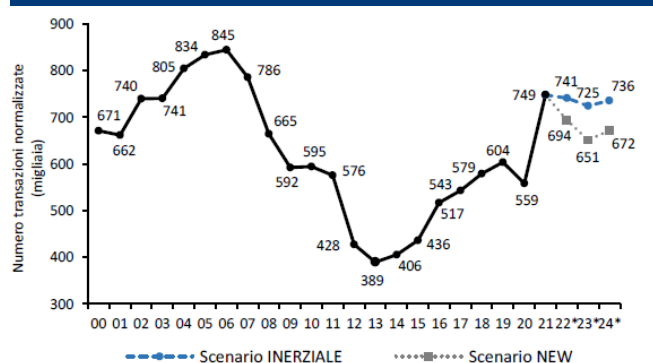
Mercato immobiliare

Il consuntivo 2021 sul mercato immobiliare residenziale mostra un consolidamento della ripresa avviata nell'estate 2020, dopo il difficile periodo legato alla restrizione del lockdown che aveva interrotto la risalita iniziata prima della pandemia. Grazie infatti alla marcata ripresa economica il livello degli acquisti di immobili si è mantenuto elevato anche nei primi mesi dell'anno corrente e, fino a qualche settimana fa, lo scenario più verosimile ne avrebbe delineato il prosieguo naturale nei mesi successivi. Alla luce però delle pesanti conseguenze economiche ed umanitarie scatenate dal conflitto in Ucraina sembra venire meno la spinta emotiva che alimenta il desiderio di un miglioramento abitativo post Covid-19; fattore che, unito a una probabile maggiore severità nella concessione del credito, potrebbe ragionevolmente comprimere le dimensioni della domanda di acquisto di immobili.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

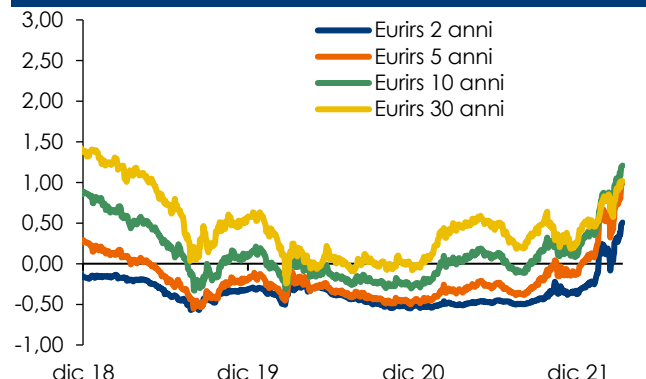
Nell'ultimo mese i tassi Eurirs ed Euribor hanno registrato un netto rialzo (più contenuto per i secondi) in seguito agli eventi bellici in Ucraina e alla riunione della BCE. Il primo fattore, che inizialmente aveva depresso i rendimenti in una tipica dinamica di fuga dal rischio sui mercati, ha poi innescato una tendenza ascendente dei tassi di interesse in considerazione degli effetti dello stesso sulle quotazioni dell'energia: la parossistica salita dei prezzi di petrolio e gas naturale durante la seconda settimana del conflitto ha infiammato le aspettative di inflazione anche alla luce del nuovo massimo storico segnato da questa a febbraio: +5,9% a/a, spiegato per oltre la metà dall'energia (+31,7% a/a). Il trend ascendente dei tassi si è poi consolidato con la riunione BCE del 10 marzo in cui, contrariamente alle previsioni del mercato che attribuiva un'importanza prevalente al rischio geopolitico, la Banca Centrale ha deciso di proseguire sulla strada dell'accelerazione nella rimozione dello stimolo monetario; un ulteriore contributo è infine provenuto dalla Fed, che ha dato concreto avvio a un ciclo di strette sui tassi di riferimento con un primo incremento di +25pb. In prospettiva, le aspettative di inflazione legate all'energia dovrebbero parzialmente rientrare nella seconda metà dell'anno, in considerazione di un riequilibrio dei relativi mercati; in base a tale quadro potrebbe delinearsi un ritracciamento nell'attuale tendenza crescente dei tassi, soprattutto per gli Eurirs di medio lungo termine: per i tassi Euribor e per gli Eurirs di breve termine tale fenomeno potrebbe essere in parte frenato dalla situazione di incertezza a livello geopolitico, che potrebbe indurre il sistema bancario a ritoccare in senso penalizzante le condizioni del credito, in particolare nei confronti delle imprese fortemente esposte verso Mosca.

