

## Overview sul primo semestre

### Mercato immobiliare

Il mercato immobiliare italiano nella prima parte dell'anno 2023 ha confermato i segnali di rallentamento. Lo scenario macroeconomico in peggioramento ha di fatto reso più difficile l'accesso al mercato della proprietà da parte delle famiglie italiane che hanno visto un'erosione del loro potere di acquisto. La minore capacità di risparmio e il repentino rialzo dei tassi sui mutui hanno precluso l'acquisto immobiliare a una quota rilevante di domanda potenziale, con conseguenze negative sul numero di compravendite.

### Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Nell'ultimo mese i tassi Euribor hanno continuato il proprio trend crescente, mentre i tassi Eurirs hanno registrato, sulla scia dei rendimenti statunitensi, un rapido movimento al rialzo e uno al ribasso che ne hanno determinato livelli pressoché invariati. I primi hanno subito l'influenza delle aspettative di breve sulla politica monetaria, a fronte di una maggiore sensibilità dei secondi ai dati macroeconomici. Prospettivamente, alla prossima riunione del 27 luglio, appare pressoché certa la decisione di un'ulteriore stretta di +25pb da parte della BCE; continuiamo poi a ritenere probabile che la fase di rialzo dei tassi si estenda dopo luglio fino a settembre e che sia associata a livelli di picco dei tassi di almeno il 4% (deposit rate), in assenza di turbolenze finanziarie o di maggiori segnali di rallentamento dell'attività economica nei mesi estivi. Questo dovrebbe causare un andamento crescente nei prossimi mesi sia per i tassi Euribor che per quelli Eurirs non lunghi, fino almeno all'intero 2° semestre del 2023. È opportuno infine rimanere flessibili di fronte alla possibilità che i tassi ufficiali salgano più di quanto oggi scontato dai mercati poiché la coincidenza dell'inflazione con il target rate BCE (2%), ipotizzata dal consenso solo nel 2025, espone l'Autorità monetaria al rischio elevato di non tener fede al proprio mandato anche per piccole deviazioni dallo scenario centrale: ciò dovrebbe comportare una massima attenzione da parte della banca centrale e la possibilità di una restrizione più prolungata. Nel complesso, seppur sia probabile un ulteriore aumento dei tassi Euribor nei prossimi mesi, l'indebitamento a tasso variabile appare comunque preferibile.

18 luglio 2023 - 15:00 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Ester Brizzolara

Analista Finanziario

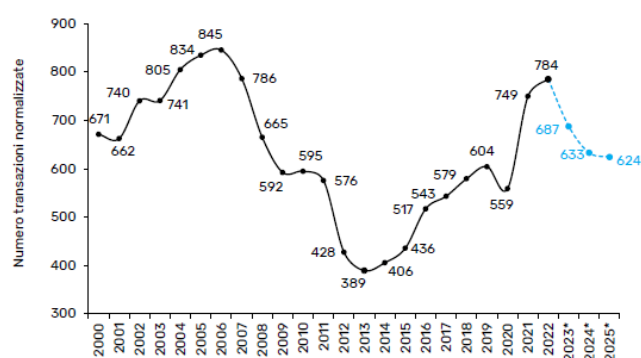
Paolo Leoni

Analista Finanziario

18 luglio 2023 - 15:07 CET

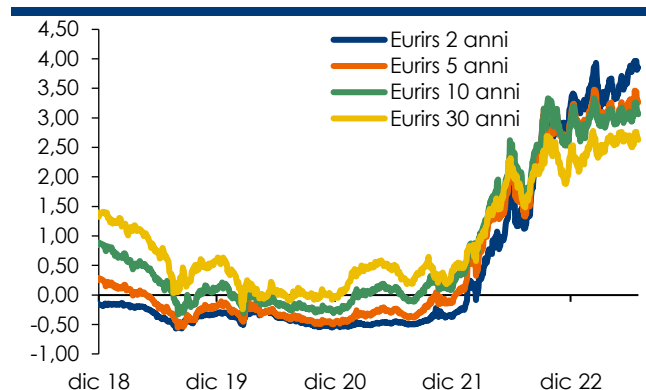
Data e ora di circolazione

Compravendite di abitazioni in Italia e previsioni (valori annuali in migliaia)



