

**Mercato Immobiliare e Finanziamenti**
**Il mercato residenziale rimane debole**
**Mercato immobiliare**

Il mercato immobiliare residenziale italiano mostra una scarsa vivacità in questo primo scorcio d'anno, anche se la stabilizzazione dei volumi per l'intero periodo è attesa rimanere sui livelli mediamente elevati. Il 2023 si è chiuso con circa 710 mila compravendite, in calo tendenziale del 10%, ma superiore alla media annua delle transizioni avvenute nel triennio precedente. Il progressivo incremento dei tassi di interesse, unito all'aumento della selettività nella concessione del credito, hanno interrotto l'ambizione di migliorare le condizioni abitative delle famiglie italiane. In tale contesto i prezzi degli immobili sono rimasti mediamente stabili; ciò implica da un lato una buona tenuta dei valori correnti ma, dall'altro lato, ingessa il mercato ampliando le distanze tra aspettative dell'offerta e disponibilità della domanda, contribuendo a rallentare ulteriormente l'attività di compravendita.

**Tassi d'interesse su mutui e prestiti**

Nell'ultimo mese sia i tassi Euribor che i tassi Eurirs a breve e medio termine hanno mostrato una variazione contenuta, riconducibile a un'assenza di sorprese sia dal lato dei dati macroeconomici che da quello della politica monetaria europea. I tassi Eurirs a lungo termine hanno invece registrato una flessione sulla scia di un atteggiamento accomodante emerso dalle riunioni Fed e BoE e dal taglio operato dalla banca centrale svizzera. La dinamica futura sarà condizionata dai tagli che la BCE dovrebbe avviare a giugno e dalla sua revisione del quadro operativo (riguardo ai soli Euribor).