Italia – Numero di compravendite residenziali e previsioni



Nota: (*) stime. Fonte: Nomisma

L'andamento dei tassi Eurirs (%)



Fonte: Bloomberg

28 marzo 2022 - 11:55 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Ester Brizzolara

Analista Finanziario

Paolo Leoni

Analista Finanziario

28 marzo 2022 - 12:00 CET

Data e ora di circolazione

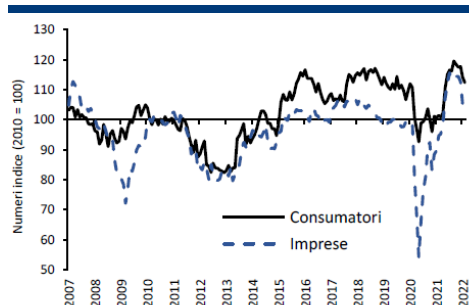
Mercato immobiliare

Seppure risulti prematuro ipotizzare un ridimensionamento della ripresa del mercato immobiliare, si può prevedere che dal conflitto in atto scaturisca un deterioramento del clima generale di fiducia che anticipa le conseguenze negative sulla crescita economica mondiale. Nonostante il settore residenziale abbia recentemente dimostrato una straordinaria capacità reattiva, il secondo shock esogeno in meno di due anni, non accompagnato da un adeguato dispiegamento di risorse finanziarie aggiuntive e da una politica monetaria marcatamente accomodante, potrebbe determinare un nuovo ridimensionamento dell'attività di compravendita rispetto agli straordinari livelli raggiunti lo scorso anno, nonché una parziale attenuazione della spinta espansiva in atto sul fronte dei valori. Secondo gli esperti di Nomisma, il quadro fiducioso che scaturisce dalla lettura delle tendenze più recenti (ante guerra) rischia di restituire un'immagine troppo ottimistica alla luce delle ultime evoluzioni.

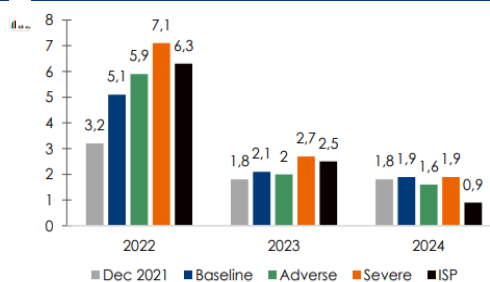
Ester Brizzolaro

A complicare lo scenario di riferimento concorre l'aumento dell'inflazione, alimentata dai forti rincari delle materie prime, dei costi energetici e di trasporto, che non trova tuttavia riscontro nelle dinamiche salariali. La salvaguardia delle capacità di spesa delle famiglie passa, dunque, da un ampliamento del numero di occupati che, alla luce dei recenti accadimenti, non sembra più così scontata. La guerra somma fragilità strutturali a difficoltà congiunturali, contribuendo a ripristinare quella sensazione di precarietà che era stata in parte superata.

Indice di fiducia di consumatori e imprese in Italia Nuove previsioni dello staff BCE su inflazione area euro (dati in %)



Fonte: Istat



Fonte: BCE, Staff Macroeconomic Projections, marzo 2022, e proiezioni Intesa Sanpaolo

Il nuovo scenario impone quindi un atteggiamento di maggiore prudenza o quanto meno di temporeggiamento sia da parte dei potenziali acquirenti sia degli istituti di credito in attesa di capire l'evoluzione del contesto economico. L'accostamento formato da una domanda di acquisto esuberante e una politica creditizia marcatamente espansiva, che aveva consentito al settore residenziale di superare di slancio l'ondata pandemica, potrebbe indebolirsi con le ripercussioni del conflitto bellico.

Numero di compravendite in Italia e variazioni % annuali

x	2017	2018	2019	2020	2021
Numero compravendite					
Residenziale	543.188	579.202	604.168	558.722	748.523
Non residenziale (*)	104.948	109.855	116.170	107.735	153.081
Variazione annua					
Residenziale		6,6%	4,3%	-7,5%	34,0%
Non residenziale (*)		4,7%	5,7%	-7,3%	42,1%

Nota: (*) Terziario, commerciale, magazzini, produttivo. Fonte: Nomisma

Come evidenziano i dati Nomisma, il mercato immobiliare residenziale domestico ha messo a segno un aumento del 34% annuo delle compravendite nel 2021 con una risalita dei prezzi anche nelle città di media dimensione (+1,2% su base annua per le abitazioni usate, +1,7% per quelle

nuove) che ben delinea l'impennata del mercato residenziale, avviatasi una volta esaurita la prima ondata pandemica. A beneficiarne sono stati pressoché tutti i contesti territoriali, con un accento più marcato nelle località periferiche e di provincia, a conferma della maggiore convenienza economica a fronte di maggiore spazio disponibile, abbinata alla ricerca di servizi accessori, come spazi all'aperto e nuove dotazioni tecnologiche. Si tratta di dinamiche destinate ad attenuarsi con il ritrovato baricentro dei comuni maggiori che caratterizzerà l'economia post pandemica, ma che al momento rimane sospeso.