Fonte: Nomisma

L'andamento dei tassi Eurirs (%)



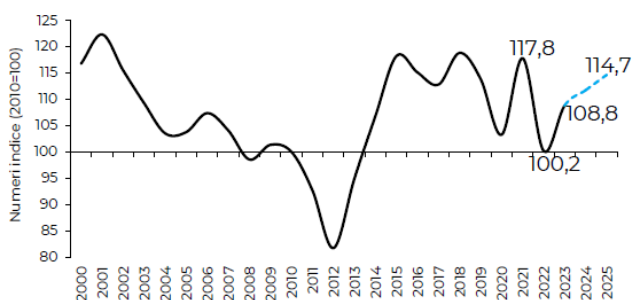
Fonte: Bloomberg

## Mercato immobiliare

L'elevata inflazione ha prodotto un cambiamento di scenario repentino per le famiglie italiane che si sono trovate più fragili, con un potere di acquisto ridotto, ancorché non disposte a sacrificare gli stili di vita e di consumo finalmente riconquistati dopo le limitazioni del periodo pandemico. La mancata indicizzazione dei salari ha imposto il ricorso ai risparmi per mantenere inalterate le abitudini di vita. Ad alimentare la propensione ai consumi ha contribuito finora una percezione ottimistica da parte delle famiglie italiane sul futuro economico del Paese; fiducia che ha attutito l'impatto dei cambiamenti intervenuti con la politica restrittiva della BCE.

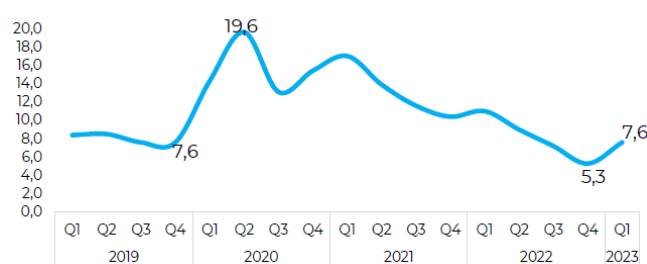
Ester Brizzolara

### Clima di fiducia futura dei consumatori



Fonte: Nomisma

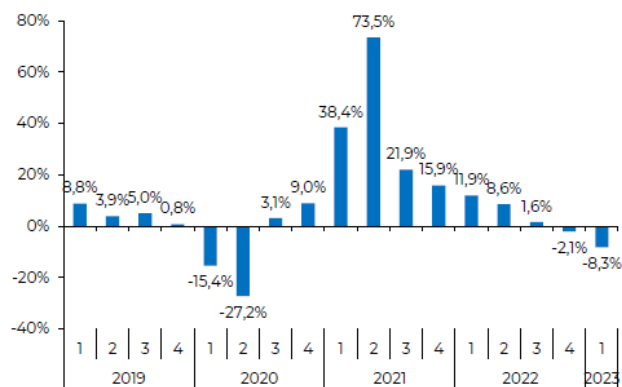
### Capacità di risparmio delle famiglie, dati in %



