



Nomisma

II RAPPORTO 2005
OSSERVATORIO SUL MERCATO IMMOBILIARE

LA CONGIUNTURA IMMOBILIARE IN ITALIA

Quadro di riferimento

**Bozza di stampa
riservata**

Luglio 2005
Anno XVIII



Indice

1. La sostenibilità del mercato: misure e limiti	1
2. Approfondimenti sulla congiuntura immobiliare.....	7
3. Il mercato dei mutui e del leasing immobiliare	15
4. I fondi immobiliari e le property shares	20
5. L'attività di investimento immobiliare diretto in Europa e il posizionamento delle performance italiane.....	25
6. Lo stato del dibattito sulla "bolla".....	31
7. Previsioni	35

1. La sostenibilità del mercato: misure e limiti

I prezzi continuano a crescere ma sono in decelerazione

Nelle grandi aree urbane, anche nell'ultimo semestre, i prezzi medi degli immobili aumentano. Meno che in passato ma pur sempre aumentano. L'incremento sull'ultimo semestre è il minore dal 2001, sia per le case che per i negozi, e si colloca fra i più bassi dati semestrali mai registrati per gli uffici durante l'ultimo ciclo. Addirittura, se guardiamo ai dati relativi a Milano, i prezzi delle abitazioni non registravano una crescita semestrale così bassa dal secondo semestre del 1998.

Tavola 1

Media 13 grandi aree – Variazioni semestrali e annuali dei prezzi medi di immobili

	Variazione % semestrale	Variazione % annuale
Abitazioni	+4,1	+8,4
Uffici	+3,8	+7,2
Negozi	+3,7	+7,4
Box o garage	6,5 ^(*)	+6,5

(*) Giugno 2004.

Fonte: Nomisma.

I canoni segnano incrementi di lieve entità con riflessi negativi sulla redditività

Meno ancora dei prezzi crescono i canoni di locazione. Con la conseguenza che anche l'ultimo dato conferma il *trend* già registrato negli ultimi anni, ovvero di leggera riduzione dei tassi medi di rendimento reali e monetari. La domanda che ci si pone è allora se questi prezzi e questi affitti, dopo la recente forte crescita, siano ancora sostenibili e/o se caleranno.

Tavola 2

Media 13 grandi aree – Rendimenti medi potenziali lordi annui (%)

	Novembre 2004	Giugno 2005
Abitazioni	5,5	5,4
Uffici	5,8	5,7
Negozi	8,1	8,0
Box o garage	6,5 ^(*)	6,4

(*)Dato riferito a Giugno 2004.

Fonte: Nomisma.

Tavola 3

**Media 13 aree – Variazioni percentuali annuali dei prezzi
correnti di immobili**
(valori percentuali)

	Giugno 2001	Giugno 2002	Giugno 2003	Giugno 2004	Giugno 2005
Abitazioni	8,8	9,5	9,8	10,8	8,4
Uffici	7,7	7,8	8,4	9,3	7,2
Negozi	9,4	7,5	8,4	9,2	7,4
Box o garage	6,1	5,7	8,0	8,0	6,5

Fonte: Nomisma.

**Il rapporto fra
prezzi e canoni
è in
tendenziale
aumento senza
dare segni di
cedimento**

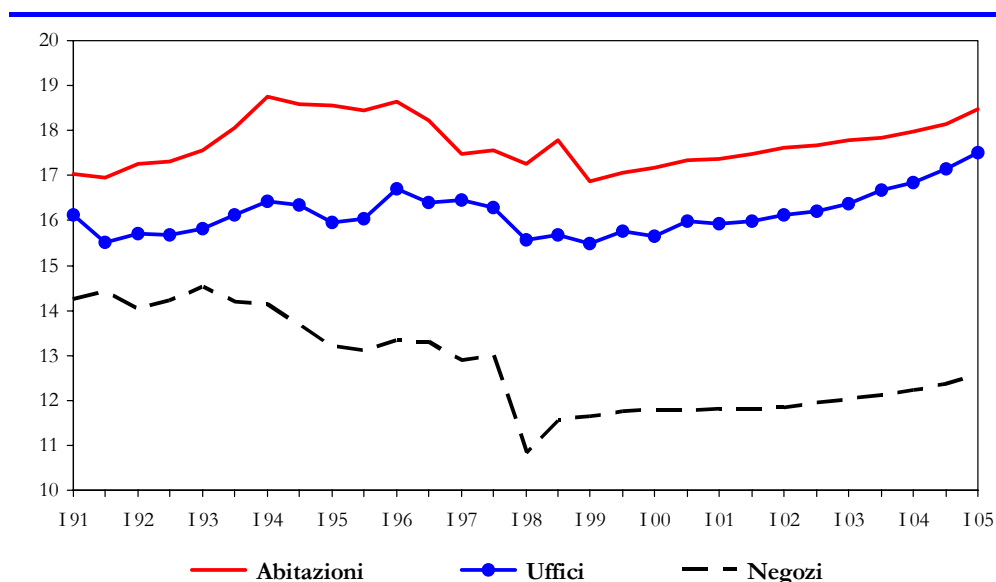
Sulla sostenibilità le analisi si basano su una pluralità di indicatori.

In particolare si appuntano sulla misura del rapporto fra prezzi degli immobili e canoni di locazione, ovvero il reciproco dello *yield*, che viene utilizzato come indicatore della redditività, analogamente a come si usa fare con riferimento alle azioni dove il parametro di sostenibilità del loro corso è dato dal rapporto fra prezzi e utili.

Su un numero di anni limitato, relativamente al periodo dell'ultimo ciclo, dal 1992 ad oggi, si può osservare che, attualmente, tale rapporto per le abitazioni, non diverge sostanzialmente dal livello di metà anni '90, collocandosi sulla misura di 18,5. Per quanto riguarda lo stesso rapporto in relazione agli uffici, assistiamo a una lieve crescita tendenziale nell'arco di anni considerati. Esso passa infatti da valori vicini a 16 sino al 17,5 dell'ultima rilevazione.

Figura 1

Media 13 aree – Rapporto prezzi/canoni



Fonte: Nomisma.

Diversa è la tendenza per i negozi dove l'indice scende da misure superiori a 14 sino al minimo del 1997, pari a 12,9 per poi risalire sino al 12,5 di oggi che si

palesa come la misura nettamente più bassa fra le tipologie osservate e, quindi, esprime una redditività nettamente competitiva rispetto alle altre, al lordo del diverso coefficiente di rischio. Non assistiamo, quindi, ad una drastica riduzione di tale parametro come parrebbe accadere in altri paesi dove l'incremento dei prezzi è risultato molto superiore a quello intervenuto in Italia.

Rapporto reddito e canoni: si ritorna a livelli di inizio anni '90 con differenze fra le città

Un altro parametro di sostenibilità è dato dal rapporto fra reddito e canoni di locazione. Dopo aver raggiunto il valore più elevato all'inizio della fase di crescita dei prezzi, collocabile fra il 1997 ed il 1998, il potere locativo del reddito torna, sui valori di inizio anni '90. Tale parametro viene misurato calcolando i metri quadri locabili con un'annualità di reddito.

Inoltre, fra le grandi città e la media dell'Italia il divario resta ampio, dato che tale indicatore oggi risulta pari a 184 per le metropoli e 258 per l'intero territorio nazionale, ovvero i canoni di locazione, in rapporto ai redditi, risultano nettamente più contenuti nelle città più piccole.

Basso costo dell'indebitamento

La "sostenibilità" può essere misurata anche in rapporto al costo dell'indebitamento, ovvero in relazione al tasso di interesse e sotto questo profilo è chiaro che mai come oggi tale costo sia basso consentendo un accesso alla proprietà crescente come evidenziato dalla crescita di tale componente che costituisce una delle basi di quella che è stata definita "ownership society".

Tavola 4

Mq di abitazioni usate locabili con un'annualità di reddito

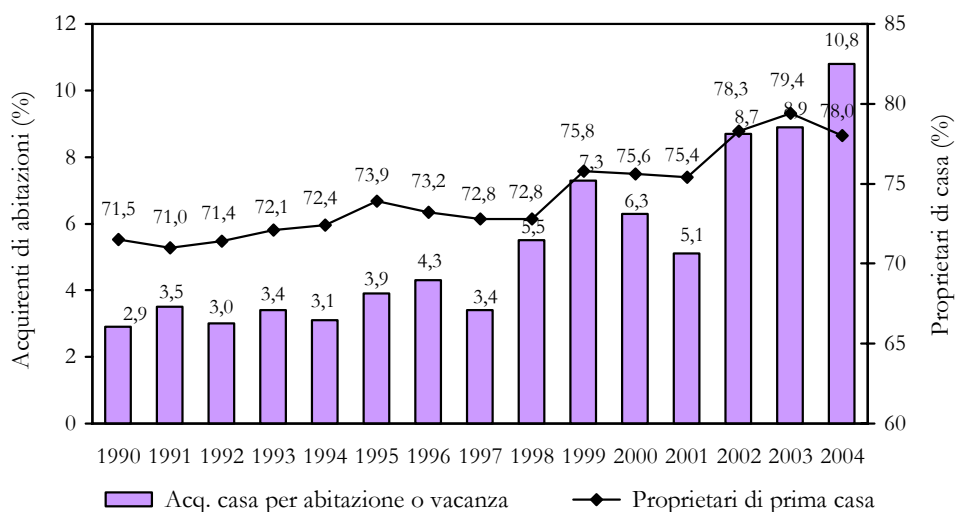
	Milano	Roma	Media 13 aree	Italia
1992	186	166	182	-
1993	205	145	187	282
1994	268	163	218	287
1995	281	166	227	357
1996	261	212	244	358
1997	294	207	253	354
1998	286	236	247	345
1999	255	213	240	310
2000	252	196	240	307
2001	247	170	234	314
2002	227	156	221	296
2003	205	143	208	289
2004	191	130	193	285
2005	183	125	184	258

Fonte: Nomisma.

I dati sullo sviluppo di finanziamenti all'acquisto di immobili sono infatti significativi dato che registrano costantemente e anche nell'ultima fase notevoli incrementi ma, ciononostante, il peso sul PIL delle consistenze resta per l'Italia, con circa il 10%, nettamente più basso che per gli altri paesi europei dove si registrano normalmente valori compresi fra il 40% della Spagna ed il 100% dell'Olanda.

Figura 2

Italia – Proprietari di casa e acquirenti negli ultimi 12 mesi
(valori percentuali sul totale di famiglie)



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati BNL/Centro Einaudi, 2004.

Tavola 5

Mq di abitazioni nuove acquistabili con un'annualità di reddito
(valori percentuali)

	Milano	Roma	Media 13 aree	Italia
1992	7,8	7,4	8,4	12,2
1993	8,1	7,7	8,6	11,8
1994	9,5	8,7	9,5	12,2
1995	10,0	9,1	10,0	12,7
1996	11,2	10,7	10,6	12,5
1997	12,8	12,2	11,7	12,6
1998	12,8	12,6	11,6	12,4
1999	11,8	11,6	11,4	12,4
2000	11,6	11,8	11,4	12,4
2001	10,8	11,4	10,9	12,3
2002	9,9	10,3	10,2	11,3
2003	9,0	9,3	9,5	10,8
2004	8,2	8,0	8,7	10,4
2005	7,7	7,2	8,0	9,5

Fonte: Nomisma.

Mutui in crescita ma l'indebitamento è inferiore a quanto avviene all'estero

Le erogazioni annuali per la sola casa in Italia, secondo Unicredit, raggiungono quasi, nel 2004, i 50 miliardi di Euro, che costituiscono il 40% dell'ammontare totale delle compravendite, stimato in circa 100 miliardi di Euro.

Il più contenuto indebitamento totale delle famiglie italiane, combinato con il minor ricorso al finanziamento bancario per l'acquisto di case, sono fra i fattori che consentono di nutrire più fiducia, di quanta non se ne possa avere relativamente ad altri paesi circa le condizioni di tenuta del mercato anche in caso di un suo rallentamento.

I prezzi delle abitazioni, infine, possono anche essere rapportati al reddito per cercare di disporre di un ulteriore parametro della loro sostenibilità.

Reddito /prezzi: si ritorna ai valori del 1992

Si ottiene così una misura del numero di mq di abitazioni nuove acquistabili con una annualità di reddito. In media, nelle grandi città, si passa dagli 11,7 mq del 1997, quando i prezzi iniziano a salire, agli 8 di oggi, con un incremento dei prezzi reali di circa il 30%.

Per l'Italia in complesso si passa invece dai 12,6 mq del 1997 ai 9,5 di oggi, il che corrisponde ad un aumento reale inferiore al 25%. Tuttavia, rispetto all'inizio del ciclo, quando i prezzi raggiungono il loro livello massimo, nelle grandi città i prezzi reali attuali sono sostanzialmente uguali a quelli del 1992.

Ma la "bolla" c'è o no?

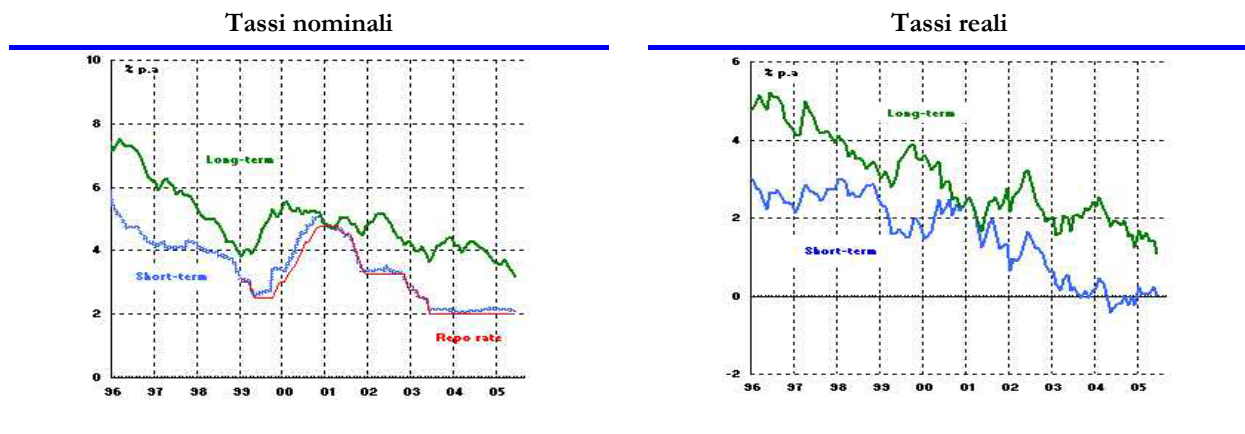
Il dibattito relativamente alla sostenibilità vede partecipare banchieri centrali, organismi internazionali, economisti, consulenti e imprenditori, gente comune. I teorizzatori dell'esistenza della "bolla" e i loro antagonisti (definiti pessimisti ed ottimisti rispettivamente) formulano i loro giudizi sempre all'interno della costruzione retorica dell'"ipotizziamo che", peraltro dando per scontato che le ipotesi scelte abbiano solamente gradi di probabilità diversi (ma in misura indeterminata) di avverarsi.