Se le recenti preferenze in termini di localizzazione e infrastrutture rappresentano una novità rispetto agli orientamenti pre-pandemia, il ricorso al mutuo bancario per riuscire a migliorare le condizioni abitative si conferma essere un prerequisito irrinunciabile per la maggioranza delle famiglie italiane. L'onerosità dell'acquisto immobiliare rispetto alle capacità reddituali richiede infatti, in molti casi, un massiccio ricorso al sostegno creditizio per concretizzare l'acquisto.

La ripresa del segmento residenziale ha restituito vitalità anche al mercato delle unità immobiliari d'impresa, che ha beneficiato in taluni casi dell'esigenza di rinnovo e riconversione a nuovi parametri lavorativi che comprendono il lavoro da remoto e nuovi spazi condivisi. Il perdurante eccesso di offerta su questo versante non ha, tuttavia, consentito un'inversione della tendenza al ribasso sul fronte dei prezzi, che è proseguita, seppure con un'intensità più contenuta.

Variazione annua dei prezzi degli immobili residenziali e d'impresa nelle maggiori città (dati in %)

Anni	Abitazioni Usate	Uffici	Negozi
2017/2016	-1,2	-1,5	-1,3
2018/2017	-0,9	-1,5	-0,8
2019/2018	0,0	-0,7	-0,6
2020/2019	-2,0	-3,2	-3,3
2021/2020	1,8	0,0	-0,6

Fonte: Nomisma

Nel quadro di rilevanti trasformazioni derivate dalla pandemia si inseriscono ora le incertezze legate alle conseguenze del conflitto bellico, con ricadute che potrebbero risultare rilevanti anche in corrispondenza di tipologie di investimento storicamente percepite come asset meno rischiosi. L'ormai inevitabile indebolimento della crescita economica favorirà un atteggiamento attendista da parte degli operatori, con inevitabili ricadute su livelli di attività e riferimenti economici di mercato. L'effetto stimato da Nomisma, riproposto nella tabella seguente, ne tratteggia l'evoluzione stimata nel triennio.

Variazione annua stimata dei prezzi degli immobili a valori correnti nelle principali città (dati in %)

	Abitazioni		Uffici		Negozi	
	Scenario inerziale	nuovo	Scenario inerziale	nuovo	Scenario inerziale	nuovo
2022	1,7	0,9	0,4	-0,2	-0,6	-1,2
2023	1,7	0,8	0,7	-0,1	0,1	-0,6
2024	1,5	0,7	0,6	-0,2	0,2	-0,6

Fonte: Nomisma

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Nell'ultimo mese ad influenzare la dinamica dei tassi Eurirs ed Euribor si sono succeduti principalmente due fattori: gli eventi bellici in Ucraina e la riunione della BCE di marzo. Il risultato complessivo degli effetti prodotti da questi elementi è stato un generalizzato aumento dei suddetti tassi, più contenuto per gli Euribor.

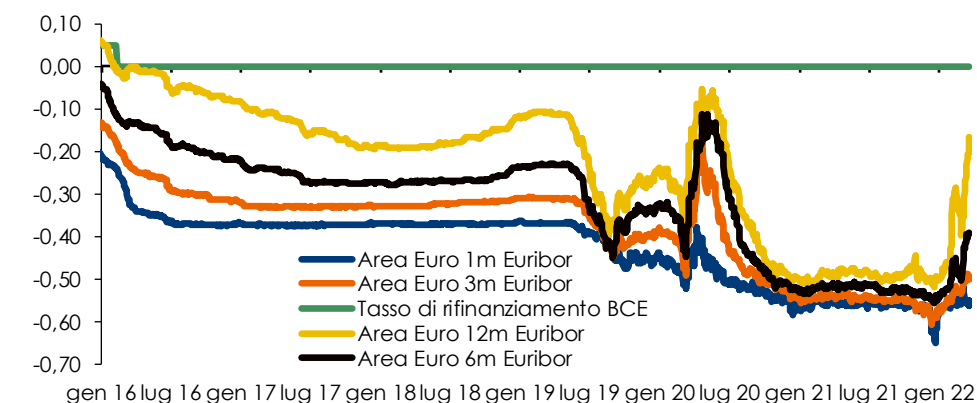
Il primo dei driver citati ha avuto un carattere ambivalente nel guidare l'evoluzione dei tassi di interesse: l'inatteso attacco militare della Russia all'Ucraina ha in un primo momento determinato un *flight to quality* sui mercati, con gli investitori che hanno nettamente privilegiato gli asset non rischiosi come le obbligazioni ad alto rating, facendone ridurre i rendimenti. Tale flessione dei tassi di mercato ha coinvolto anche gli Euribor e, in misura maggiore, gli Eurirs che hanno scontato anche un rallentamento dell'economia dell'Eurozona riconducibile alla riduzione dell'export verso la Russia. La contrazione della domanda russa, gli impatti diretti ed indiretti delle sanzioni e la svalutazione del rublo, che renderebbe meno competitivi i beni e i servizi prodotti nel blocco europeo, potrebbero infatti arrivare ad erodere due decimi di crescita secondo le nostre stime. Successivamente, tuttavia, una considerazione meno emotiva dell'evento bellico ne ha messo al centro la portata inflazionistica: i prezzi di petrolio e gas naturale, che erano già sotto tensione prima della guerra, sono saliti in modo parossistico nella seconda settimana di conflitto incrementando le aspettative di inflazione dopo il nuovo massimo storico segnato a febbraio dall'avanzata del CPI: +5,9% a/a, spiegato per oltre la metà dall'energia (+31,7% a/a). L'aumento delle attese inflazionistiche ha invertito l'andamento dei tassi di interesse, che dopo l'iniziale calo hanno iniziato a salire consistentemente.