Fonte: Nomisma

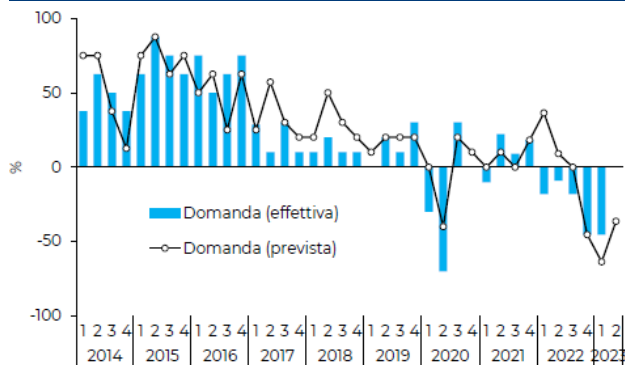
Se la percezione del livello economico generale è di temporanea difficoltà, diversa appare la situazione sul mercato immobiliare che fin da subito ha dovuto fare i conti con un ricorso al credito che, nel giro di breve, ha subito forti cambiamenti. Il continuo rialzo dei tassi rappresenta un fenomeno selettivo di accesso al credito che determina il posticipo delle intenzioni di acquisto di buona parte della domanda potenziale. La maggiore rischiosità associata dalle banche agli impieghi immobiliari ha portato a una maggiore attenzione nelle erogazioni di mutuo con ricadute inevitabili sull'attività di compravendita.

### Variazione del numero di compravendite di abitazioni - dati trimestrali (variazioni % tendenziali)



Fonte: Nomisma

### Domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni (saldo percentuale netto: aumento-diminuzione)



Fonte: Nomisma

Secondo i dati di Nomisma, a registrare le flessioni più marcate dei volumi di transazione sono stati i mercati che più degli altri si erano distinti nel recente passato, dimostrandosi più reattivi e vitali nella fase di ripresa post pandemica; tra questi Milano e Bologna evidenziano i maggiori arretramenti nel corso degli ultimi trimestri. Come accaduto nella fase espansiva, si tratta di

mercati che strutturalmente anticipano le inversioni cicliche che poi nel giro di poco tempo si estendono a tutto il territorio nazionale.

Va precisato tuttavia che quanto registrato finora rappresenta un ripiegamento fisiologico dopo la straordinaria ripresa dello scorso biennio. Non bisogna però trascurare il fatto che l'accresciuta dipendenza dal credito esclude, o quanto meno riduce, notevolmente la compensazione derivante dall'acquisto per investimento di ricchezza accumulata da parte del nucleo familiare, complice la crescente remunerazione degli investimenti alternativi, tra cui l'obbligazionario governativo, che rendono meno conveniente l'investimento in asset immobiliari ai prezzi correnti.

In un quadro di perdurante incertezza sulle conseguenze delle politiche monetarie in atto, il mercato immobiliare ha iniziato una fase di ripiegamento che al momento appare interlocutoria secondo gli esperti di Nomisma. La stabilità dei tempi medi di vendita e degli sconti applicati, associata a una modesta flessione dei valori reali (a fronte di un leggero progresso in termini nominali), denota una situazione di incertezza. I tempi di adeguamento da parte dei venditori al nuovo scenario macroeconomico saranno lunghi come sempre avvenuto in passato, posticipando i tempi di ripartenza. In questa fase le difficoltà di accesso alla proprietà da parte di una quota crescente di domanda potenziale tenderanno ad aumentare, con conseguente ripiego verso soluzioni in locazione in attesa che i prezzi diventino più accessibili.

#### Variazione % semestrale dei prezzi correnti nei tre segmenti di riferimento

Semestri	Abitazioni	Uffici	Negozi
1° sem 2023/2° sem 2022	1,0%	0,9%	1,2%
2° sem 2022/1° sem 2022	0,6%	-0,6%	-0,1%
1° sem 2022/2° sem 2021	2,1%	0,9%	0,8%
2° sem 2021/1° sem 2021	0,8%	-0,4%	-0,5%
1° sem 2021/2° sem 2020	0,8%	0,4%	-0,1%
2° sem 2020/1° sem 2020	-1,0%	-2,1%	-2,2%
1° sem 2020/2° sem 2019	-0,9%	-1,1%	-1,1%

Fonte: Nomisma

Il segmento degli affitti rischia di diventare sempre più affollato rivelando sempre più un'inadeguatezza dell'offerta. Tante componenti di domanda si trovano a competere: famiglie, lavoratori, studenti e turisti, con il locatario che privilegia le soluzioni meno rischiose e più remunerative (affitti brevi) a scapito dei segmenti più deboli tra cui gli studenti, come è apparso dalle proteste degli ultimi mesi.

A compensare almeno in parte il fabbisogno abitativo in locazione potrebbero contribuire gli investitori istituzionali che invece manifestano un interesse marginale. La gestione di condòmini plurimi, i rischi di morosità associati a un'impostazione normativa poco incline ad assecondare le ragioni della proprietà sono, secondo Nomisma, alla base di uno scarso interesse strutturale.

Infine, è interessante notare che, se l'interesse di famiglie e imprese è parso solo attenuato dal peggioramento del quadro macroeconomico, decisamente peggiore è la percezione sul versante corporate, dove la prudenza degli investitori stranieri ha generato un crollo degli investimenti, passati a 2 md nel 1° semestre rispetto ai 6,2 mld di euro nel 1° semestre 2022.

## Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Nell'ultimo mese i tassi Euribor hanno continuato il proprio trend crescente, mentre i tassi Eurirs hanno registrato, sulla scia dei rendimenti statunitensi, un rapido movimento al rialzo e uno al ribasso che ne hanno determinato livelli pressoché invariati. I primi hanno subito l'influenza delle aspettative di breve sulla politica monetaria, a fronte di una maggiore sensibilità dei secondi ai dati macroeconomici.

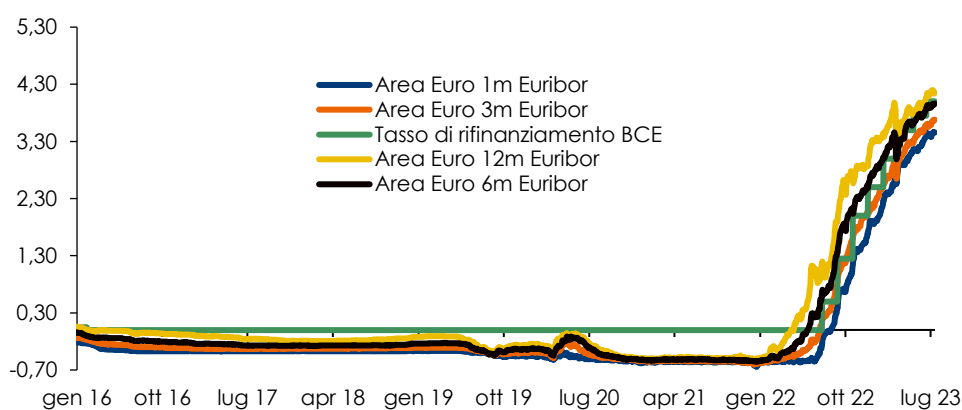
L'atteggiamento della BCE rimane guardingo: dalla recente pubblicazione dei verbali della riunione del 15 giugno è emerso disagio per i livelli elevati e crescenti delle aspettative di inflazione a lungo termine nei mercati, "caso unico tra le maggiori aree valutarie", a fronte di un calo delle aspettative dei consumatori. La diffusione del documento ha anche reso noto che le proiezioni di crescita del PIL dello staff erano considerate ottimistiche e soggette a prevalenti rischi verso il basso, mentre, riguardo all'inflazione, che secondo la maggioranza non ci fossero ancora sufficienti prove di una svolta: anche solo conseguire le previsioni dello staff avrebbe richiesto due rialzi dei tassi, ma secondo alcuni "il previsto ritorno dell'inflazione al 2% verso la fine del 2025 potrebbe essere considerato troppo tardivo, perché nel frattempo potrebbero materializzarsi rischi che manterrebbero l'inflazione al di sopra dell'obiettivo del 2%". La successiva rilevazione, secondo il CPI preliminare di giugno, di un'inflazione core in aumento a +5,4% a/a (da +5,3% di maggio) ha presumibilmente rafforzato l'approccio severo della banca centrale sulle cui attese i tassi Euribor hanno proseguito la dinamica ascendente: soltanto a cavallo del mese si è verificata una fase di lateralità riconducibile anche ai rimborsi dei prestiti TLTROIII (476 mld di euro in scadenza, a cui si sono aggiunte restituzioni volontarie per altri 29,5 mld di euro).

I tassi Eurirs sono invece stati influenzati ampiamente dall'andamento dei tassi americani che hanno reagito vistosamente all'uscita di due dati statunitensi riferiti a giugno: i nuovi occupati ADP e il CPI. La prima statistica ha sorpreso nettamente al rialzo, con una variazione di +497 mila unità dopo +267 mila di maggio: l'occupazione è risultata sospinta dai servizi per recreazione e ospitalità (232 mila), trasporto e commercio (90 mila), istruzione e sanità (74 mila), dalle costruzioni e dal comparto estrattivo a fronte di una contrazione dei posti di lavoro nel manifatturiero, nella finanza e nei servizi di informazione. La concentrazione dei nuovi impieghi nel settore dei servizi, principale motore della dinamica inflazionistica, ha fatto temere la possibilità di un'accelerazione salariale nel terziario che potrebbe riverberarsi sui prezzi praticati dagli operatori e quindi sul costo della vita: ciò ha comportato una decisa reazione rialzista dei tassi statunitensi che hanno trainato anche i tassi Eurirs. Le preoccupazioni per una spirale prezzi-salari sono state poi attenuate dal successivo dato sull'inflazione USA: il CPI di giugno è risultato significativamente migliore delle attese soprattutto nella versione core (al netto di beni alimentari ed energia), registrando variazioni di +0,2% m/m (contro +0,3% atteso e +0,4% precedente) e di +4,8% a/a (contro +5% atteso e +5,3% precedente). In particolare, lo spaccato dell'aumento su base mensile (il più contenuto da agosto 2021) ha dato indicazioni di pressioni inflazionistiche in moderato rallentamento nel "problematico" settore dei servizi core ex-abitazione. A tali informazioni è conseguita dunque una discesa dei rendimenti che ha riportato i tassi Eurirs sostanzialmente ai livelli iniziali.

Prospetticamente, alla prossima riunione del 27 luglio, appare pressoché certa la decisione di un'ulteriore stretta di +25pb da parte della BCE; continuiamo poi a ritenere probabile che la fase di rialzo dei tassi si estenda dopo luglio fino a settembre e che sia associata a livelli di picco dei tassi di almeno il 4% (deposit rate), in assenza di turbolenze finanziarie o di maggiori segnali di rallentamento dell'attività economica nei mesi estivi. Questo dovrebbe causare un andamento crescente nei prossimi mesi sia per i tassi Euribor (ai massimi dal 2008) sia per quelli Eurirs non lunghi, fino almeno all'intero 2° semestre del 2023. In un orizzonte più ampio, inoltre, il fatto che il consenso sui dati di inflazione nel 2025 sia appena in linea con il target BCE (2%) significa che la probabilità di non centrarlo è implicitamente molto alta; conseguentemente, l'Autorità monetaria potrebbe trovarsi nella situazione di fallire nel proprio mandato per effetto anche solo di piccole deviazioni dallo scenario centrale. Il controllo del rischio, dunque, potrebbe essere un

buon motivo per mantenere una politica monetaria restrittiva fino a quando non vi sia evidenza di un importante rallentamento dell'economia, di una crisi finanziaria incipiente, o di un calo più profondo dell'inflazione rispetto a quanto oggi previsto per motivi diversi dal ciclo economico reale. Poiché non siamo in tali condizioni, è opportuno mantenersi flessibili di fronte alla possibilità che i tassi ufficiali salgano più di quanto oggi scontato dai mercati.

#### I tassi Euribor e il tasso di rifinanziamento della BCE



Fonte: Bloomberg

Nel complesso, seppur sia probabile un ulteriore aumento dei tassi Euribor nei prossimi mesi, l'indebitamento a tasso variabile appare comunque preferibile.

#### Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30 anni

Positivi	Negativi*
Tasso variabile	Tasso fisso
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 20.06.2023.

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