**27 marzo 2024 - 11:15 CET**

Data e ora di produzione

Nota mensile

**Direzione Studi e Ricerche**
**Ricerca per  
investitori privati e PMI**
**Ester Brizzolara**

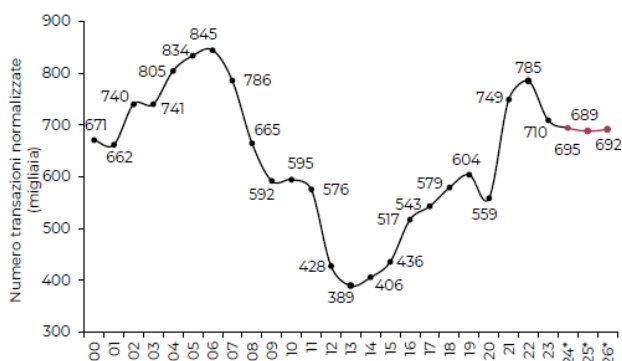
Analista Finanziario

**Paolo Leoni**

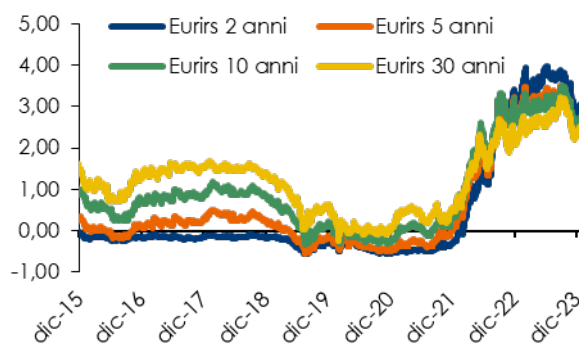
Analista Finanziario

**27 marzo 2024 - 11:20 CET**

Data e ora di circolazione

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


Nota \* = Previsioni; Fonte: Nomisma

**L'andamento dei tassi Eurirs (%)**


Fonte: Bloomberg

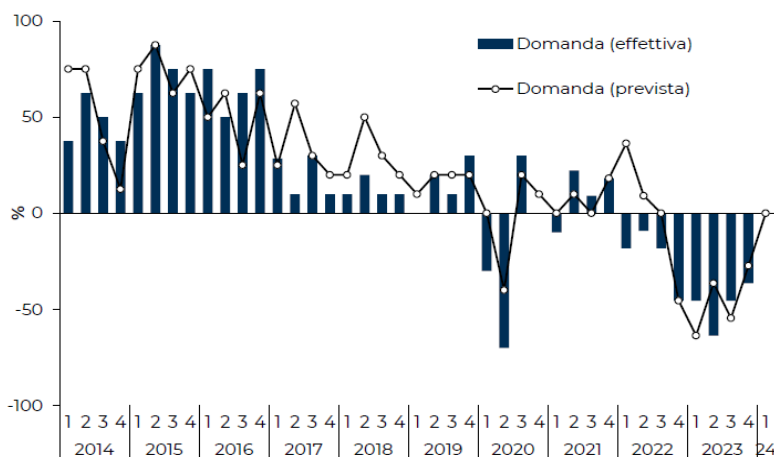
## Mercato immobiliare

Si prospetta un anno critico per l'acquisto della casa, mentre la domanda si sposta verso la locazione. Un assunto che vale per tutto il territorio italiano, anche se, nelle città intermedie che Nomisma ha analizzato nel suo ultimo Osservatorio Immobiliare di marzo, emergono andamenti disomogenei. Uno scenario che rimane pressoché stabile anche nel biennio 2025-2026.

Ester Brizzolara

L'analisi condotta riguarda tredici capoluoghi Ancona, Bergamo, Brescia, Livorno, Messina, Modena, Novara, Parma, Perugia, Salerno, Taranto, Trieste e Verona, anche per questi centri (come per le grandi città) la risalita del mercato dipenderà dalla componente creditizia. Il maggiore costo d'indebitamento ha provocato la riduzione della quota di compravendite assistita da mutuo dal 48,4% del 2022 al 39,9% del totale degli acquisti nel 2023. La domanda si è così spostata verso l'affitto evidenziando una crescita annua del 3%. Ben 48 mila nuclei familiari hanno rinunciato ad acquistare casa ripiegando verso la locazione. Secondo Nomisma, il calo delle transazioni è imputabile alla componente di domanda che è uscita dal mercato perché dipendente dal credito (-26%), mentre gli acquisti senza mutuo continuano a crescere (+4,8%). Neanche la recente discesa dell'inflazione, che ha ridotto la perdita di potere d'acquisto, ha spinto le compravendite.

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



Fonte. Nomisma

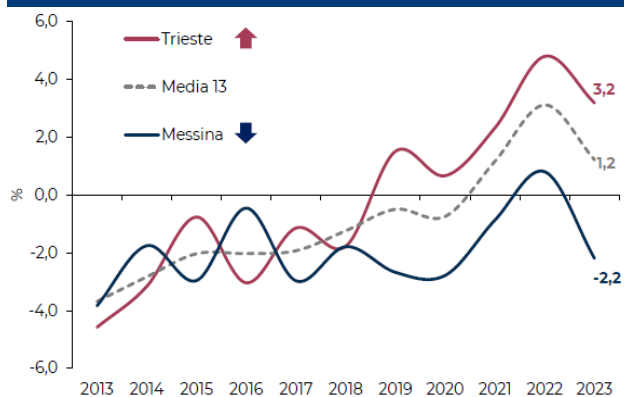
In questo contesto la rigidità dei valori immobiliari, che in Italia caratterizza storicamente le fasi di inversione ciclica, finisce inevitabilmente per ampliare le distanze tra aspettative dell'offerta e disponibilità della domanda, contribuendo a rallentare ulteriormente l'attività di compravendita. Nei mercati intermedi le quotazioni sono salite di poco: dell'1,2% per l'usato e dell'1,7% per l'ottimo stato, ma mostrano dinamiche geografiche disomogenee. Ancona e Messina registrano una flessione nominale dei prezzi rispettivamente dell'1% e del 2,2%, mentre Novara e Trieste mostrano un apprezzamento rispettivamente del 3% e del 3,2% evidenziando una variazione di entità doppia rispetto alla media dei mercati.

In termini prospettici Nomisma stima un aumento medio dei valori immobiliari residenziali dell'1,4% nel triennio 2024-2026 in termini nominali, che al netto dell'inflazione diventa negativo.

Sul fronte della locazione non si arresta la crescita dei canoni (+2,9% annuo) nel 2023. La media sintetizza una certa variabilità tra i mercati monitorati da Nomisma: dal calo di Messina (-1,3%), alla stabilità di Bergamo (+5,1%) fino ad arrivare al picco di Perugia (+5,2%). Lo spostamento di interesse verso la locazione mette ancora più in evidenza il sovraffollamento di un comparto che

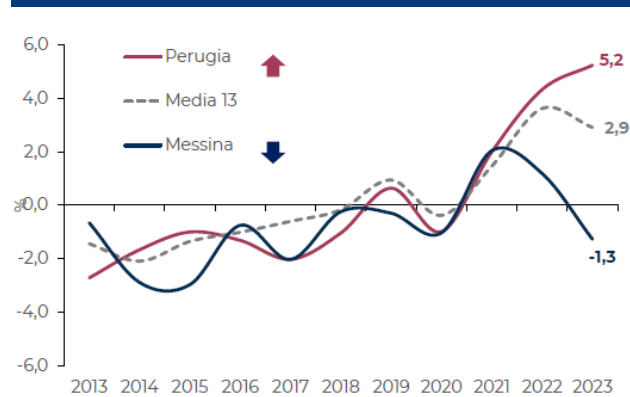
già oggi sconta un'evidente carenza di offerta. Nel segmento residenziale la migliore performance del segmento locativo rispetto a quello dell'acquisto ha sostenuto la crescita, seppur modesta, dei rendimenti lordi da locazione che si attestano al 5,6% medio annuo.

#### Evoluzione dei prezzi medi residenziali nelle città intermedie (variazioni % annuali)



Fonte: Nomisma

#### Evoluzione dei canoni residenziali nelle città intermedie (variazioni % annuali)



Fonte: Nomisma

I tempi medi di vendita rimangono stabili, occorrono 5,2 mesi per le abitazioni in ottimo stato e 5,6 mesi per quelle in buono stato. Anche in questo caso tra i mercati si assiste a una certa variabilità, con i tempi di vendita che oscillano tra i 3,5 mesi di Trieste e i 6 mesi di Ancona.

Infine, dall'Osservatorio Immobiliare emerge come la domanda abitativa, sia all'acquisto che alla locazione, sia sempre di più orientata a privilegiare le dotazioni interne quali il balcone o terrazzo, il doppio bagno, la luminosità degli ambienti e la disponibilità del posto auto o del garage, oltre a servizi di connettività. A seguire, la ricerca privilegia le caratteristiche del contesto, quali la presenza di verde e la vicinanza ai servizi e trasporti pubblici e, infine, la tipologia dell'edificio, che viene valutata in termini di condizione d'uso e performance energetica.

## Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Nell'ultimo mese sia i tassi Euribor che i tassi Eurirs a breve e medio termine hanno mostrato una variazione contenuta, riconducibile a un'assenza di sorprese sia dal lato dei dati macroeconomici che da quello della politica monetaria europea. Il CPI di febbraio è infatti sostanzialmente uscito conforme alle previsioni e nella riunione di marzo la BCE ha confermato le attese sulla sua azione prospettica. Un atteggiamento più accomodante del previsto è invece emerso dai successivi incontri delle banche centrali statunitense ed inglese e, soprattutto, dalla decisione di tagliare i tassi (1,50% da 1,75%) presa dalla banca centrale svizzera: quest'insieme di condizioni ha influenzato i tassi Eurirs a lungo termine, provocandone una discreta flessione. La BCE ha poi avviato il processo di ridefinizione delle modalità operative di gestione della liquidità (da adottare quando l'eccesso di riserve si ridurrà a sufficienza) che dovrebbe determinare il rientro dei tassi Euribor all'interno del corridoio di policy.

A febbraio l'inflazione dell'Eurozona è rallentata (in linea con le previsioni) da +2,8% a +2,6% a/a, soprattutto per via di un raffreddamento dei prezzi alimentari. L'analisi del paniere ha evidenziato che il contributo deflattivo dall'energia è in riduzione, a fronte di una dinamica contenuta dei beni industriali non energetici e di segnali di resilienza da parte dei servizi. Il risultato, già ampiamente scontato dai mercati, ha determinato limitate oscillazioni sia nei tassi Euribor che in quelli Eurirs.

Una definitiva direzionalità sui tassi non è scaturita neppure dalla riunione della BCE che il 7 marzo ha lasciato invariati i tassi di riferimento, ribadendo che l'orientamento di politica monetaria resterà dipendente dai dati che saranno valutati riunione per riunione. L'Istituto ha infatti rivisto al ribasso le proprie proiezioni di crescita e inflazione per l'anno in corso (a +0,6% da +0,8% e a +2,3% da +2,7%, rispettivamente) e ha inoltre ridotto anche la stima dell'inflazione 2025, portandola a +2% da +2,1%, ufficializzando così il raggiungimento del proprio target già nel prossimo anno. Lagarde ha sottolineato come i rischi sullo scenario di crescita restino verso il basso mentre quelli relativi all'inflazione siano bilanciati, con l'attenzione della banca centrale che continuerà a focalizzarsi sull'evoluzione dei salari: il fatto che un'informativa completa su questi ultimi non sia disponibile prima di giugno ha rafforzato le aspettative del mercato su un avvio in quel mese del ciclo espansivo, senza però determinare importanti variazioni sui tassi Euribor ed Eurirs.

A differenza del meeting BCE, quelli della Federal Reserve statunitense e della Bank of England britannica hanno sorpreso i mercati mostrando un approccio più fiducioso del previsto circa un rientro dell'inflazione al target; questo ha causato un calo dei tassi a lungo termine nelle aree valutarie di riferimento che si è riflesso sulle corrispondenti scadenze dei tassi Eurirs. Un'ulteriore pressione al ribasso su tali tassi è stata esercitata dall'imprevista scelta della banca centrale svizzera di operare un taglio di 25pb sul tasso di riferimento portandolo a 1,50% da 1,75%; la mossa, contraria alle attese di stabilità prevalenti sul mercato, è stata resa possibile secondo l'istituto dal rallentamento dell'inflazione nazionale.

Mercoledì 13 marzo la BCE ha pubblicato l'esito della revisione del suo quadro operativo per la gestione dei tassi di interesse a breve termine, finalizzato a migliorare la capacità della banca centrale di mantenere il controllo sui tassi del mercato monetario nel corso della riduzione del suo bilancio. L'approccio, in linea con le attese di operatori e specialisti, si baserà su un sistema a pavimento (floor) guidato prevalentemente dalla domanda. Questo significa che il tasso guida diventerà anche ufficialmente il tasso sui depositi (come lo è già da tempo in sostanza) e che le banche copriranno la domanda marginale di liquidità con aste dalle caratteristiche non dissimili da quelle attuali. A questo sistema si affiancherà una gestione di un significativo e permanente portafoglio di titoli obbligazionari (sistema di derivazione statunitense) che agirà pertanto sull'offerta di liquidità.

Dati questi principi guida la BCE ha deciso di abbassare lo spread tra il tasso di rifinanziamento principale e il tasso sui depositi a 15pb dagli attuali 50pb in modo da invogliare le banche ad utilizzare le linee di credito (esistenti e nuove) senza essere disincentivate dallo stigma della richiesta di liquidità a un tasso troppo elevato. I prestiti della BCE saranno erogati alle banche attraverso tre strumenti, due tipi di operazioni di rifinanziamento principali (già esistenti) e "operazioni di credito strutturali a più lungo termine", che verranno implementate in "una fase successiva". Prospetticamente, con questa gestione della liquidità e la gestione delle riserve in eccesso, i tassi Euribor dovrebbero iniziare a salire, portandosi a regime sopra il tasso sui depositi e in un intorno del tasso di rifinanziamento principale, al netto della volatilità di breve periodo e delle aspettative di politica monetaria. Ovviamente la fase monetaria espansiva, che a nostro avviso sarà avviata dalla BCE a giugno per un totale di 3 tagli da 25pb (anche se non possiamo escluderne completamente un quarto), porterà a un ribasso dei suddetti tassi di riferimento e quindi anche dei tassi Euribor, i quali rimarranno comunque superiori a quello sui depositi.

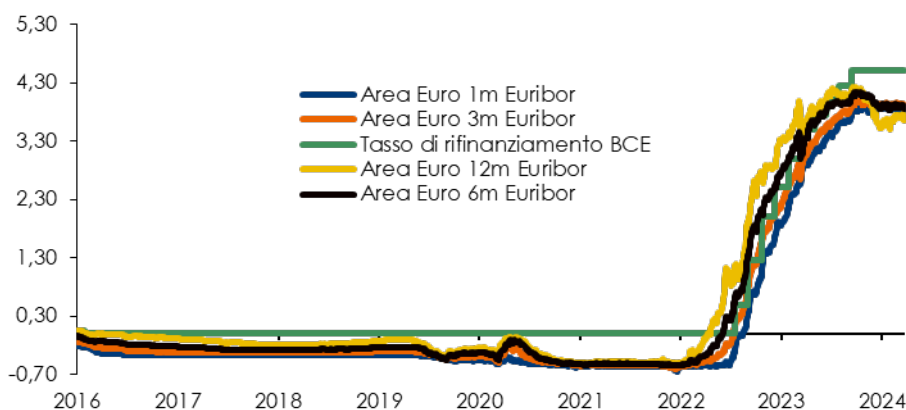
Quanto alla gestione a regime del portafoglio titoli, la BCE ha fornito poche informazioni sui dettagli, segnalando implicitamente che il dibattito su questo punto all'interno del Consiglio è ancora aperto ma anche che non c'è fretta, in quanto il bilancio della BCE continuerà ad essere troppo ampio per un ruolo attivo di questo strumento in tempi brevi. Il portafoglio obbligazionario strutturale non avrà lo scopo di influenzare le condizioni finanziarie ma motivazioni meramente tecniche; quindi, il quadro giuridico del nuovo portafoglio di liquidità sarà diverso, così come la sua composizione che potrebbe avere una durata media dei titoli più corta. In ogni caso l'orizzonte temporale per la rimodulazione del bilancio BCE è abbastanza lungo da non poter avere, a nostro avviso, impatti nel breve termine sulle valutazioni dei titoli di Stato e sui tassi Eurirs i quali saranno necessariamente influenzati dal calo dei tassi di riferimento, tracciando così un percorso discendente fino a fine anno.

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

Positivi	Negativi*
Tasso variabile	Tasso fisso
Rata costante	

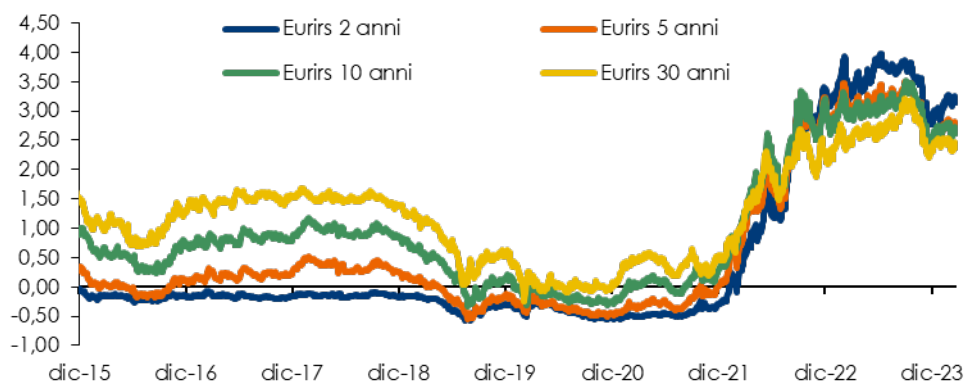
Nota: \* L'eventuale opportunità di ristrutturazione è legata alle condizioni dello specifico mutuo di cui si è titolari e a quelle alternative, nonché ai costi dell'operazione. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg

I tassi swap (Eurirs)



Fonte: Bloomberg

## 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 13.02.2024.

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. Verrà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni ([www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com](http://www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com)) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/business/mercati.html>).

## 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 separazione 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) oppure 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:** Monica Bosi