Questo nuovo trend si è definitivamente consolidato con il meeting della BCE del 10 marzo in cui, contrariamente alle previsioni del mercato che attribuiva un'importanza prevalente al rischio geopolitico, l'Autorità monetaria – in forza di una decisa revisione al rialzo delle previsioni d'inflazione e di una modesta revisione al ribasso di quelle di crescita – ha deciso di proseguire sulla strada della rimozione dello stimolo monetario. La Banca Centrale, pur riconoscendo l'aleatorietà dello scenario e le correlate difficoltà ad anticiparne i potenziali sviluppi, ha sottolineato la necessità di non sommare incertezza ad incertezza mantenendo così il già annunciato approccio restrittivo di politica monetaria attraverso un'accelerazione del ritmo di riduzione degli acquisti all'interno del programma APP (40 miliardi saranno gli acquisti del programma in aprile, 30 in maggio e 20 in giugno; la calibrazione degli acquisti netti per il trimestre estivo, come più volte sottolineato da Lagarde, dipenderà dai dati); contestualmente, però, la BCE ha eliminato la contiguità tra inizio dei rialzi dei tassi e fine degli acquisti di titoli in modo da non vincolarsi ad effettuare una prima stretta in autunno (anche se l'APP terminerà in estate), preferendo operare la scelta sulla base del susseguirsi dei dati macroeconomici.

A lato dell'influenza diretta delle decisioni BCE, anche la riunione della Fed ha esercitato un apprezzabile condizionamento rialzista sui tassi europei in forza del concreto avvio (+25pb) di un ciclo di incrementi dei tassi che, secondo le indicazioni non vincolanti del nuovo grafico a punti, dovrebbe determinare aumenti per 175pb quest'anno e 100pb nel 2023. Powell ha inoltre aperto, circa una settimana fa, alla possibilità di rialzi dei tassi da +50pb ad una o più riunioni.

In chiave prospettica, le aspettative di inflazione legate all'energia dovrebbero parzialmente rientrare nella seconda metà dell'anno: sul mercato petrolifero dovrebbe crearsi, secondo le previsioni dell'EIA, un surplus di offerta dal 2° trimestre 2022 e il potere contrattuale della Russia potrebbe essere ridotto dal ripristino dell'accordo nucleare del 2015 con l'Iran. In base a tale quadro potrebbe delinearci un ritracciamento nell'attuale tendenza crescente dei tassi, soprattutto per gli Eurirs di medio lungo termine: per i tassi Euribor e per gli Eurirs di breve termine tale fenomeno potrebbe essere in parte frenato dalla situazione di incertezza a livello geopolitico, che potrebbe indurre il sistema bancario a ritoccare in senso penalizzante le condizioni del credito, in particolare nei confronti delle imprese fortemente esposte verso Mosca.

I tassi Euribor e il tasso di rifinanziamento della BCE



Fonte: Bloomberg

Nel complesso, ne deriva 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.

Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30anni

Positivi	Negativi*
Tasso fisso	Tasso variabile
	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: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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.

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.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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.

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 <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 18.02.2022.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati.

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: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) 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 dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di

organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" 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 S.p.A. 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. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

(a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;

(c) uno degli analisti citati nel documento (Ester Brizzolara) è socio AIAF.

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.

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 ed 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 ed 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

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi