

Mercato Immobiliare e Finanziamenti

L'aumento dei tassi frena gli acquisti

Mercato immobiliare

Il rallentamento della domanda immobiliare legato al rialzo del costo di finanziamento e alla riduzione del potere di acquisto delle famiglie italiane avrà ripercussioni negative sul numero di compravendite residenziali nel prossimo biennio. Di conseguenza anche i prezzi di vendita potrebbero subire un'attenuazione della crescita osservata nel periodo post-pandemico. Le stesse dinamiche sono attese anche per il settore degli immobili di impresa, con una fase recessiva più evidente per il segmento degli uffici.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Negli ultimi due mesi i tassi Euribor e i tassi Eurirs hanno, nel complesso, registrato un aumento su tutte le scadenze, sia pure dopo una fase di incertezza dipesa soprattutto da un peggioramento dello scenario economico; la successiva risalita dei tassi è poi stata causata dalle aspettative riguardanti la politica monetaria, guidate da alcune indiscrezioni precedenti la riunione BCE di settembre (e poi confermate dalla stessa). La banca centrale ha infatti deciso nell'ultima riunione un nuovo rialzo di 25pb dei tassi ufficiali, segnalando che il livello raggiunto dovrebbe rappresentare probabilmente il picco su cui i tassi resteranno per un lungo periodo di tempo. Prospettivamente, il fatto che l'estensione della fase di tassi stabili dipenderà dai dati macroeconomici rende ancora possibile un'altra stretta; tuttavia, pensiamo che il rallentamento dell'economia europea sarà maggiore di quanto oggi previsto dalla BCE e quindi riteniamo possibile che fra un anno circa prenda avvio una fase di riduzione dei tassi. Per quanto riguarda invece il processo di riduzione del bilancio BCE, se si ipotizza un totale rimborso dei titoli nel PEPP a partire dal 2° trimestre del prossimo anno, si dovrebbe verificare una leggera risalita dei tassi Eurirs a lungo termine.

25 settembre 2023 - 09:44 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

**Ricerca per
investitori privati e PMI**

Ester Brizzolara

Analista Finanziario

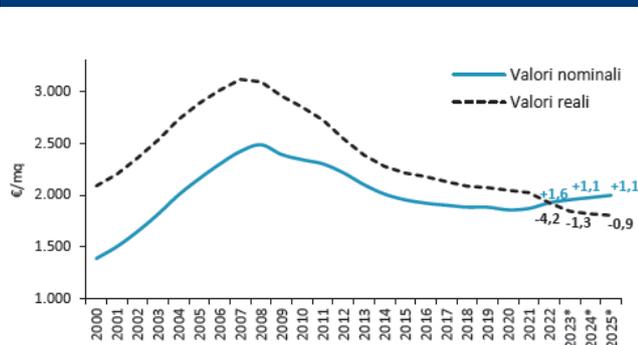
Paolo Leoni

Analista Finanziario

25 settembre 2023 - 09:50 CET

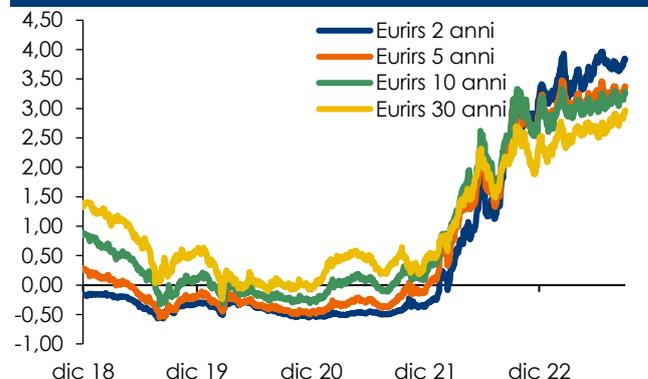
Data e ora di circolazione

Italia – Prezzi medi delle abitazioni a valori correnti e a valori reali



Nota: (*) previsioni. Fonte: Nomisma

L'andamento dei tassi Eurirs (%)



Fonte: Bloomberg:

Mercato immobiliare

Il mercato immobiliare residenziale è particolarmente interessato dalle dinamiche legate ai tassi d'interesse in quanto circa la metà delle compravendite di abitazioni necessitano del sostegno creditizio per essere finalizzate. I ripetuti rialzi dei tassi ufficiali da parte della BCE, per riportare il tasso d'inflazione all'obiettivo di lungo periodo del 2%, hanno generato un processo selettivo di accesso al credito con conseguente riduzione delle erogazioni e riflessi negativi sul mercato delle transazioni immobiliari.

Ester Brizzolara

Il mercato del credito aveva già subito un ridimensionamento nel 3° trimestre 2022, con le nuove erogazioni in flessione dell'1,5%, poi intensificatosi nel 4° trimestre (-12,8%) e nei primi 3 mesi di quest'anno (-26,6%). Nel complesso, il 2023 secondo le stime di Nomisma potrebbe chiudersi con un calo del 24,6% dei nuovi mutui, mentre nel biennio successivo le proiezioni indicano una flessione di intensità decrescente, quantificabile rispettivamente in -4,8% nel 2024 e in -1,1% nel 2025.

Le problematiche condizioni di accesso al credito stanno determinando una nuova fase di contrazione dei livelli di attività sul mercato residenziale. Per il 2023 Nomisma stima 687 mila compravendite, pari a una contrazione annua del 12,4%, a cui dovrebbe far seguito una diminuzione dell'8% circa a 633 mila unità nel 2024 e un calo residuale (-1,4%) nel 2025 fino a quota 624 mila transazioni.

Previsioni del nr. di compravendite residenziali ed erogazioni di nuovi mutui per acquisto di abitazioni (valori assoluti e variazioni percentuali annuali)

	Erogazioni di nuovi mutui per acquisto di abitazioni		Compravendite residenziali	
	Mld di euro	Var. % annua	Numero transazioni normalizzate in migliaia	Var. % annua
2019	42,2	-4,8	604	4,2
2020	40,5	-4,0	559	-7,5
2021	53,4	31,8	749	34,1
2022	53,1	-0,5	784	4,7
2023 *	40,1	-24,6	687	-12,4
2024*	38,2	-4,8	633	-7,9
2025*	37,7	-1,1	624	-1,4

Nota: (*) previsioni dal 2° semestre 2023. Fonte: Nomisma

La fase recessiva già evidente sui livelli di attività delle compravendite avrà riflessi negativi anche sui prezzi di vendita delle abitazioni, attenuando così la crescita osservata durante il periodo post-pandemico. Secondo Nomisma, già nella seconda metà del 2022 si era manifestato un rallentamento progressivo della fase rialzista dei prezzi medi di vendita nelle maggiori città italiane, ma il fenomeno dovrebbe essere maggiormente evidente nella seconda parte del 2023, tanto da chiudere il 2023 con un tasso medio di crescita dell'1,6%. Nel biennio successivo gli esperti stimano un ulteriore rallentamento con una variazione media annua dell'1,1%.

Come spesso accade, l'andamento dovrebbe risultare piuttosto eterogeneo tra le principali città; Milano è attesa guidare la classifica con incrementi superiori a 2pp (punti percentuali) annui uscendo dal periodo 2023-2025 con un aumento complessivo dei valori di circa 8pp (+3,6% nel 2023, +2,4% nel 2024 e +2,1% nel 2025), seguita da Firenze, Torino e Cagliari con circa +6%, mentre Bari e Venezia sono attese scontare una moderata flessione dei valori. E' bene precisare che le aspettative si riferiscono ai valori nominali perché in termini reali, ossia considerando l'effetto inflazione, i tassi di variazione saranno negativi lungo tutto il periodo di previsione.

Secondo Nomisma, alla contrazione del 4,9% registrata nel 2022 in termini reali dovrebbe seguire una flessione del 4,2% nel 2023, mentre nel biennio successivo l'entità del calo dovrebbe attenuarsi, -1,3% nel 2024 e -0,9% nel 2025 (come riassunto nella tabella di seguito).

Previsioni dei prezzi medi degli immobili a valori correnti e a valori reali delle maggiori città italiane (anno base 2022)

Anno	Residenziale		Uffici		Negozii	
	Valori nominali	Valori reali	Valori nominali	Valori reali	Valori nominali	Valori reali
2022	2,9	-4,9	0,5	-7,2	0,6	-7,1
2023	1,6	-4,2	0,6	-5,1	1,5	-4,3
2024	1,1	-1,3	0,7	-1,7	1,3	-1,1
2025	1,1	-0,9	0,8	-1,2	1,2	-0,8

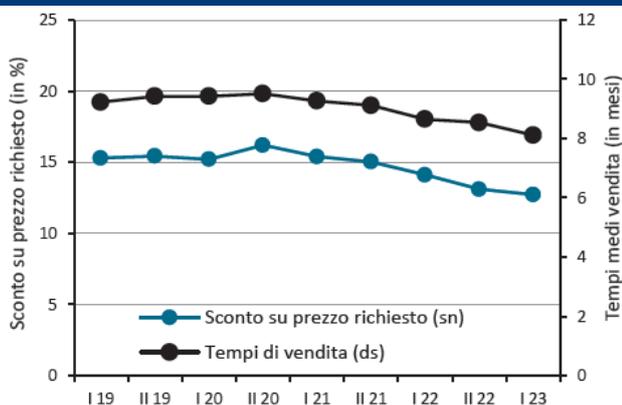
Fonte: Nomisma

Per quanto riguarda gli immobili di impresa, il 1° semestre 2023 è stato migliore delle attese in termini di evoluzione dei prezzi, tanto che alla contrazione registrata nella seconda metà del 2022 ha fatto seguito un rimbalzo dello 0,9% per gli uffici e dell'1,2% per i negozi.

Secondo le previsioni delineate da Nomisma, nel triennio 2023-25 gli immobili di impresa dovrebbero evidenziare una variazione reale positiva superiore all'1% per i negozi (+1,5% nel 2023, +1,3% nel 2024 e +1,2% nel 2025) e al di sotto dell'1% per gli uffici (+0,6% nel 2023, +0,7% nel 2024, +0,8% nel 2025). Milano si conferma in testa alle maggiori città italiane con una crescita superiore al 7% cumulato nel segmento direzionale e dell'8% in quello commerciale. Dal lato opposto, Bari mostra l'andamento più debole con una stabilità stimata dei prezzi in entrambi i segmenti. Così come per le abitazioni, anche gli immobili d'impresa perdono valore in termini reali, una volta scontato l'effetto inflazione, come mostra la tabella precedente.

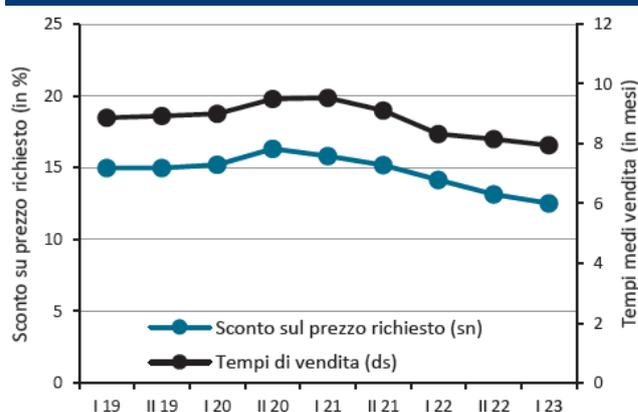
Nel 1° semestre 2023 è proseguito il lento ma graduale accorciamento dei tempi medi di vendita di uffici e negozi, che si attestano in entrambi i casi sulle 8 mensilità circa. Anche gli sconti medi praticati sul valore richiesto si sono ridotti, nell'ordine del 12% circa. La diminuzione dei tempi di assorbimento degli immobili destinati ad attività economiche, seppure in presenza di un leggero incremento dei valori nominali, denota una situazione di maggiore liquidità del mercato rispetto al recente passato.

Uffici – Tempi medi di vendita e sconti praticati sui prezzi



Fonte: Nomisma

Negozi – Tempi medi di vendita e sconti praticati sui prezzi



Fonte: Nomisma

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Negli ultimi due mesi i tassi Euribor e i tassi Eurirs hanno, nel complesso, registrato un aumento su tutte le scadenze, sia pure dopo una fase di incertezza, coincide sostanzialmente con il mese di agosto. La volatilità riscontrata lo scorso mese, accentuata da un'operatività limitata dalle ferie, è dipesa soprattutto da un peggioramento dello scenario economico riconducibile principalmente a una serie di sorprese negative emerse dalle indagini di fiducia delle imprese; la successiva risalita dei tassi è poi stata causata dalle aspettative riguardanti la politica monetaria, guidate da alcune indiscrezioni precedenti la riunione BCE di settembre (e poi confermate dalla stessa).

L'ottimismo delle aziende dell'Eurozona ha mostrato, a partire da giugno, un'accelerazione del trend discendente, dinamica che ad agosto ha portato anche il relativo indice dei servizi in zona contrazione: ciò ha reso le prospettive per i prossimi trimestri poco incoraggianti per l'economia dell'Eurozona, anche in considerazione del coincidente rallentamento globale che sta comportando un raffreddamento del commercio mondiale. Questi dati macroeconomici hanno influenzato soprattutto i tassi Eurirs che hanno, corrispondentemente, messo a segno netti ritracciamenti al ribasso, scontando la maggiore debolezza del ciclo europeo; per i tassi Euribor – condizionati quasi esclusivamente dalle aspettative di politica monetaria – l'influenza è stata esercitata dalle possibili scelte della BCE di fronte a tali mutamenti di scenario.

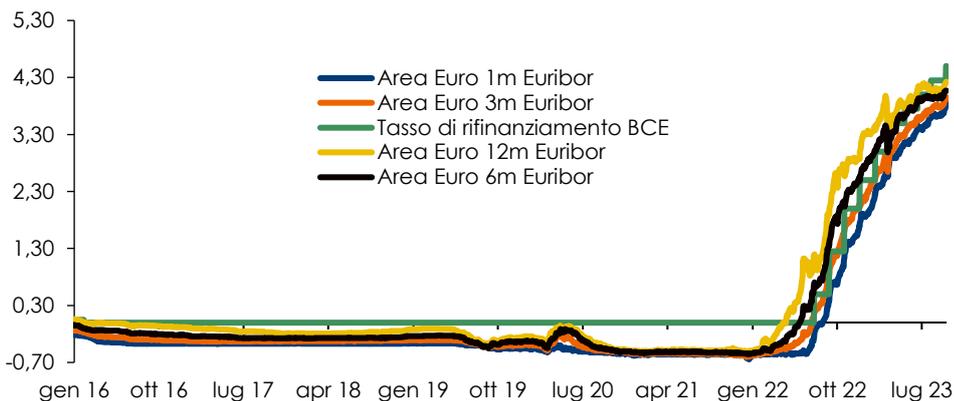
Tale incertezza sulle mosse dell'Autorità monetaria è stata largamente dipanata dall'inizio di settembre da una serie di dichiarazioni di alcuni esponenti, tutte concentrate nel giorno precedente al "periodo di silenzio" previsto dalle regole interne del Consiglio Direttivo e poi (ancor più) da una presunta fuga di notizie riportata da Reuters sul fatto che le previsioni di inflazione dello staff nel 2024 sarebbero state riviste al rialzo sopra il 3%, anche se le proiezioni di crescita sarebbero state tagliate. Queste informazioni hanno determinato tensioni al rialzo per i tassi Euribor ed Eurirs, che si sono poi completamente sviluppate con la conferma emersa dal meeting BCE di settembre.

Il 14 settembre la Banca Centrale Europea ha infatti deciso per un nuovo rialzo di 25pb dei tassi ufficiali (che ha portato il tasso sui depositi al 4% e il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento al 4,50%), segnalando che il livello raggiunto dovrebbe rappresentare probabilmente il picco su cui i tassi resteranno per un lungo periodo di tempo. Nessuna novità è emersa invece per la gestione dei titoli in portafoglio: i reinvestimenti APP erano già stati interrotti senza turbolenze e il tema dei reinvestimenti PEPP, sollevato individualmente da alcuni governatori di banche centrali nazionali, non è stato formalizzato nel comunicato al termine della riunione che li ha confermati almeno fino a fine 2024. La scelta della BCE sui tassi di policy si è basata sulle previsioni d'inflazione complessiva, che secondo le nuove stime dell'istituto sono state riviste verso l'alto sia per quest'anno che per il 2024 (rispettivamente a +5,6% e +3,2%, livelli lontani dall'obiettivo del 2%) e probabilmente anche sulla valutazione che l'inflazione core (al netto di alimentari ed energia) resta ancora sopra il target rate per tutto l'orizzonte temporale (viene confermata a +2,2% nel 2025). Contestualmente la BCE ha rivisto verso il basso le stime di crescita, in particolare per l'anno prossimo quando la variazione attesa del PIL passa all'1% dal precedente 1,5%. Il fatto che, salvo clamorosi sviluppi sul fronte dei dati, i tassi ufficiali resteranno fermi per molti mesi è stato un fattore che ha reso l'impatto della decisione più contenuto per i tassi Eurirs a medio e lungo termine rispetto a quello esercitato sui tassi Euribor e su quelli a breve termine.

Prospettivamente, l'effettiva estensione di questa fase di tassi stabili non dipenderà dal calendario ma dai dati macroeconomici: la fase di debolezza della crescita dovrà abbattere ulteriormente la dinamica corrente e le proiezioni di inflazione, fino a rendere molto probabile il conseguimento dell'obiettivo nel 2025. A rigore, perciò, non è escluso che la pausa sia seguita da un nuovo rialzo, invece che da un taglio; tuttavia, riteniamo che il rallentamento dell'economia europea sarà maggiore di quanto oggi previsto dalla BCE e quindi riteniamo possibile che fra un anno circa prenda avvio una fase di riduzione dei tassi. Per quanto riguarda

invece il processo di riduzione del bilancio BCE, è probabile che il prossimo anno esso consista in una manovra più bilanciata fra repo (forma di riduzione finora prevalente per mezzo del rimborso di TLTRO III) e portafoglio titoli. Sotto l'ipotesi di un totale rimborso dei titoli nel PEPP a partire dal 2° trimestre del prossimo anno, il bilancio della BCE è previsto in calo dall'attuale 51% del PIL al 41% del PIL a fine 2024: sulla base di un nostro modello lineare di stima questa manovra – ipotizzando l'intenzione delle banche, emersa da un recente sondaggio EBA, di ridurre la propria esposizione verso l'Istituto di emissione – dovrebbe portare a una leggera risalita dei tassi Eurirs a lungo termine.

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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 18.07.2023.

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.intesasanpaolo.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