Le ipotesi di riferimento sono, nell'ordine:

1. andamento dei tassi di interesse (monetari e reali);
2. andamento economico generale (occupazione, PIL, prezzi, ecc.);
3. dinamica della domanda (demografia, organizzazione industriale, gusti, ecc.) e dell'offerta (produzione in *pipeline*, prese di beneficio, ecc.).

Figura 3

Andamento dei tassi di interesse in EU



Fonte: Datastream/Eurostat.

I tassi non dovrebbero aumentare contrariamente a quanto si pensava

Per quanto riguarda i tassi di interesse, se sino a poco tempo addietro sembravano prevalere valutazioni rialziste, oggi, stante la debolezza dell'economia europea ed anche del rallentamento di quelle inglese ed americana l'ipotesi giudicata più probabile è quella di una diminuzione generale, ma più decisa in USA e GB, del costo del denaro che, in Europa ormai, sul breve termine si colloca attorno al livello zero.

**Economia
depressa**

Sull'andamento del PII e dei prezzi il quadro è noto e per l'Italia risulta particolarmente deprimente dato che il 2005 sembrerebbe avviarsi verso una condizione di recessione tecnica, ovvero di dinamica negativa del PII, mentre la progressiva riduzione del tasso di inflazione attribuita alla debole domanda di consumi pone interrogativi sulle negative conseguenze di una possibile situazione deflazionistica.

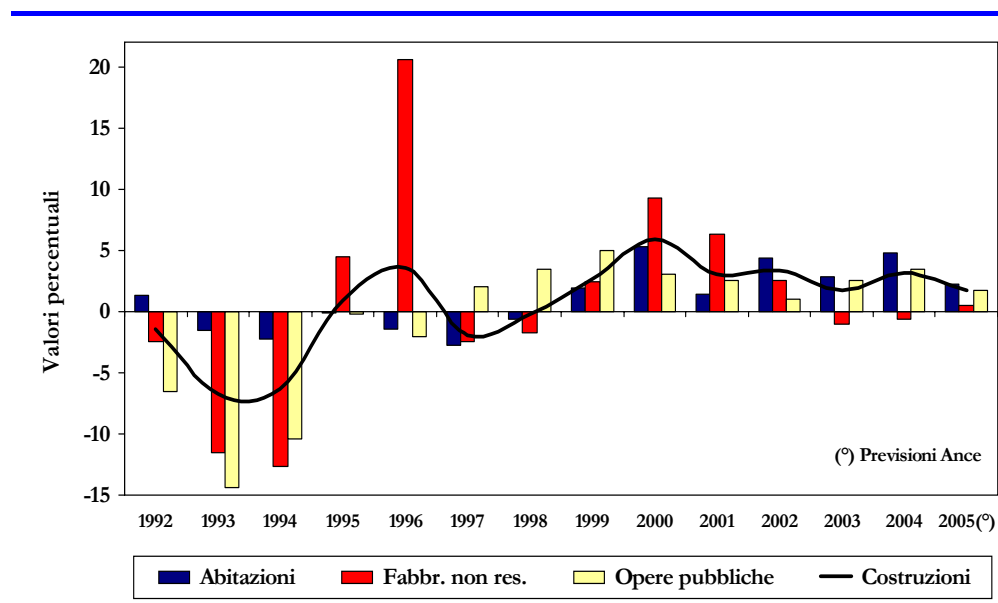
**Domanda ed
offerta
stazionarie con
differenti
requisiti
qualitativi**

Per quanto riguarda poi domanda e offerta – non paiono esservi motivi che possano determinare modificazioni sostanziali del quadro attuale.

Anche per quanto riguarda la nuova offerta potenziale da parte degli sviluppatori che in questi ultimi anni di ripresa dell'attività edilizia hanno avviato progetti immobiliari per il mercato (diverso è il caso delle produzioni, che pur sono frequenti, su commessa, e che quindi non si devono confrontare con l'incerata e indeterminata acquisizione della domanda) il dato macro relativo alla produzione incrementale non pare tale da poter costituire l'esistenza di un pericolo di caduta delle quotazioni da eccesso di offerta.

Figura 4

Investimenti in costruzioni
(variazioni percentuali annuali in quantità)



Fonte: Elaborazioni Ance su dati Istat.

A tal proposito può essere opportuno formulare almeno due ordini di considerazioni: da un lato, la produzione totale non pare eccedere significativamente i valori storici dell'ultima fase (come indicato dalla figura 4 che riproduce l'andamento dell'investimento in costruzioni per comparto) dall'altro, occorre considerare l'enorme deficit di offerta di edifici e di ambienti urbani di qualità, deficit a cui sta dando risposta l'intensa attività di recupero urbano, caratterizzata prevalentemente da interventi nei *brownfield* delle aree dimesse e che interessa la maggior parte delle città, già industriali ed oggi assai più terziarie, in particolare del Centro-Nord.

Per il mercato all'ingrosso dove transitano blocchi di interi edifici si può osservare che i fondi immobiliari, con la lunghezza dell'orizzonte temporale che caratterizza i loro investimenti, svolgono una utile funzione stabilizzatrice (che si accompagna all'altrettanto utile effetto di trasparenza che da essi promana).

Accanto a questi operatori si collocano sia alcune *property company* che investono con logica di medio periodo tesa alla riqualificazione di pacchetti di immobili che una volta resi redditualmente efficienti sono ricollocati sul mercato e investitori diretti, dotati di ingente liquidità, che, nell'ambito di scelte di diversificazione patrimoniale, entrano sul mercato con logica di cassetisti investendo su immobili a reddito.

Resta la temuta figura, per certi versi analoga a quelle degli operatori speculatori operanti sul mercato al dettaglio, dei grandi speculatori, capaci di effettuare grosse operazioni di acquisizione a debito per ricollocarle sul mercato, nella prospettiva che, nel frattempo, i valori siano saliti più del costo del debito stesso.

Da più parti, con riferimento a questi soggetti è stata avanzata la preoccupazione che possano cercare di ottenere il ritorno atteso anche senza che il mercato equivalente lo riconosca spontaneamente (da speculatore in blocchi ad acquirente di blocchi) ma grazie alla possibilità di trasformare l'acquisto di grande dimensione in una vendita al dettaglio grazie allo strumento dei fondi immobiliari ad apporto e alla necessaria ingenuità dei risparmiatori ai quali somministrare certificati di scarso valore e poco liquidi.

Questo gioco, verificatosi in altre forme in passato, sarebbe esiziale per il mercato immobiliare.

V'è da dire, però, che l'attuale panorama delle SGR di fondi immobiliari, composto da società di consolidata reputazione e strategie di permanenza industriale sul mercato, è anche dotato di buoni strumenti di informazione e comunicazione al mercato stesso, per cui esso può costituire verosimilmente il sistema di interessi in opposizione a tentativi possibili, nel silenzio generale, ma non attuabili in presenza di adeguata sorveglianza da parte degli organi di controllo e degli operatori stabili del mercato.

2. Approfondimenti sulla congiuntura immobiliare

Abitazioni

I dati congiunturali relativi al I semestre 2005 delineano un mercato delle abitazioni in generale rallentamento, pur nell'ambito di una crescita dei valori: dopo semestri di trascinate ottimismo, alimentato dal vivace andamento del mercato in tutte le città monitorate, siamo giunti in una fase in cui tutto appare all'insegna di una maggiore stabilità.

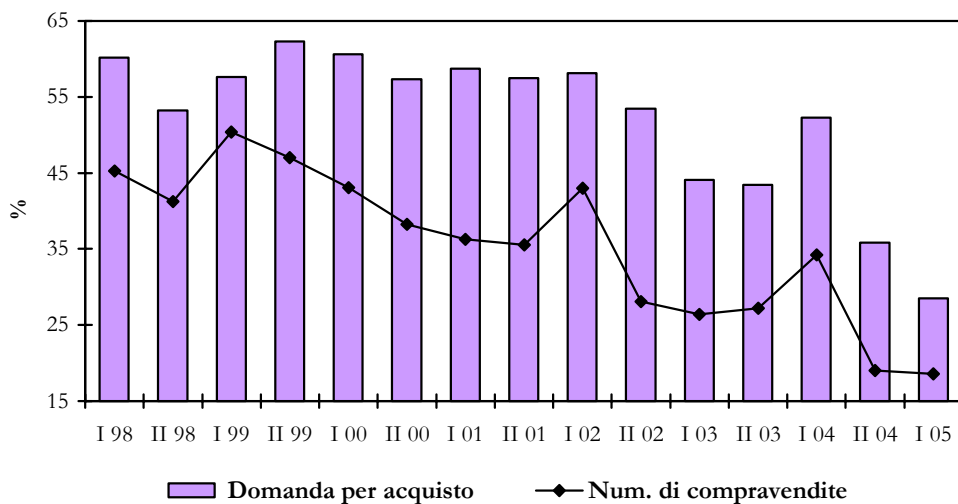
Non solo domanda e offerta vengono percepite come stazionarie rispetto al semestre precedente, ma anche numero di scambi e ipotesi relative alle dinamiche dei prezzi sono orientate in tal senso.

L'analisi in serie storica di ciascuno di questi indicatori mostra tuttavia aspetti interessanti.

In primo luogo, la percentuale di operatori che hanno intravisto un aumento delle quantità domandate è tendenzialmente diminuita fino a toccare in questo semestre il minimo da 6 anni a questa parte.

Figura 5

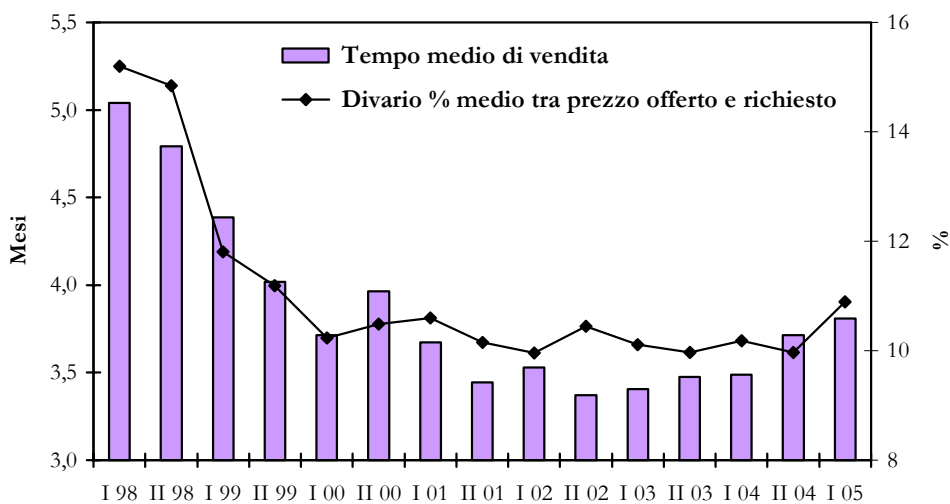
Media 13 aree – Giudizi di crescita su domanda e numero di contratti di abitazioni in compravendita
(valori percentuali)



Fonte: Nomisma.

Figura 6

Media 13 aree – Serie storica tempi di vendita e divari percentuali fra prezzi richiesti ed effettivi di abitazioni



Fonte: Nomisma.

A fronte di una domanda che smette di crescere, anche il numero di contrattazioni inizia a stabilizzarsi (la quota di pessimisti ha raggiunto i livelli del 1997 e quella di ottimisti è ai minimi di sempre), il che diffonde timore negli operatori circa l'effettiva capacità di assorbimento dell'offerta attuale.

D'altro canto, anni di fervente vivacità hanno, da una parte, favorito la crescita delle transazioni (la percentuale di compravendite di seconde case è costantemente in crescita), ma dall'altra sembrano aver impoverito l'offerta dei "pezzi" più pregiati.

Così, un'offerta scarsa qualitativamente e quantitativamente, unitamente ad una domanda sempre più selettiva hanno portato ad una maggior prudenza sul mercato.

In tale contesto è quindi da inquadrare il rialzo, sia dei tempi medi di vendita (ora pari a 3,8 mesi, contro 3,3 nel 2002) sia dello sconto mediamente praticato sul prezzo iniziale (10,9% in questo semestre a fronte del 10% di tre anni fa).

Tavola 6

Media 13 aree – Tempi di vendita e locazione, divario tra prezzo richiesto e prezzo effettivo di vendita, giugno 2005

	Tempo medio di vendita (<i>mesi</i>)	Tempo medio di locazione (<i>mesi</i>)	Divario % medio tra prezzo richiesto ed effettivo
Abitazioni	3,8	2,6	10,9
Uffici	5,4	4,1	11,9
Negozi	4,8	3,9	11,5
Capannoni ^(*)	5,9	5,0	11,2
Posti auto	2,3	2,0	7,1

^(*)Dato riferito a Ottobre 2004.

Fonte: Nomisma.

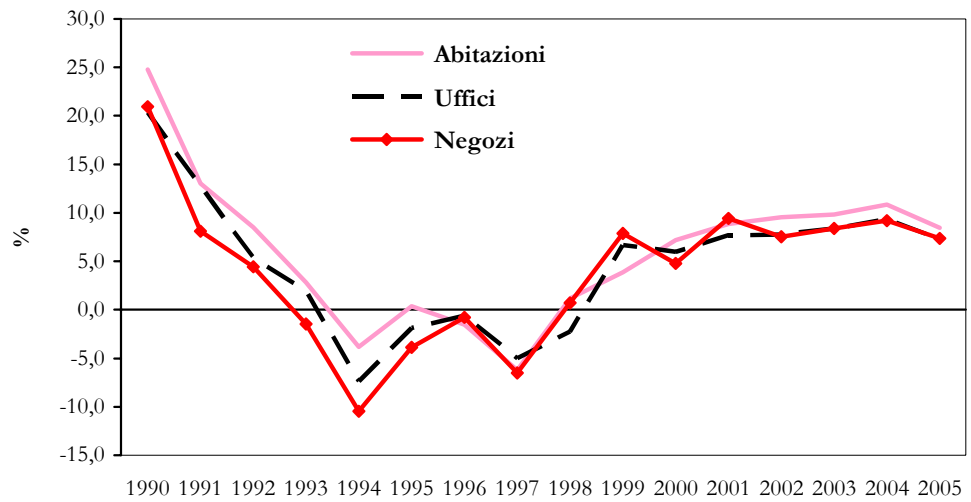
Per quel che riguarda le dinamiche dei prezzi, gli aumenti registrati negli ultimi semestri hanno ormai permesso di recuperare, anche in termini reali, le posizioni perse durante l'ultima fase recessiva. Gli incrementi del primo semestre del 2005, sono sì inferiori a quelli registrati nell'ultima parte dello scorso anno, ma non sembrano ancora presagire il temuto scoppio della bolla immobiliare.

In media, il prezzo di un'abitazione è dunque salito a 2.126 Euro al mq (+4,1% su base semestrale contro il +8,4% su base annuale), ma le differenze tra le varie piazze sono notevoli: dai 1.235 Euro al mq di Palermo si arriva ai 3.600 Euro di Venezia, passando per i 2.000 Euro di Napoli e i 3.000 Euro di Firenze.

Considerazioni simili a quelle appena evidenziate valgono anche per il segmento locativo, ancor più penalizzato da un eccesso di offerta conseguente al boom di investimenti realizzati negli scorsi anni. I canoni di locazione crescono a ritmi inferiori a quelli dei prezzi ormai da un paio di semestri con conseguente, seppur lieve, riduzione dei tassi di rendimento potenziale (se poi risaliamo al 1999, tale riduzione arriva al mezzo punto percentuale). Anche l'allungamento dei tempi medi di locazione, passati da 1,6 a 2,6 mesi in 2 anni e mezzo, non fa che confermare il rallentamento della congiuntura.

Figura 7

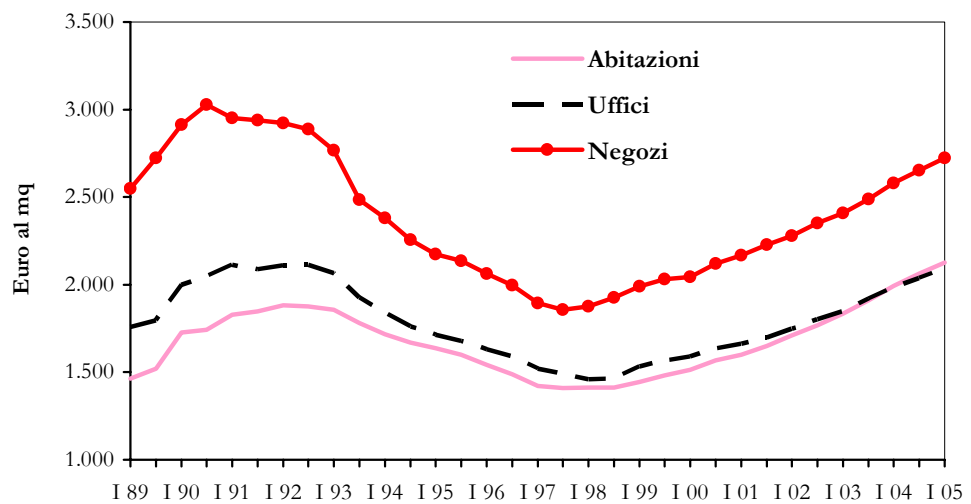
Media 13 aree – Serie storica delle variazioni annuali dei prezzi di immobili
(valori percentuali)



Fonte: Nomisma.

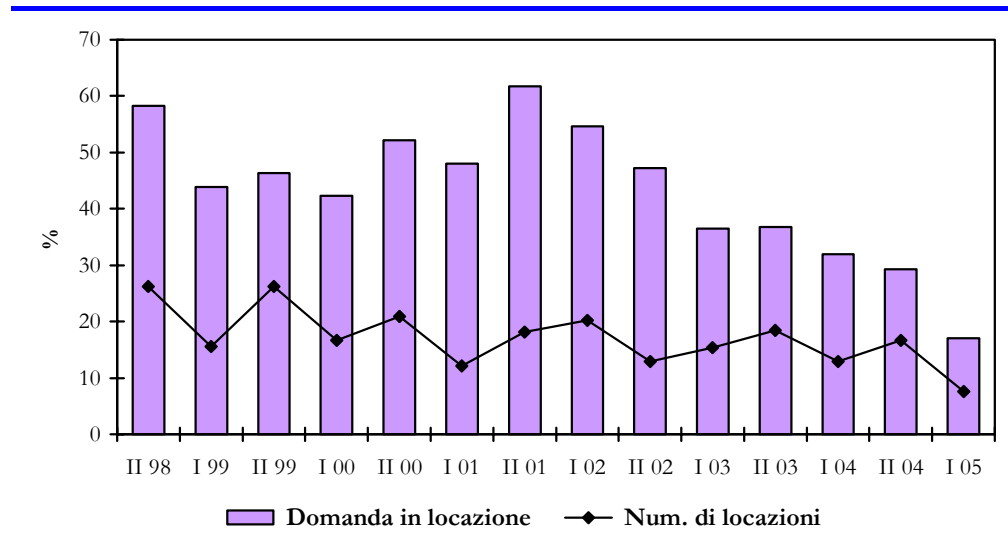
Figura 8

Media 13 aree – Serie storica dei prezzi medi reali di immobili
(valori costanti al 2005)



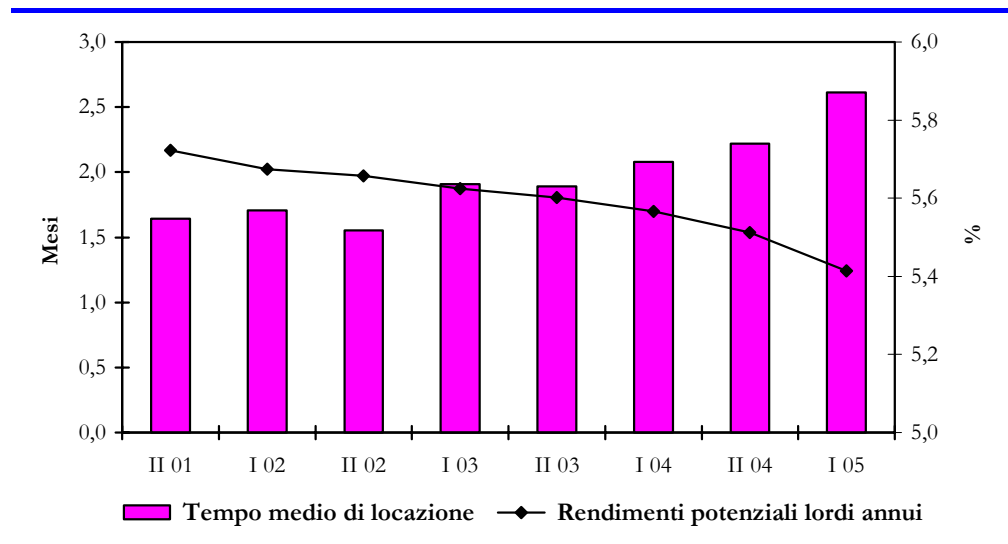
Fonte: Nomisma.

Figura 9
Media 13 aree – Giudizi di crescita su domanda sul numero dei contratti di abitazioni in locazione
(valori percentuali)



Fonte: Nomisma.

Figura 10
Media 13 aree – Serie storica dei tempi di locazione e dei rendimenti potenziali lordi annui di abitazioni



Fonte: Nomisma.

Le ipotesi previsionali formulate dagli operatori sono complessivamente orientate al mantenimento delle attuali tendenze, anche se, in virtù di quanto sottolineato, non mancano giudizi più pessimisti.

Uffici

Il quadro che emerge a proposito del segmento direzionale delinea un mercato in difficoltà, connotato da livelli di domanda sempre più esigui e da un'offerta che non trova collocazione. Diffusa è la percezione di calo nei volumi sia di compravendita che di locazione e persino le previsioni per i prossimi mesi non sembrano annunciare un'inversione di rotta in questo senso.

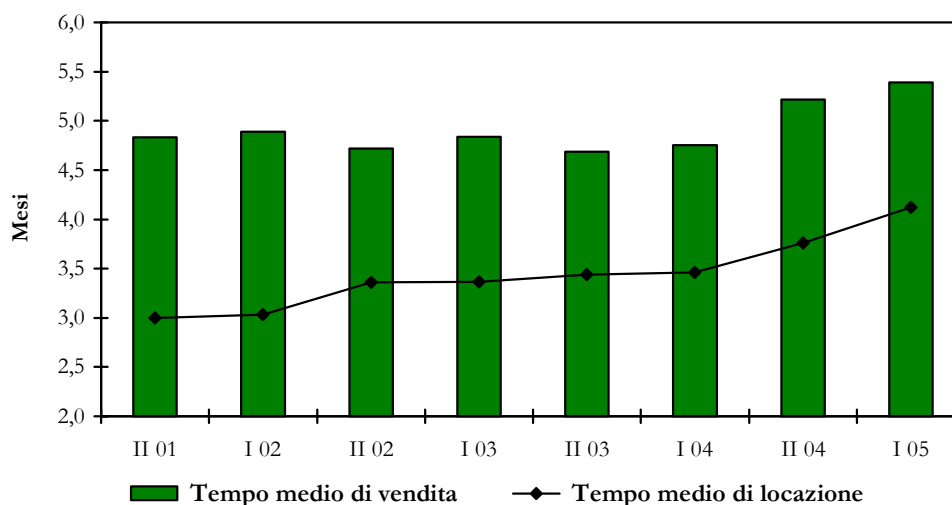
Le difficoltà del segmento sono confermate dai dati relativi ai tempi di vendita e locazione: entrambi gli indicatori hanno registrato un innalzamento nell'ultimo semestre di qualche decimo di punto, ma l'incremento diventa importante se si procede più a ritroso nel tempo (nel 2002 era necessario circa un mese in meno sia per vendere che per locare).

Analoghe considerazioni possono esser fatte per quel che riguarda i divari medi percentuali tra prezzo iniziale e prezzo effettivo di vendita: la scarsità di domanda ha portato i proprietari a concedere sconti maggiori rispetto al passato (in media, mezzo punto percentuale in più in 6 mesi) pur di concludere le trattative.

In un contesto di questo tipo i prezzi continuano tuttavia a salire (+3,2%), trainati dalla positiva *performance* rilevata per le abitazioni e con tassi di crescita. Genova, Roma e Napoli sono le piazze in cui l'incremento è risultato più evidente, giungendo a sfiorare i 5 punti percentuali.

Figura 11

Media 13 aree – Serie storica dei tempi medi di vendita e di locazione di uffici
(mesi)



Fonte: Nomisma.

L'analisi di lungo periodo dei prezzi reali mostra tuttavia come, a livello medio, solo ora sia colmato il gap creatosi a seguito della fase recessiva successiva al 1992, laddove per il segmento abitativo ciò è avvenuto già da un paio di anni, e per i negozi si è ancora posizionati ben al di sotto dei livelli record registrati ad inizio anni '90.

Anche i canoni di locazione hanno registrato un ulteriore incremento, per quanto in misura più contenuta, dei prezzi (+1,7%), con conseguente riduzione dei rendimenti medi da locazione, ora pari al 5,7% (dall'inizio del ciclo ad oggi, la redditività media si è ridotta di quasi un punto percentuale).

Riguardo al mercato degli uffici di Milano, che svolge un effetto traino rispetto agli altri mercati urbani in ragione delle sue dimensioni e dell'importanza giocata per l'assetto economico nazionale, non si rilevano tendenze atte a discostare l'andamento rispetto a quello rilevato in media, tanto che esso ha continuato a presentare dinamiche di rallentamento già evidenziate negli scorsi semestri (tra il 2003 ed il 2004). I prezzi mostrano ancora una certa tenuta, mettendo a segno in sei mesi un incremento del 3,5%, mentre l'analoga dinamica mostrata mediamente dai canoni ha permesso di mantenere inalterato il rendimento da locazione, fermo al 5,3%.

Per i prossimi mesi, gli operatori non mancano di mostrare diffusi segnali di preoccupazione, tanto per i volumi che per i valori di scambio, ma la maggior parte di essi rimane comunque orientata verso posizioni di stabilità.

Tavola 7

Media 13 aree – La flessione dei rendimenti da locazione
(valori percentuali)

	Abitazioni	Negozi	Uffici
I 98	5,8	9,2	6,4
I 99	5,9	8,6	6,5
I 00	5,8	8,5	6,4
I 01	5,8	8,5	6,3
I 02	5,7	8,4	6,2
I 03	5,6	8,3	6,1
I 04	5,6	8,2	5,9
I 05	5,4	8,0	5,7

Fonte: Nomisma.

Negozi

Nel I semestre 2005 il segmento dei negozi si è caratterizzato per una sostanziale stabilità nelle quantità offerte, domandate e scambiate sia sul mercato delle compravendite che su quello delle locazioni.

Anche le opinioni riguardo all'andamento del comparto commerciale paiono comunque risentire del generale clima di attesa e riflessione che negli ultimi mesi sta coinvolgendo l'intero mercato. La percentuale di chi propende per una diminuzione dei volumi contrattuali è infatti in progressivo aumento e rappresenta oggi ben 1/3 del totale.

Le informazioni provenienti dagli altri indicatori risultano d'altra parte abbastanza rassicuranti: i tempi di vendita e locazione sono pressoché stabili rispetto a sei mesi fa (e solo in leggero aumento, anche rispetto ai semestri precedenti), mentre lo sconto mediamente praticato è tornato sul livello di inizio 2004 (10,5%).

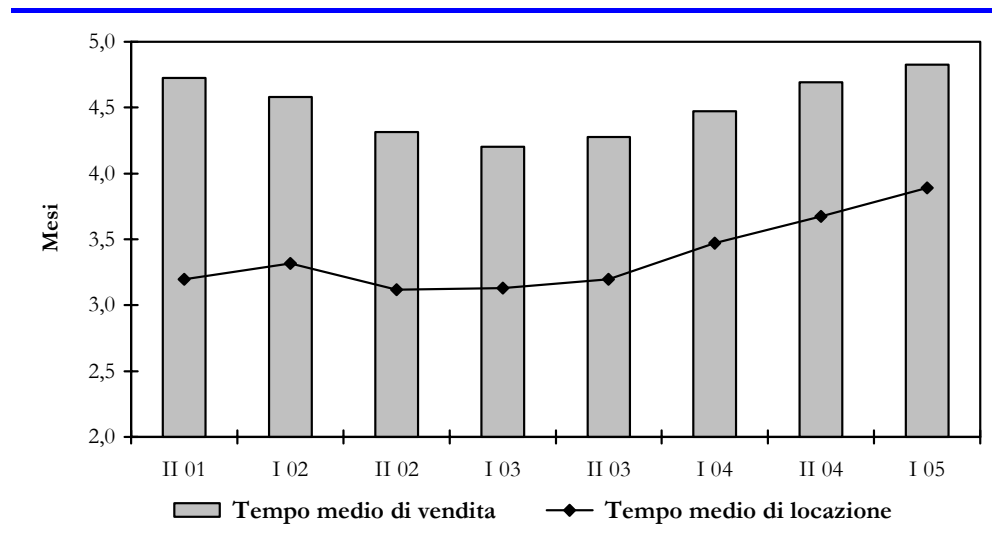
I prezzi, ma anche i canoni di locazione, continuano a crescere, con tassi di variazione semestrale che si attestano rispettivamente intorno al 3,7% e al 2,2% in media. La differente performance dei valori ha comportato, nel tempo, una contrazione della redditività media da locazione, che rimane

comunque più che interessante (ora si parla, in media dell'8%, contro il 9,2% di inizio ciclo).

Le previsioni per il prossimo semestre sono orientate al mantenimento delle tendenze attuali.

Figura 12

Media 13 aree – Serie storica dei tempi medi di vendita e di locazione di negozi (mesi)



Fonte: Nomisma.

Posti auto

Il mercato dei posti risulta quasi un'isola felice all'interno del panorama complessivo. La domanda viene costantemente percepita in crescita, anche se ciò non sempre si traduce in un effettivo incremento dei volumi contrattuali.

Tempi medi di vendita e sconti praticati appaiono stabili rispetto lo scorso anno (rispettivamente 2,3 mesi e 7,1%), mentre risultano in lievissimo aumento i tempi di locazione (2 mesi contro 1,9 dell'anno scorso).

Prosegue la corsa al rialzo dei prezzi (+6/7%) e dei canoni (+4,5/6%), con tassi di variazione piuttosto diversi a seconda della localizzazione e della tipologia di posto auto.

Per quel che riguarda la redditività offerta in media dai posti auto in locazione, è da notare che la minor intensità di crescita dei canoni ha portato ad un suo lieve abbassamento, più forte in corrispondenza del sub segmento dei garage.

Risultano improntate alla stabilità le ipotesi previsive formulate per il prossimo semestre.

Il mercato turistico

Il comparto delle seconde case per vacanza sembra confermare, anche nel 2005, i significativi segnali di crescita che lo avevano caratterizzato nell'estate del 2004, configurandosi sempre più come uno dei settori trainanti all'interno del panorama immobiliare italiano, anche considerando la fase di assestamento che i comparti tradizionali sembrano oggi attraversare.

In tale contesto, gli immobili turistici hanno evidenziato, nel corso degli ultimi 12 mesi, diffusi rafforzamenti nelle quantità domandate per acquisto ed offerte in vendita (in tutte le principali località di vacanza italiane), ai quali tuttavia non sembra aver corrisposto un'analoga tendenza per il numero di contratti

stipulati, apparsi sui livelli dello scorso anno a causa, principalmente, della forte selettività della domanda, generalmente poco soddisfatta da quanto offerto, con conseguente rafforzamento dei prezzi di compravendita.

Nel complesso stazionario, invece, il mercato della locazione, con qualche interessante segnale di vivacità riscontrato soprattutto nelle località montane.

Tale mercato tuttavia sembra risentire non certo positivamente delle tendenze nel modo di fare vacanza degli italiani (dettato anche dal crescente costo della vita), con soggiorni non più estesi per lunghi periodi di tempo ma per periodi molto brevi, spesso limitati al week-end, tendenza questa che penalizza le seconde case non organizzate in forma di residence o di strutture ricettive analoghe.

Dalle considerazioni espresse si desume come il mercato immobiliare turistico italiano risulti sostanzialmente costituito da due sottomercati: uno connotato dalla presenza di una limitata offerta di qualità, assorbita dalla domanda in tempi rapidi ed a prezzi consistenti; l'altro, in cui esiste un'offerta ampia di seconde case, ma di scarsa qualità, che fatica a trovare riscontri positivi da parte del mercato.

Da qui si evince come la clientela interessata all'acquisto, tanto per utilizzo diretto, quanto per investimento, di seconde case per vacanza, risulti oggi sempre più attenta al fattore "qualità", riferita non solo all'immobile ma anche all'intorno nel quale l'immobile si inserisce ed ai servizi presenti, ricercando perlopiù, in tutte le principali località monitorate (sia marine che montane), alloggi di dimensioni medie o medio-grandi (bilocali o trilocali), dotati di soggiorno, bagno, due camere da letto, giardino e/o terrazzo, posto auto privato ed ubicati preferibilmente in zone tranquille ma adiacenti al centro della località turistica o alla spiaggia nel caso delle realtà marine. A tali caratteristiche richieste dall'utenza, si aggiungono anche altre dotazioni, quali utenze autonome, impianti di condizionamento e di isolamento acustico.

Passando ad analizzare le dinamiche dei prezzi di compravendita emersi dall'indagine, vediamo come nel 2005, a fronte di un generale e significativo incremento medio dei valori per tutte le località monitorate, si sia ridotta la differenza, osservata nell'estate del 2004, tra il tasso di crescita registrato per le realtà marine e quello rilevato per le montane (nel 2004 località marine +8,5%, montane +9,7%).

Oggi, infatti, gli incrementi medi dei prezzi rispetto all'anno scorso si collocano rispettivamente su 6,7 e 6,8 punti percentuali, in lieve rallentamento se paragonati a quelli di 12 mesi fa, ma comunque ancora sostenuti.

3. Il mercato dei mutui e del leasing immobiliare

Le consistenze e le erogazioni di mutui continuano a crescere a ritmi consistenti...

Secondo i dati forniti dalla Banca d'Italia, i mutui in essere a dicembre 2004 rivolti al settore immobiliare, per l'acquisto o per la costruzione, ammontavano a 259,4 miliardi di Euro, con un incremento rispetto all'anno precedente dell'17,8% (+127% dal 1997). Si tratta della maggiore variazione registrata negli ultimi sette anni a conferma di come il mercato dei mutui sia diventato sempre

più il protagonista indiscusso dell'attività di credito alle famiglie italiane.

I mutui rivolti all'acquisto di immobili sono quelli che più contribuiscono al risultato totale, manifestando tassi di crescita sempre più elevati (+21,3% nell'ultimo anno, per un totale di +219% dal 1997).

In tale contesto la performance più eclatante è quella registrata dai mutui rivolti all'acquisto di abitazioni, che nell'ultimo anno hanno messo a segno un aumento del 22,2%.

Tavola 8

Finanziamenti oltre il breve termine – Consistenze (milioni di €)

	Acquisto immobili				Investimenti in costruzioni				Totale	
	Abitazioni	Altro	Totale	Var. %	Abitazioni	Altro	Totale	Var. %		Var. %
31/12/04	154.555	40.412	194.967	21,3	52.689	51.786	104.475	11,8	259.442	17,8
31/12/03	126.389	34.293	160.683	18,7	46.511	46.967	93.479	9,4	254.162	15,1
31/12/02	99.968	35.387	135.356	15,6	44.328	41.151	85.479	4,6	220.835	11,1
31/12/01	32.601	84.447	117.048	9,9	39.517	42.198	81.714	2,6	198.762	6,8
31/12/00	29.943	76.604	106.547	17,8	40.253	39.370	79.623	2,9	186.170	10,9
31/12/99	27.194	63.256	90.449	-	38.619	38.795	77.414	5,4	167.863	-

Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia.

Le erogazioni concesse nel 2004 hanno ormai raggiunto la soglia dei 100 miliardi di Euro in totale, con un incremento annuo di valore pari, in media, al 10,1%.

La crescita maggiore è però dovuta all'acquisto di immobili che con oltre 62 miliardi a fine 2004 compie un balzo del 12,9%.

Tavola 9

Finanziamento oltre il breve termine – Erogazioni (milioni di €)

	Acquisto immobili	Variaz. annua %	Investimenti in costruzioni	Variaz. annua %	Totale	Variazione annua %
2004	62.394	12,9	37.372	5,8	99.767	10,1
2003	55.278	17,9	35.322	9,6	90.600	14,5
2002	46.868	18,2	32.239	13,6	79.106	16,2
2001	39.665	2,0	28.367	4,3	68.031	3,0
2000	38.882	-0,9	27.197	7,2	66.079	2,3
1999	39.223	-	25.373	-	64.597	48,0

Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia.

...dopo una breve pausa di inizio anno I primi dati relativi al 2005 mostrano una certa stabilizzazione delle richieste di mutui, considerato che nei primi tre mesi del 2005 il numero di finanziamenti erogati è, sì, cresciuto ancora, ma a un tasso decisamente più modesto rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. Già a partire dal secondo trimestre la domanda dovrebbe tuttavia evidenziare segnali di ripresa, considerato che il livello di attività del mercato.

L'indagine Nomisma: il mercato nel I semestre 2005 Dalla consueta indagine semestrale effettuata da Nomisma su un campione di banche, infatti è emerso che, il mercato dei mutui ha continuato a godere di buona salute anche nel primo semestre del 2005. Gli operatori intervistati hanno infatti percepito significativi rafforzamenti dei mutui erogati per il settore residenziale, sia in termini di volumi che di valore, in tutte le tredici aree considerate.

Crescita dei volumi di erogazione... Discordanti, invece, i pareri relativi all'andamento del mercato dei crediti rivolti al non residenziale: gli operatori si dividono pressoché equamente tra chi propende per la crescita e chi per la stabilità nel volume di finanziamenti erogati, mentre si rileva una leggera preponderanza di opinioni di crescita per quel che riguarda il valore.

Tavola 10

Media 13 grandi aree urbane – Tipologie di mutui ipotecari erogati nel I semestre 2005

(distribuzione percentuale delle modalità)

		Immobili ad uso	
		Residenziale	Non residenziale
Durata	≤ 10 anni	14,1	48,4
	11-15 anni	22,7	31,4
	> 15 anni	63,2	20,2
Tasso	Fisso	15,4	12,3
	Variabile	73,6	75,5
	Misto	11,0	12,1
Tipo	Ordinario	98,2	99,4
	Agevolato	1,8	0,6

Fonte: Nomisma.

...con contratti sempre più lunghi... I mutui ipotecari erogati per il comparto abitativo rappresentano l'89,8% del mercato creditizio, percentuale sostanzialmente simile a quella rilevata sei mesi fa. Le preferenze della domanda si sono significativamente orientate su contratti di tipo ordinario e di lunga durata. I mutui superiori ai 15 anni hanno raggiunto la quota record del 63% (contro il 54% dello scorso semestre), sulla scia di una tendenza osservata da alcuni semestri che ne ha visto progressivamente aumentare l'importanza relativa fino a farne diventare il prodotto preferito dal mercato.

Di contro, i finanziamenti a breve e medio periodo hanno toccato i minimi storici, con quote di mercato pari rispettivamente al 14% e al 23%.

... e a tasso indicizzato.

Anche sul fronte della tipologia di remunerazione prescelta, l'odierna rilevazione mostra un capovolgimento della situazione rispetto a quelle che erano le tendenze di un tempo: la costante e progressiva erosione dei tassi di interesse ha orientato la domanda verso il tasso variabile, tanto che quasi i $\frac{3}{4}$ dei crediti erogati viene stipulato a tale condizione. Mai come in questo semestre la percentuale di finanziamenti a tasso fisso è risultata esigua (15%), denotando in meno di 2 anni una diminuzione pari a 25 punti. Solo alcune città del centro-sud, si distaccano dall'andamento medio ed evidenziano una predilezione maggiore per il tasso fisso (prima fra tutte Palermo con il 40% delle preferenze, seguita da Napoli e Roma con il 25%).

Grande impulso all'acquisto di seconde case

Rispetto alla destinazione dei mutui residenziali, il 58,4% delle erogazioni viene indirizzato all'acquisto della prima casa, seguito da un 30,5% di supporto all'acquisto di una seconda abitazione; la percentuale di finanziamenti per le seconde case ha così raggiunto il suo massimo storico, apice di un percorso che nell'arco di tre anni ne ha visto triplicare la quota di mercato. Nel dettaglio, le realtà cittadine dove tale tendenza è più forte sono Napoli (dove addirittura i finanziamenti per le seconde case superano quelli per l'acquisto della prima abitazione), Torino e Bologna.

Le abitazioni acquistate nel primo semestre 2005 ricorrendo ad un mutuo ipotecario hanno un valore medio di circa 200.000 Euro finanziato per il 61% circa. La superficie media si aggira intorno ai 110 mq, sono usate e localizzate prevalentemente nei comuni limitrofi alle maggiori aree urbane monitorate. Dal primo semestre 1998 ad oggi il valore medio delle abitazioni acquistate è cresciuto, a parità di superficie media, del 60% con un conseguente innalzamento dell'indebitamento delle famiglie (nel '98 il mutuo copriva circa il 49% del valore dell'abitazione).

Previsioni positive

Le previsioni per il prossimo semestre appaiono ottimistiche: gli operatori attendono un ulteriore rialzo del numero di finanziamenti erogati, anche se il valore unitario degli stessi dovrebbe mantenersi inalterato. Stabilità sul versante delle preferenze espresse in merito alla durata e alla tipologia di remunerazione di capitale prescelta (tasso variabile).

I mutui per gli immobili d'impresa: più brevi e a tassi variabili

La quota di finanziamenti rivolte al segmento non residenziale risulta, in media, pari al 10%, ma è nelle città del sud che tale percentuale raggiunge i livelli più elevati: Bari 19%, Palermo 17% e Catania 15%.

Le preferenze della domanda si sono complessivamente orientate su mutui di breve durata, tanto è vero che il 48% ha scelto periodi di rimborso inferiori ai 10 anni, con picchi che hanno raggiunto l'88% a Bologna, il 72% a Venezia e il 71% a Milano. Al contrario, la maggior parte dei mutui erogati a Torino e Palermo sono a lungo termine, rispettivamente il 56% e 42%.

Per quel che riguarda la tipologia di remunerazione del capitale, anche nel segmento del non residenziale, è il tasso variabile a farla da padrone, con il 76% delle preferenze. A discostarsi dall'andamento medio sono solo le realtà di

Bologna, dove il 42,5% dei finanziamenti viene stipulato a tasso misto, e Palermo, dove invece il 40% della domanda preferisce il tasso fisso.

Con riferimento alla destinazione dei mutui non residenziali, è apparsa prevalente, anche negli ultimi mesi, la quota rivolta al comparto commerciale (41% del totale), seguita dalla quota per i comparti direzionale (35%), industriale (19%).

In crescita il rifinanziamento

La percentuale di rifinanziamenti è risultata pari, nel primo semestre del 2005, al 6%, con picchi dal 15% a Napoli e dell'11,5% a Bari. La motivazione principale alla rinegoziazione di un mutuo sembra essere il passaggio dal tasso fisso a quello variabile e l'allungamento del periodo di rimborso.

Il leasing immobiliare a livelli record

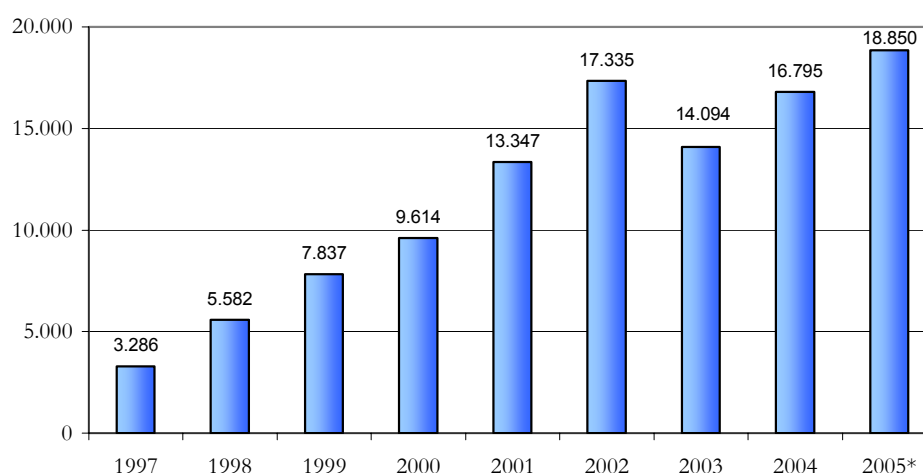
Nell'ambito dei contratti di *leasing*, quelli rivolti all'immobiliare confermano, anche nel 2004, prevalenti in termini di volumi, con una dinamica di crescita dello stipulato del 19,2% rispetto all'anno precedente ed un rafforzamento della propria quota (44,2%) sul totale.

Bisogna comunque ricordare che il segmento del *leasing* immobiliare era stato uno di quelli che maggiormente avevano risentito del rallentamento dello stipulato nel 2003, registrando flessioni superiori al 18%. Esso scontava probabilmente oltre al venir meno degli incentivi fiscali della Tremonti bis, anche il forte incremento registrato nel triennio precedente, in cui aveva quasi raddoppiato i propri volumi. Se non teniamo conto del livello raggiunto dal leasing nel 1992 sotto l'effetto Tremonti, possiamo osservare una tendenza in corso dal 1996 di progressiva e costante crescita dello strumento.

Dalle stime effettuate da Assilea per l'intero 2005 si attendono contratti per un valore complessivo di 18.850 milioni di Euro (ovvero il picco massimo di sempre), pari ad un incremento annuo del 12%.

Figura 13

Leasing immobiliare in Italia (milioni di €)



(*) Previsioni.

Fonte: Assilea.

4. I fondi immobiliari e le property shares

Crescita di fondi e relativi patrimoni

Il mercato dei fondi immobiliari di diritto italiano ha raggiunto, al termine del primo semestre del 2005, la ragguardevole cifra di 8,9 miliardi di Euro di patrimonio netto. Sono, infatti, ormai 32 i fondi attivi, per una dimensione media prossima ai 300 milioni di Euro, a cui occorre aggiungere almeno 5 nuovi prodotti, prossimi al collocamento. Si è trattato dell'ennesimo balzo in avanti di un settore in grande fermento da almeno 5 anni, da quando cioè una radicale revisione della normativa di riferimento ne ha notevolmente accresciuto l'*appeal*.

Come si può evincere dalla tavola 11, in soli 3 anni le dimensioni del settore sono quasi triplicate in termini di valore e più che raddoppiate in termini di fondi attivi sul mercato.

Nonostante l'ottimo andamento recente, non si intravedono all'orizzonte segnali di rallentamento. Le iniziative già autorizzate destinate a partire nella seconda parte dell'anno o, al più tardi, nei primi mesi del 2006 sono, infatti, numerose, come risulta parimenti imminente l'approdo sul mercato di nuovi ed importanti soggetti, che hanno da qualche tempo ottenuto l'autorizzazione ad operare da parte di Banca d'Italia.

Tavola 11

Patrimonio (mld €) e numero di fondi

	I/2002	II/2002	I/2003	II/2003	I/2004	II/2004	I/2005
Patrimonio	3,0	3,4	4,0	4,6	5,7	8,4	8,9
Numero di fondi	13	14	17	19	23	29	32

Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie.

Tavola 12

Il settore dei fondi chiusi immobiliari (dati al 31/12/2004)

	Numero intermediari	di cui di emanazione bancaria
SGR		
SGR specializzate	14	7
SGR che gestiscono anche altre tipologie di fondi (aperti, chiusi mobiliari)	7	4
Totale	21	11
Numero fondi autorizzati		
Fondi immobiliari	45	
Destinati al pubblico	25	
- di cui ad apporto	5	
Riservati ad investitori qualificati	20	
- di cui ad apporto	13	

Fonte: Banca d'Italia.

L'incognita delle dismissioni ed il raffronto fra mercato e valutazioni intermedie

Le uniche incognite di un quadro espansivo che appare già delineato sono rappresentate da un possibile ulteriore raffreddamento della congiuntura immobiliare, fin qui marcatamente favorevole, nonché dalle effettive risultanze dei disinvestimenti, che le società di gestione saranno chiamate a fare già a partire dai prossimi mesi, nell'ambito di un'ottimale rotazione dei portafogli. Le plusvalenze oggi latenti, generate dalla rivalutazione dei cespiti immobiliari, dovranno trovare conferma nelle realizzazioni di mercato, per non minare alla base la credibilità delle valutazioni, vero e proprio architrave del sistema fondi. A giudicare, infatti, dalle performance virtuali dei prodotti da più tempo sul mercato, non vi sono dubbi si tratti di una forma di investimento di sicuro interesse, anche se una valutazione puntuale e di settore andrà differita al momento delle liquidazioni. L'orizzonte temporale di lungo periodo preclude, infatti, qualsiasi valutazione intermedia, essendo la Borsa, come per altro avremo modo di vedere, un'opzione di uscita quasi mai efficiente.

Tavola 13

I risultati dei Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano al 31/12/2004

Denominazione	SGR	Richiamo degli impegni	Durata (anni)	Valore complessivo netto (mln €)	Valore della quota al 31/12/04 (€)	Risultato 2004 (%)	Risultato 2003 (%)	Risultato 2002 (%)
Valore Immobiliare Globale	Deutsche Bank Fondimmobiliari	15/02/99	15	181,7	5.890,8	3,4	3,9	5,9
Securfondo	Beni Stabili Gestioni	09/12/99	15	196,8	3.279,7	11,1	6,8	7,8
Unicredito Immobiliare Uno	Unicredit Fondi	09/12/99	15	478,2	2.989,1	8,4	5,8	5,1
BNL Portfolio Immobiliare	BNL Fondi Immobiliari	19/05/00	10	365,7	2.997,3	4,2	4,2	8,1
Polis	Polis Fondi	17/06/00	12	323,9	2.511,2	11,2	5,1	6,6
Piramide Globale	Deutsche Bank Fondimmobiliari	06/07/00	15	294,1	2.353,1	4,4	4,3	5,5
Fondo Alpha	Fondi Immobiliari Italiani	01/03/01	15	391,0	3.763,9	10,6	6,5	15,1
Nextra Sviluppo Immobiliare	Nextra Investment Management	31/03/01	15	209,5	3.141,8	5,7	6,2	13,4
Nextra Immobiliare Europa	Nextra Investment Management	11/10/01	15	215,1	2.534,8	1,1	-0,1	2,8
Michelangelo	Sorgente	10/12/01	8	149,6	142.508,1	10,1	7,2	11,0
Portfolio Immobiliare Crescita	BNL Fondi Immobiliari	19/12/01	7	214,6	3.102,0	7,9	7,5	7,0
Investietico	BPM Real Estate	01/03/02	10	175,9	2.859,7	8,5	4,9	0,8
Immobiliam 2001	Beni Stabili Gestioni	14/06/02	15	150,3	5.779,5	4,8	7,5	2,7

Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie.

Sinora i risultati di redditività sono stati superiori ai target

Al di là delle oscillazioni legate alla messa a reddito del capitale, alle ciclicità di taluni comparti, nonché alle diverse politiche di investimento delle società di gestione, i risultati che emergono, seppur aleatori, sono senz'altro positivi, andando, nella maggior parte dei casi, ben al di là dei rendimenti obiettivo dichiarati dalle SGR in fase di collocamento.

Il buon andamento del mercato immobiliare degli ultimi anni ha permesso ai fondi italiani di coniugare la redditività da locazione con robuste rivalutazioni in conto capitale. Resta ora da verificare se il profilo di rischio dichiaratamente prudentiale scelto dalla maggior parte delle società di gestione, consentirà di confermare tali *performance*, anche in corrispondenza di una contrazione, ad oggi tutt'altro che remota, degli introiti da locazione.

Da un'analisi più attenta dei rendiconti annuali si può rilevare come il rendimento lordo da locazione si attesti, in media, su valori prossimi al 6%, rendendo di fatto imprescindibili sostanziose rivalutazioni degli immobili. In taluni casi sono state proprio le plusvalenze (latenti e non) ad aver consentito risultati lusinghieri, anche in presenza di una redditività locativa che appare complessivamente modesta.

Tavola 14

**Redditività e costi di gestione - I risultati dei Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano
al 31/12/2004**
(valori percentuali)

Denominazione	SGR	Rendimento locativo lordo	Plus-minus valenze realizzate/ Valore netto	Oneri gestione immobiliari / canoni	Oneri gestione / Valore netto
Valore Immobiliare Globale	Deutsche Bank Fondimmobiliari	7,1	-0,6	10,5	1,7
Securfondo	Beni Stabili Gestioni	6,7	-	12,2	1,4
Unicredito Immobiliare Uno	Unicredit Fondi	5,3	1,9	2,5	1,4
BNL Portfolio Immobiliare	BNL Fondi Immobiliari	6,5	1,7	5,8	2,7
Polis	Polis Fondi	7,0	2,7	13,7	1,5
Piramide Globale	Deutsche Bank Fondimmobiliari	6,7	0,2	6,5	1,5
Fondo Alpha	Fondi Immobiliari Italiani	9,6	2,4	18,3	2,0
Nextra Sviluppo Immobiliare	Nextra Investment Management	6,4	2,2	5,9	1,7
Nextra Immobiliare Europa	Nextra Investment Management	3,0	0,3	5,9	1,1
Michelangelo	Sorgente	2,1	5,4	8,5	2,0
Portfolio Immobiliare Crescita	BNL Fondi Immobiliari	4,9	8,0	12,8	3,8
Investietico	BPM Real Estate	6,4	4,5	5,2	1,5
Immobiliarium 2001	Beni Stabili Gestioni	6,7	-	17,5	1,7

Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie.

Un ulteriore elemento da considerare nella valutazione dei diversi prodotti è rappresentato dall'incidenza degli oneri gestionali sui canoni e sul valore netto del fondo. Se i risultati relativi alla gestione degli immobili sono in genere confortanti e la variabilità è primariamente da imputare alle diverse strategie allocative, si osserva un diverso peso assunto dalla remunerazione dei vari soggetti coinvolti (SGR, banca depositaria, esperti indipendenti, altro) pur in presenza di strumenti tra loro strutturalmente non così dissimili.

Prevalenza di investimenti in uffici ma anche gli altri segmenti si stanno progressivamente affermando L'*asset class* di riferimento per i prodotti del nostro paese continua, infatti, ad essere il segmento direzionale che attrae oltre il 70% degli investimenti, seguito a notevole distanza da quello commerciale (in notevole espansione negli ultimi 18 mesi), mentre si mantengono su quote residuali gli altri settori. Per quanto riguarda le localizzazioni, una fetta notevole dei cespiti è ubicata tra Milano e Roma, a conferma della ritrosia sinora riscontrata dagli investitori a differenziare non solo tipologicamente ma anche territorialmente. Si nota però una recente tendenza a cercare investimenti in localizzazioni secondarie ove peraltro è più difficile trovare un'offerta adeguata.

Tavola 15

Le performance dei Fondi immobiliari quotati

Fondo	Data quotazione	Media scambi [^]	Δ Valore mercato ^o / Valore iniziale (%)	Δ Valore mercato ^o / NAV 31/12/04 (%)	Dividendo 2005 / Valore mercato ^o (%)
Valore globale Immobiliare	29/11/99	6,08	-14,3	-24,8	5,0
Securfondo	05/02/01	7,21	1,1	-22,9	7,9
Polis	20/04/01	38,69	-3,2	-22,9	-
Unicredito Uno Immobiliare	04/06/01	50,60	-13,3	-27,5	3,5
Portfolio Immobiliare	02/01/02	38,39	-11,5	-26,2	4,1
Nextra Immobiliare Sviluppo	10/06/02	28,26	-19,6	-36,1	6,7
Alpha	08/07/02	47,91	13,6	-21,5	5,2
Piramide Globale	26/11/02	20,47	-13,6	-26,6	5,8
Portfolio Crescita Immobiliare	01/07/03	15,04	-1,0	-20,2	-
Immobiliun 2001	29/10/03	3,78	-22,7	-33,1	6,5
Nextra Europa Immobiliare	17/11/03	23,91	-37,2	-38,0	2,1
Tecla	04/03/04	323,78	0,4	-31,3	6,1
Estense Distribuzione Grande	30/08/04	10,56	-2,7	-9,6	3,7
Investietico	01/11/04	12,21	-20,9	-30,8	4,3
Olinda	09/12/04	133,86	-1,2	-26,6	-
Invest Real Security	24/01/05	4,65	-2,4	-10,1	-
Caravaggio	16/05/05	5,13	-22,7	-25,8	1,1

[^] Media mobile giornaliera degli scambi negli ultimi 30 gg (giugno-luglio 2005). ^o Valore medio dell'ultima settimana (4-8 luglio 2005).

Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie.

Il positivo andamento fin qui delineato continua a non trovare conferma nelle quotazioni dei 16 fondi finora approdati in Borsa. Dall'analisi dei dati (tav. 15) emergono, infatti, differenze significative (in alcuni casi anche rispetto ai valori

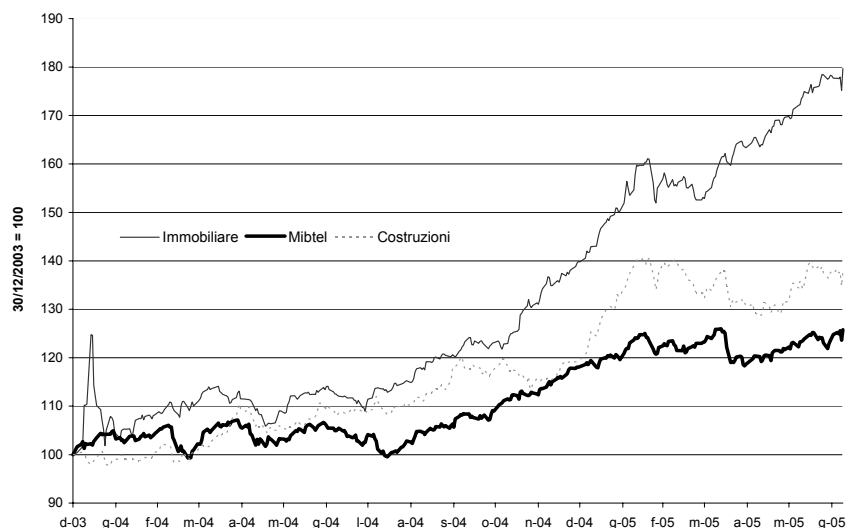
di collocamento), che vanno al di là dello sconto fisiologico con cui trattano gli *assets* cartolarizzati rispetto ai valori di bilancio e che non possono più essere unicamente ascritte all'orizzonte temporale di lungo periodo dell'investimento, alle difficoltà incontrate dalle SGR nella selezione degli immobili o, ancora, alla scarsa liquidità delle quote. Non è da escludere si tratti, invece, di una valutazione consapevole da parte degli investitori, non del tutto persuasi della realizzabilità delle plusvalenze ora latenti.

Come osservato dalla Conferenza Permanente per lo studio del Sistema Immobiliare dal Collegio degli Ingegneri e Architetti di Milano, la quotazione borsistica potrebbe riflettere i timori del mercato con riferimento alle prospettive di rotazione e dismissione dei portafogli e, più in generale, alle conseguenze che la maturità del ciclo immobiliare potrebbe comportare.

In un quadro di maggiore incertezza rispetto al recente passato, la scarsa diversificazione degli investimenti, gli *entry cap* solo di poco superiori al mercato, la liquidità ancora da investire, rappresentano, poi, un ulteriore elemento di penalizzazione delle quotazioni.

Figura 14

**Andamento degli indici immobiliare, MIBTEL e delle costruzioni
nel periodo 2004-2005
(30/12/2003 = 100)**



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati di Borsa.

Boom dei titoli di Borsa

Non sembra, invece, risentire di alcun timore legato alla congiuntura l'ascesa dei titoli del settore immobiliare che, dall'inizio dell'anno ad oggi, hanno messo a segno un incremento superiore al 28% (a fronte di un guadagno dell'intero listino limitato al 6,5%). L'autentico boom che ha caratterizzato il comparto risulta ancora più evidente se si allarga il campo d'analisi agli ultimi 18 mesi. In tale periodo, infatti, l'incremento dell'indice *real estate* arriva addirittura a sfiorare l'80%, a fronte del minore dinamismo sia dell'indice generale (+26%), sia di quello delle costruzioni (+38%), altro comparto storicamente difensivo.

A spingere il settore nei primi mesi del 2005 hanno contribuito non soltanto le società di maggiori dimensioni (Pirelli & C. Real Estate e Beni Stabili), il cui

andamento rispecchia gli eccellenti dati di bilancio degli ultimi anni, ma anche i titoli minori, sulla scorta di indiscrezioni circa tentativi di scalate, acquisizioni o annunci di grandi progetti.

Se i rialzi legati a temi speculativi potrebbero, almeno in parte, presto rientrare, nell'ambito di quella volatilità che da sempre caratterizza le piccole società del settore, il dinamismo dei big del settore non sembra ancora aver esaurito i margini di crescita, anche se il drastico abbassamento dello sconto delle quotazioni rispetto al *Net asset value* lascia presagire, quantomeno, un'attenuazione dei ritmi di crescita.

5. L'attività di investimento immobiliare diretto in Europa e il posizionamento delle performance italiane

Vivace l'attività degli investimenti immobiliari diretti nel continente alimentata da una più elevata diversificazione territoriale e settoriale

Nel 2005 la ripresa dell'economia europea, più lenta e debole nei confronti di quella statunitense e rispetto al 2004, dovrebbe mettere a segno una crescita complessiva dell'1,9% nel 2005, contro il 2,3% dell'anno passato.

Il quadro economico comunque continua a mostrarsi in maniera difforme con paesi emergenti ed in notevole trasformazione, quelli dell'Europa dell'Est, connotati da una crescita sostenuta (talora oltre il 5% ed in accelerazione rispetto al passato), ma di dimensione economica complessiva ridotta, e paesi dall'economia più consolidata, come l'Italia e la Germania ove si parla di recessione.

A fronte di questo quadro composito e caratterizzato da molte specificità, il mercato degli investimenti immobiliari diretti ha vissuto, nel corso del 2004 (ma vi sono sufficienti elementi per riaffermarlo anche a proposito dell'anno in corso), una fase di grande vivacità.

La cresciuta trasparenza complessiva¹, l'apertura di nuovi mercati (i paesi del recente allargamento UE e quelli di prossima accessione) e l'individuazione di nuovi segmenti d'investimento (nuove forme di distribuzione quali i *factory outlet* o i *retail warehouse*, piuttosto che le piattaforme logistiche di nuova concezione, o le strutture per il *leisure* ed il turismo) hanno permesso una maggiore diversificazione degli investimenti in termini territoriali, oltre che sotto il profilo del rischio.

Ancora elevati gli investimenti cross-border

Secondo i dati di Jones Lang LaSalle, i volumi di investimento nel 2004 si sono attestati intorno a 100 miliardi di Euro, con un incremento del 7% rispetto all'anno precedente. Ben il 40% degli investimenti totali è costituito da investimenti *cross-border*, confermando l'elevato dato registrato nel 2003, e nell'ambito del flusso totale di investimenti internazionali *cross-border*, ben il 7% è stato intercettato da immobili situati nel nostro Paese (2,87 miliardi di Euro), ponendosi al terzo posto in Europa, al pari dell'Olanda, dopo UK e Francia.

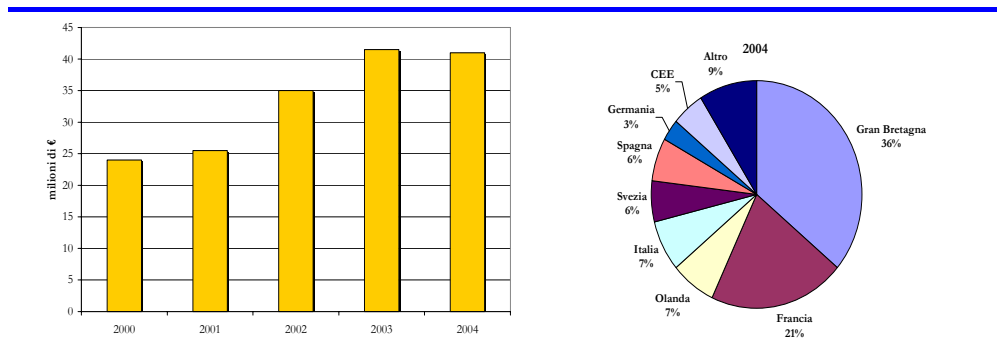
A dare un forte impulso all'attività immobiliare nel vecchio continente hanno contribuito sicuramente gli ingenti capitali e la liquidità provenienti d'oltreoceano, con investitori e REITs statunitensi che non hanno frenato i

¹ Si veda al proposito "Global Real Estate Transparency Index", 2004, Jones Lang LaSalle.

propri investimenti². Ad essi si aggiungono gli attivissimi investitori britannici ed i fondi tedeschi, nonostante i problemi sulle valutazioni che li hanno recentemente visti come protagonisti.

Figura 15

Flusso di investimenti cross-border in Europa e breakdown per destinazione



Fonte: Jones Lang LaSalle.

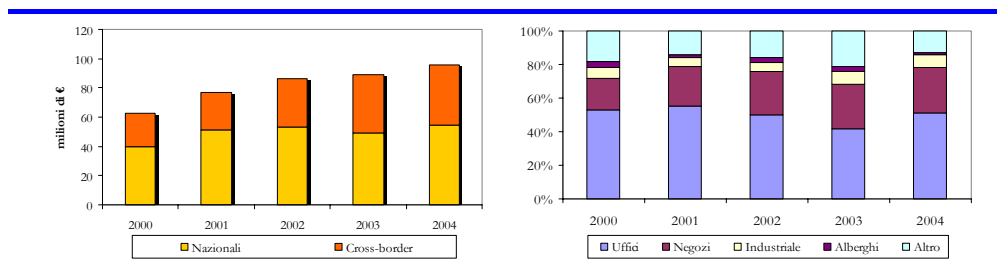
Nuove mete e settori d'investimento anche in Italia

Era prevedibile che la parte del leone fosse rappresentata dalle mete tradizionali in UK (54% del totale degli investimenti effettuati) e Francia (11%), ma gli investitori si stanno vieppiù spingendo verso siti emergenti e, all'interno dei paesi più tradizionali, verso location di secondo piano.

L'Italia ha assorbito il 4% dei flussi di investimento continentali (*cross-border* e domestici, circa 4 miliardi di Euro dunque), e nel 2005 ci si attende un sempre maggiore interesse nei nostri confronti, non solo per gli investimenti su Roma e Milano, ma una notevole attenzione si sta dirigendo anche verso le città di provincia del Nord (uffici e commercio) sino ad alcune località dell'Italia meridionale ed insulare (in questo caso soprattutto per il settore *retail*)³.

Figura 16

Investimenti immobiliari domestici e cross-border in Europa e breakdown per settore



Fonte: Jones Lang LaSalle.

² A tale proposito si veda di seguito l'Indice Paneuropeo IPD.

³ Si citano a titolo esemplificativo a questo proposito le recenti transazioni di Aareal Property Service che ha acquistato il centro commerciale il Giulia a Trieste o il Globo di Busnago, venduto da Polis fondi a Corio, che ha acquistato anche il centro commerciale Campania a Marigliano (Napoli). A questi si aggiunga inoltre lo shopping centre Panorama di Parma acquistato dal fondo olandese Vastned Management Bv, e per gli immobili direzionali, si cita l'acquisto di un immobile ad uffici da parte di AXA venduto da Deutsche Bank Fondiimmobiliari.

Il settore del commercio è quello che nel corso dell'anno passato ha visto crescere maggiormente il flusso di capitali investiti sia a livello europeo (dal 24% si è passati al 26%) che in sede italiana, distogliendo le risorse da quello più tradizionale degli uffici.

Va comunque osservato che anche gli investitori italiani stanno cominciando a guardarsi attorno alla ricerca di buone occasioni di investimento all'estero ed alcuni fondi immobiliari e *property companies* hanno recentemente effettuato alcuni investimenti a Parigi, Londra, Francoforte, manifestando interesse anche ad intraprendere attività di sviluppo o di investimento nei paesi oltreoceano.

In termini generali, fra le mete che prevedibilmente dovrebbero crescere ulteriormente annoveriamo i Paesi dell'ex blocco sovietico che ora costituiscono circa il 2% degli investimenti immobiliari diretti, ma anche la Germania, ora in fase recessiva e di stagnazione del mercato, ove si possono trovare occasioni a prezzi contenuti e *yields* crescenti.

Tavola 16

Canoni e rendimenti primari in Europa, I trimestre 2005

	Uffici		Negozii		Industriale	
	Canoni (€/mq/anno)	Rendimenti (%)	Canoni (€/mq/anno)	Rendimenti (%)	Canoni (€/mq/anno)	Rendimenti (%)
Amsterdam	320	6,00	1.520	5,38	80	6,90
Barcellona	276	5,13	1.644	5,50	94	7,35
Berlino	246	5,75	2.100	6,38	54	9,00
Bruxelles	295	6,25	1.200	6,63	68	8,13
Budapest	215	7,88	1.320	8,88	60	9,63
Copenaghen	228	6,00	1.747	6,00	64	7,25
Dublino	452	5,50	3.714	3,50	118	6,63
Francoforte	396	5,70	2.400	6,13	71	8,00
Ginevra	423	5,50	1.561	5,50	81	9,00
Lisbona	240	7,25	1.140	7,00	54	8,10
Londra	1.095	5,00	3.870	4,38	189	5,75
Madrid	312	4,75	1.908	5,38	72	7,75
Milano	450	5,38	2.200	4,75	57	8,00
Mosca	506	13,00	3.358	14,00	122	14,00
Parigi	650	6,00	5.950	5,25	55	8,30
Praga	240	7,75	1.380	7,75	63	9,25
Stoccolma	390	5,88	1.138	6,00	81	7,88
Varsavia	240	7,50	900	8,50	60	8,75
Vienna	240	4,80	1.800	5,00	60	7,50
Zurigo	423	5,50	2.927	5,00	104	8,75

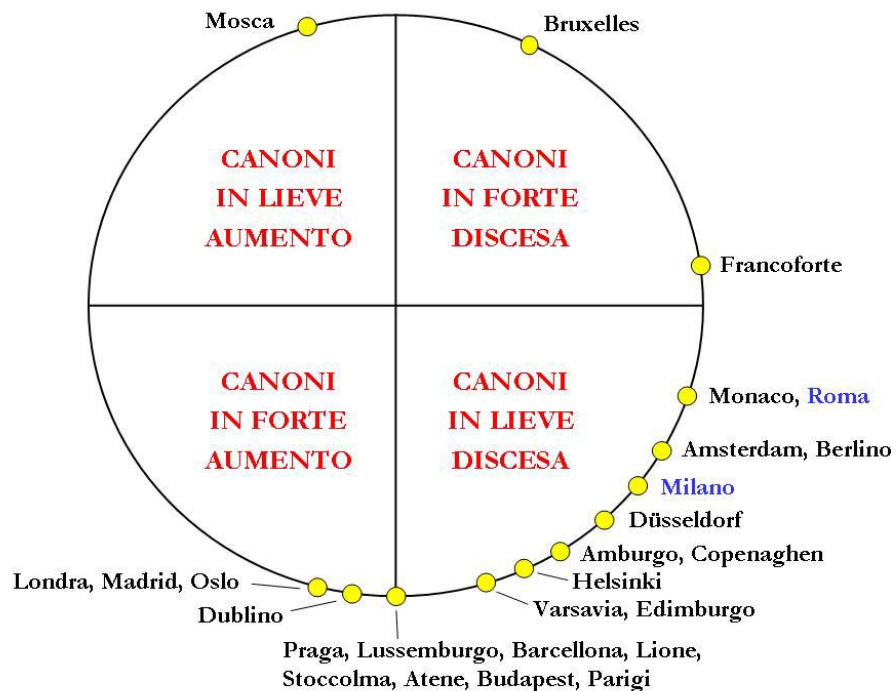
Fonte: Europroperty, Giugno 2005.

I paesi dell'Est Europa A proposito dei Paesi CEE (Central European Countries, Polonia, Ungheria e Repubblica Ceca), ove gli investimenti effettuati negli ultimi 7 anni sono quantificati in 8,3 miliardi di Euro, con capitali provenienti soprattutto da USA, Germania e Austria, si sta osservando una flessione dei tassi di rendimento (12-15% era lo *yield* sugli uffici nel 1998, mentre ora si è ridotto al 7-8%), per il declino nei canoni di locazione ed il raggiungimento di una maggiore

maturazione del mercato con un collegato minor rischio. Pertanto il premio di rischio rispetto ai mercati occidentali si è ridimensionato intorno ad 1,5-2 punti percentuali ed è questo il motivo per cui gli investimenti stanno dirigendosi nuovamente verso l'ovest Europa o si stanno spingendo verso destinazioni secondarie o anche verso nuovi paesi emergenti che stanno attraversando un profondo processo di trasformazione politico, economico e sociale, quali Bulgaria, Romania o Turchia.

Figura 17

Canoni primari di uffici in Europa
(I Trimestre 2005)



Fonte: Jones Lang LaSalle.

Un indicatore europeo della performance degli investimenti immobiliari

Data la crescente e sempre più globale attività di investimento con investitori che si spingono vieppiù frequentemente oltre i propri confini nazionali, guardando all'Europa dell'Euro come un *unicum* in cui poter investire senza rischi di valuta e con una consolidata stabilità geo-politica, si è reso necessario creare un indicatore che raccogliesse le informazioni provenienti dal maggior numero di paesi al fine di realizzare un indice paneuropeo delle performance immobiliari.

L'indice paneuropeo IPD è stato quindi lanciato nel giugno di quest'anno e comprende dati provenienti da 13 paesi europei⁴, tra cui anche l'Italia, e riunisce dati dell'ultimo quadriennio (2001-2004) con la finalità di incrementare ulteriormente la trasparenza dei mercati. I portafogli su cui si basa l'indice possiedono un valore di 439 miliardi di Euro cui sottostanno oltre 37 mila cespiti immobiliari e che si stima coprano circa il 40% del mercato complessivo

⁴ Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Gran Bretagna, Irlanda, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna, Svezia e Svizzera.

Grande recupero nel 2004 grazie ad una crescita sostenuta dei valori in conto capitale

europeo.

Secondo tale nuovo indicatore continentale, il rendimento complessivo (*Total return*) degli investimenti immobiliari, misurato in Euro, si è portato, nel corso del 2004, al 10%, con un recupero rispetto all'anno precedente, di oltre 6 punti. I risultati sono alquanto diversi se misurati nella divisa statunitense, poiché gli investitori USA hanno ottenuto risultati anche triplicati rispetto a chi ha investito in Euro o in Sterline, in forza del deprezzamento del dollaro rispetto alle valute europee. Ciò è da imputare alla diversa performance registrata in relazione alla crescita dei valori capitali (*Capital growth*), mentre la componente di reddito da entrate (*Income return*) è pressoché equivalente nelle tre divise e piuttosto omogenea nel corso degli ultimi 4 anni di osservazione.

La forte crescita del rendimento complessivo in Euro nell'ultimo anno è da ricondursi esclusivamente al recupero registrato in corrispondenza della *Capital growth*, che nel 2003 aveva visto una diminuzione (-2,2%) cui è seguito un incremento del 4% nel 2004, a fronte di un *Income return* che si è lievemente eroso.

Tavola 17

Indice paneuropeo IPD in diverse valute

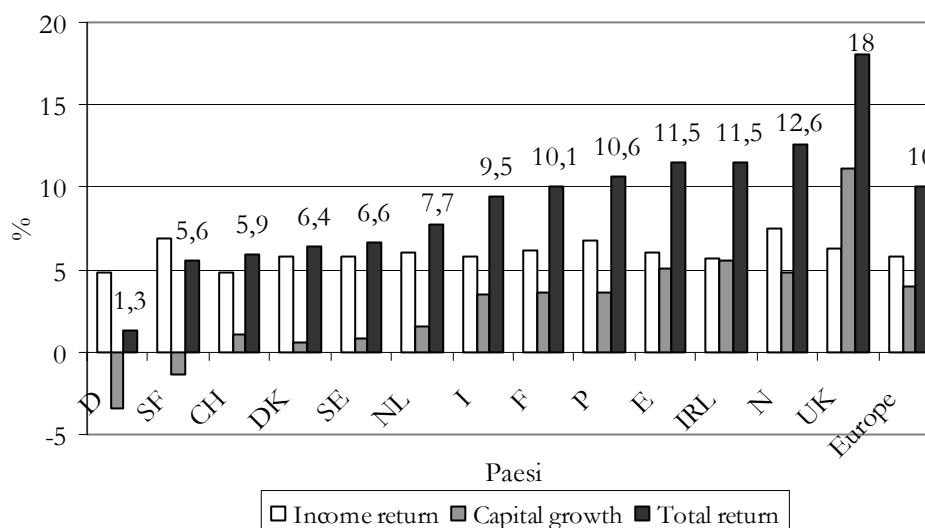
	2001			2002			2003			2004		
	CG	IR	TR	CG	IR	TR	CG	IR	TR	CG	IR	TR
Euro	2,1	6,2	8,4	-0,9	6,2	5,2	-2,2	6,0	3,7	4,0	5,8	10,0
Dollaro	-4,0	6,2	2,0	6,3	17,2	24,5	17,1	6,1	24,2	13,0	5,9	19,5
Sterlina	-1,2	6,2	4,9	6,1	6,2	12,6	5,7	6,1	12,1	4,3	5,8	10,4

Legenda: CG = Capital growth; IR = Income return; TR = Total return.

Fonte: IPD.

Figura 18

La performance degli investimenti europei in Europa nel 2004



Fonte: IPD.

Se questi sono i risultati ottenuti nel complesso dai tredici paesi monitorati, si osservano comunque situazioni e performance diversificate. Prendendo in esame i risultati del 2004 conseguiti in Euro, si osserva che si passa dal Regno Unito, con un *Total return* del 18% (ottenuto grazie ad un apprezzamento a due cifre dei valori in conto capitale, quando l'anno prima di era assistito ad un calo del 3,9%), contro un misero +1,3% complessivo avuto in Germania, che invece ha visto ridurre la propria performance in relazione ad una leggera flessione dei valori capitali.

Il retail è il settore più performante

In termini settoriali, la redditività maggiore è registrata in corrispondenza del *retail* (15% è il TR nel 2004, dominando sugli altri nel corso dell'ultimo triennio), mentre a circa della metà di tale valore si attestano i rendimenti di uffici ed abitazioni.

L'Italia si colloca a metà classifica nel panorama europeo

Se dal panorama europeo ci si cala in quella che è la realtà italiana per contestualizzare la nostra *performance*, facendo riferimento all'Indice Immobiliare Italiano Nomisma/IPD, vediamo che l'Italia si è posizionata al sesto posto fra i 13 paesi analizzati. Occupa dunque una posizione di metà classifica, con una *performance* che è pressoché in linea con la media continentale.

L'indice italiano per il 2004 (divenuto indice ufficiale dopo un'attività di gestazione durata un quadriennio) è basato su portafogli il cui valore ammonta a 8,2 miliardi di Euro. La base dati dunque continua ad essere dominata dagli immobili direzionali (58%), ma stanno aumentando comunque anche le altre tipologie, in particolar modo il settore commerciale (dal 15% dell'anno scorso, si è passati al 20% attuale).

In base all'indice Nomisma/IPD, il mercato immobiliare italiano ha messo a segno nel 2004 un *Total Return* del 9,5%, con una *Capital Growth* del 3,5% ed un *Income Return* del 5,8%.

In Italia meglio gli uffici rispetto a commercio ed industriale, in controtendenza rispetto all'estero

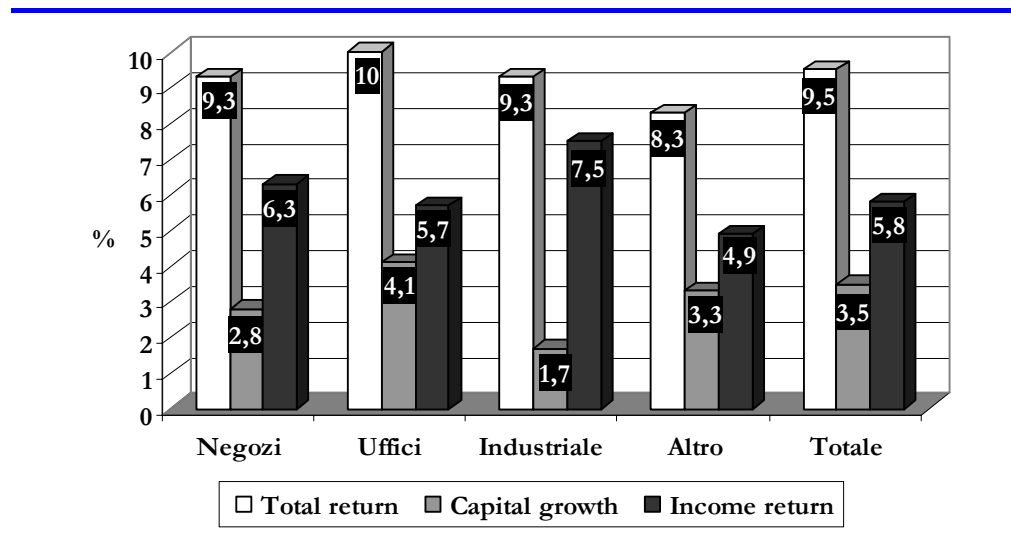
La migliore performance viene registrata dagli uffici (10%), in controtendenza rispetto alla media europea, e gli immobili industriali e commerciali hanno entrambi leggermente sottoperformato il mercato nel complesso (9,3%). Gli immobili che non rientrano nelle categorie sopra menzionate (definiti come "altri" immobili e costituiti soprattutto da proprietà residenziali) hanno evidenziato una redditività ancor più contenuta e pari all'8,3%.

Sempre contestualizzando la performance italiana rispetto al resto dell'Europa, con riferimento agli **uffici**, noi ci posizioniamo al terzo posto, dopo UK (15% è il TR nel 2004) e Spagna (11%). Il segmento direzionale che ha più performato è quello degli uffici di Roma, seguito da Milano (entrambi poco sopra il 10%), mentre all'estremo opposto (7%) troviamo gli Uffici nel Nord-Ovest d'Italia.

Per quanto riguarda il segmento **commerciale**, l'Italia si colloca all'8° posto, con gli shopping centre di dimensioni comprese fra i 4.000 ed i 40.000 mq di SLP (definiti come medio-piccoli), che ottengono le performance migliori, mentre sono gli ipermercati/supermercati quelli che sottoperformano maggiormente il mercato (intorno al 7%).

Figura 19

Total return e sue componenti



Fonte: IPD/Nomisma.

6. Lo stato del dibattito sulla “bolla”

Negli ultimi tempi numerosi autorevoli commentatori hanno espresso l'opinione che i prezzi degli immobili, saliti “troppo” rapidamente nel corso degli ultimi anni, potrebbero subire una brusca caduta con gravi conseguenze sull'intera economia. In particolare l'Economist ha ripetutamente proposto tale congettura sin dal marzo del 2002 (*The Houses that Saved the World*) e l'ultima volta nel recente numero di giugno 2005 (*After the Fall*).

Purtroppo, come è noto, non disponiamo di una teoria capace di spiegare la dinamica dei prezzi sulla quale come ha ironicamente assertedo il premio Nobel per l'economia, Paul Samuelson, “...tutto ciò che possiamo dire è che fluttuano”!

Naturalmente ciò non ci impedisce di cercare di capire quali possano essere le variabili che ne influenzano le fluttuazioni ed anche di proporre modelli interpretativi.

A favore....

Le argomentazioni sollevate per arrivare alla conclusione che oggi i prezzi sarebbero troppo alti e che quindi debbano scendere sono riassunte di seguito:

- a. i prezzi non sono mai saliti così in fretta;
- b. il valore totale delle abitazioni nel mondo si è gonfiato ed è passato in 5 anni da 30 a 70 trillioni di US\$;
- c. l'aumento dei valori è stato superiore a quello della bolla azionaria della fine degli anni '90, ovvero quello degli immobili è pari alla somma dei PIL dei venti paesi considerati dall'Economist, mentre quello delle azioni fu "soltanto" dell'80%, ed anche a quello della bolla di fine anni '20;
- d. i bassi tassi di interesse hanno incoraggiato i consumatori a prendere più prestiti;
- e. la caduta dei corsi azionari ha fatto perdere fiducia nelle azioni e ha reso attraenti gli immobili;
- f. in circa metà delle 20 nazioni monitorate dall'Economist i prezzi sono cresciuti nell'ultimo anno al ritmo del 10%;
- g. in pochi paesi i prezzi stanno rallentando: in Australia +0,4% (si tratta di un *soft landing?*). Ci sono recenti dati sempre per Australia che parlano invece di -7% e a Sidney -16%;
- h. in GB l'ultimo dato è +5,5%%, dopo un 2004 a tassi pari a circa il +20%;
- i. in Maggio 2005 il 49% dei *Surveyors* inglesi indica prezzi calanti;
- j. i volumi di vendite sono calati in GB di 1/3 in un anno;
- k. compratori e venditori hanno visto calare la fiducia nelle valutazioni rispetto a un anno fa;
- l. i prezzi sono aumentati poco, quasi niente, rispetto a un anno fa, in Irlanda, Olanda e Nuova Zelanda;
- m. dal '97 i prezzi sono saliti in termini reali assai di più che nei precedenti boom (salvo che in Giappone e Germania);
- n. L'aumento dei prezzi in USA, minore che in GB, è stato tre volte maggiore che nei precedenti boom degli anni '70 e '80;
- o. l'indicatore della sopravvalutazione dei prezzi è dato dal rapporto fra prezzi delle case e affitti (simile al rapporto *price/earnings*). Il prezzo di una casa riflette i benefici futuri dell'essere proprietari (incluso il fattore *Emotional Property*), questo rapporto raggiunge livelli record in USA, GB, Aus, New Zeland, F, E, NL, Ir, B;
- p. anche rispetto al reddito, in 9 dei paesi monitorati, si raggiunge un livello record;
- q. il rapporto prezzi/affitti è superiore del 35% alla media del periodo 1975-2000, in GB del 50%;
- r. gli *yields* sono scesi sotto il costo corrente dei mutui rendendo impossibile per molti proprietari guadagnarci;
- s. per tornare a livelli normali o gli affitti salgono o i prezzi scendono;
- t. in passato molti aggiustamenti dopo i *boom* sono avvenuti attraverso l'inflazione, ma oggi con l'inflazione bassa un processo del tipo impiegherebbe moltissimi anni, ad esempio se in USA l'aumento degli affitti fosse del 2,5% annuo e i prezzi restassero fermi, occorrerebbero 12 anni per ripristinare il rapporto prezzi/affitti normale;

- u. la giustificazione che con tassi di interesse bassi è conveniente comprare casa sarebbe scorretta perché si basa sul tasso di interesse nominale e non su quello reale che è quello che impatta sul costo reale del debito contratto col mutuo. In ogni caso con i tassi di interesse reali stabilmente abbassati, come è avvenuto in Europa con l'introduzione dell'Euro, si spiega l'aumento dei prezzi, ma non in GB e USA;
- v. uno studio del NAR (*National Association of Realtors*) dice che il 23% degli acquisti di case in USA è per investimento, non per prima casa, un altro 13% come seconda casa. Percentuali altre, quindi, di speculatori;
- w. i “*flippers*” sono coloro che comprano e vendono prima che le case siano costruite per guadagnare la differenza di prezzo, in molti casi il proprietario cambia tre-quattro volte prima che la casa venga abitata;
- x. le nuove modalità di finanziamento inducono a prendere più somme a prestito: il 42% di chi compra la prima casa, e il 25% di tutti gli altri, ha comprato senza anticipo, dato che si può prendere a prestito addirittura il 105% del costo dell'abitazione per coprire anche i costi d'acquisto, prendere prestiti è sempre più semplice e senza tante formalità per documentare proprietà, lavoro o reddito del prenditore;
- y. i mutui *interest-only* sono di gran moda in USA, sono detti “con ammortamento negativo”, ovvero l'acquirente ha un debito crescente perché paga meno dell'interesse dovuto sulla somma presa che cresce nel tempo, quindi della parte di interesse non pagata: in California sono cresciuti dall'8% del 2002 al 60% del 2004, a livello nazionale sono arrivati a 1/3 del totale. I nuovi mutui sono quindi una scommessa sui prezzi che continueranno a crescere così da poter o rifinanziare il mutuo o vendere la casa guadagnandoci. Ma tali mutui sono a rata variabile (*Adjustable-Rate Mortgages*, ARMS) con la conseguente esposizione addizionale del debitore alla crescita dei tassi di interesse. Nel 2004 negli stati dove i prezzi sono saliti di più gli ARMS a loro volta sono saliti di più;
- z. in GB gli acquirenti di prima casa si sono ridotti passando in un anno dal 50% al 29%;
- aa. in GB, secondo RICS, le case offerte in vendita sono aumentate di 1/3 lo scorso anno;
- bb. L'offerta potrebbe essere eccessiva: l'investimento nella costruzione di nuove case è il più alto da 40 anni in USA e la formazione di famiglie la più bassa.
- cc. Il debito delle famiglie in GB è il 150% del PIL era il 110% solo nel 2000.

In conclusione delle precedenti argomentazioni se ne dedurrebbe che oggi una riduzione dei prezzi nominali sarebbe più probabile rispetto ai precedenti *boom* per tre ordini di motivi:

1. le case sono assai più sopravvalutate;
2. l'inflazione è molto più bassa;
3. molte più persone hanno acquistato casa per investimento.

In USA è diffusa la convinzione che i prezzi delle case non sono mai scesi in passato (Vedi al riguardo Robert Shiller “*Irrational Exuberance?*”), ma l'International Monetary Fund (settembre 2004) nel periodo 1970-2001

identifica 20 esempi di crisi quando i prezzi reali scendono di circa il 30% (scendono meno i prezzi nominali) con la conseguenza di una riduzione severa nel *trend* di sviluppo del PIL. In Giappone i prezzi sono caduti di circa il 40% dal loro picco del 1991.

Infine, Giappone e Germania, i due paesi che hanno avuto una caduta dei prezzi delle case più forte, hanno avuto la crescita più debole successivamente.

Una caduta dei prezzi secondo altri è, invece, improbabile, certo non saliranno ancora, ma anziché cadere si stabilizzeranno, in quanto i prezzi delle case sono almeno in termini monetari piuttosto rigidi verso il basso (*sticky prices*): tale fiducia nasce dal fatto che la gente deve pur sempre vivere nelle case e i proprietari, sempre che possano pagare il mutuo, non accettano volentieri di contabilizzare una perdita vendendo.

... e contro la bolla.

Le argomentazioni precedenti, molte delle quali si adattano solo ai casi citati, come ad esempio la dimensione dell'indebitamento delle famiglie, che per l'Italia risulta fra i più bassi, quale valore possono avere per il nostro Paese?:

- a. i prezzi sono saliti ma in misura nettamente inferiore a quanto accaduto in altri paesi;
 - b. la crescita dei prezzi è stata anche meno rapida di come sia stata prima del picco del 1992 quando l'incremento si verifica in soli quattro anni contro otto anni all'attualità;
 - c. se proiettiamo la tendenza di lungo periodo dei prezzi, oggi, nonostante la recente dinamica espansiva, ci troviamo ancora al suo interno;
 - d. i prezzi sono attualmente solo di poco superiori, in termini reali, ai massimi del 1992;
 - e. il rapporto prezzi/affitti è tornato ai livelli di inizio anni '90, dopo che se ne era allontanato in prossimità della svolta che avrebbe portato verso la crescita dal 1997;
 - f. il rendimento delle abitazioni è leggermente calante ma in un contesto di tassi di interesse bassi e dati come non crescenti;
 - g. il potere d'acquisto di abitazioni in termini di reddito è tornato oggi ai livelli di inizio anni '90;
 - h. il livello dell'indebitamento delle famiglie italiane in rapporto al PIL è fra i più bassi;
 - i. il debito mediamente contratto per l'accensione di mutui per l'acquisto di abitazioni è fra i più bassi in Europa;
 - j. il debito contratto in rapporto al valore dell'abitazione acquistata è basso nei confronti di altri paesi;
 - k. l'offerta incrementale di nuove case non è certo a livelli *record* e pare in linea con una domanda che si esprime su *standard* più elevati di qualità;
 - l. l'andamento storico dei prezzi medi in moneta corrente mostra che non si sono mai verificate flessioni significative;
 - m. l'allungamento dei tempi di vendita e la crescita dello sconto praticato in sede di definizione della trattativa sui prezzi al momento non si sostanziano in valori elevati;
 - n. il buon andamento dell'occupazione non lascia presagire l'emergere di difficoltà nel pagamento delle rate di mutuo da parte delle famiglie;
- la tendenza ribassista dei tassi di interesse, per i soggetti indebitatisi con tasso di interesse variabile, riduce il rischio di incrementi nei *default*.

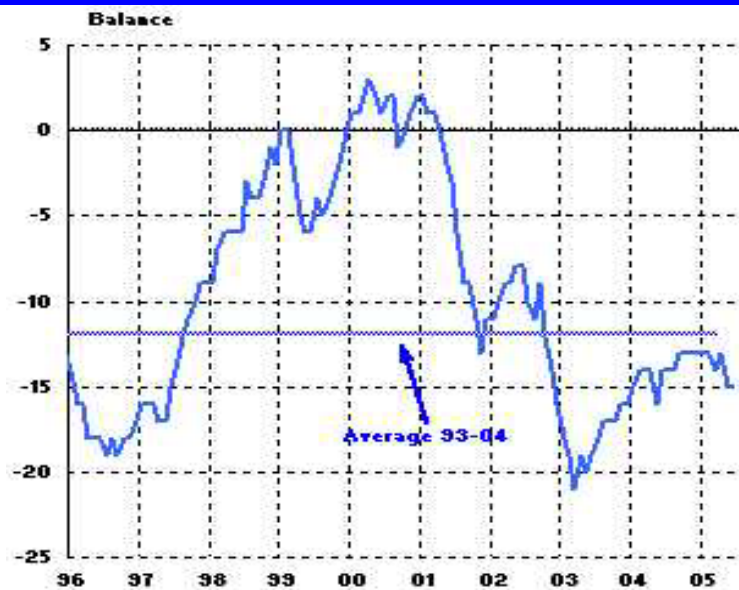
7. Previsioni

Calo di fiducia

Come è noto l'ottimismo oltre ad essere "il profumo della vita" è anche il propellente dell'economia. Il grado di fiducia dei consumatori ne è una misura della sua intensità e questa, sia in Europa che in Italia è su valori piuttosto contenuti, come evidenziato nelle figure 20 e 21, valori che, peraltro, all'ultima rilevazione, piegano ancora verso il basso.

Figura 20

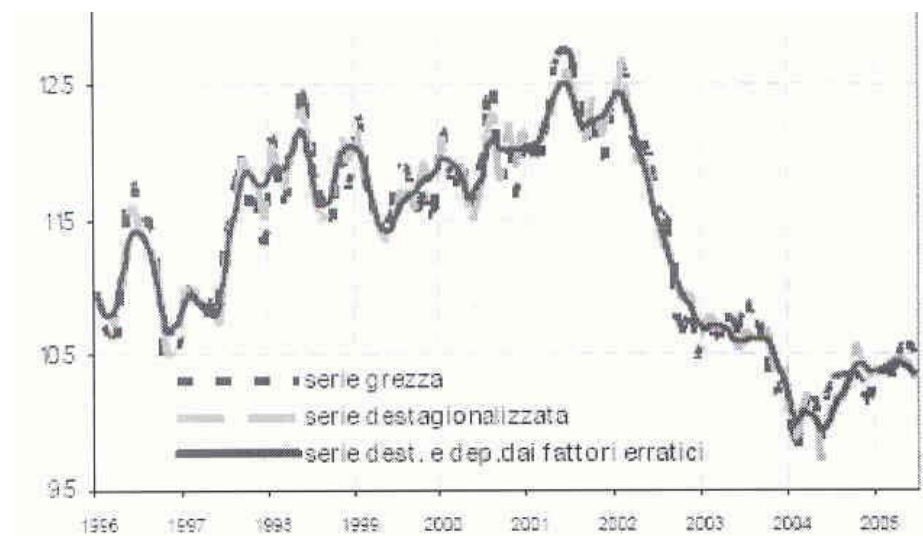
Andamento della fiducia dei consumatori in EU



Fonte: ECFIN.

Figura 21

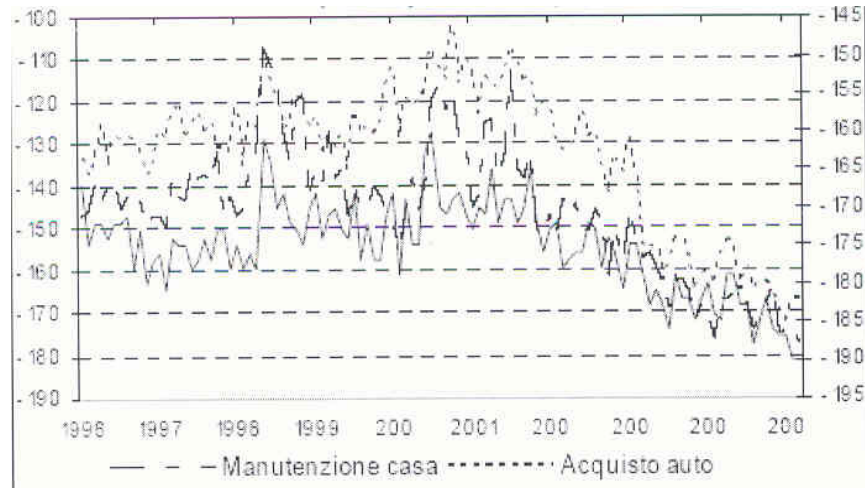
Andamento della fiducia dei consumatori in Italia



Fonte: ISAE.

Figura 22

Giudizi di previsione di spesa per beni durevoli in Italia (saldi ponderati)



Fonte: ISAE.

Per quanto riguarda l'Italia il calo riflette un nuovo deterioramento delle valutazioni riguardanti la situazione economica del paese, l'indice relativo, infatti, scende da 83,9 a 76 (- 9,4%), ovvero sui valori minimi degli ultimi dieci anni, mentre sale, seppur leggermente, la valutazione relativa alla situazione personale degli intervistati.

Anche i giudizi previsionali delle famiglie relativi alla spesa in beni durevoli confermano il diffondersi di un atteggiamento prudente. In particolare si riduce dal 5% al 4% la percentuale di coloro che dichiarano di voler programmare l'acquisto di una abitazione (probabilmente qui incide anche la minor aspettativa di guadagni in conto capitale ottenibili da un investimento immobiliare) e, in misura percentuale quasi identica, si riduce anche la quota di chi pensa di effettuare spese straordinarie di manutenzione o miglioria della casa.

La minore fiducia delle famiglie conseguente anche al quadro macroeconomico, oggettivamente rappresentato dalla condizione di "recessione tecnica" determinata dalla lieve contrazione del PIL, e la concomitante forte ulteriore variazione dei prezzi degli immobili dell'ultimo semestre, che si va a sommare ai risultati incrementali precedenti, sono tutti elementi che presumibilmente concorrono ad orientare, assieme ad altri indicatori di natura più propriamente "immobiliare" (tempi di vendita in allungamento, sconto sui prezzi richiesti in aumento, quantità compravendute in contrazione, canoni di locazione stabili e innalzamento del *vacancy rate*), le previsioni formulate dal nostro *panel* di operatori immobiliari.

Le previsioni degli operatori hanno iniziato ad indebolirsi dopo il 2001 ...

Infatti le previsioni formulate dagli operatori immobiliari che compongono il nostro *panel* d'opinione iniziano a peggiorare, per il mercato abitativo, fra il 2001 ed il 2002, segnalando la possibilità di un rallentamento veicolato da robusta diminuzione della domanda e un più contenuto incremento dell'offerta. Per le compravendite resta comunque prevalente l'opinione di coloro che vedono positivamente il mercato mentre per la locazione l'ultimo dato segnala per la prima volta, con riferimento alla domanda, la prevalenza di opinioni secondo le quali assisteremo ad una contrazione sensibile nei prossimi mesi.

Anche la lettura delle opinioni con riferimento a domanda e offerta di immobili commerciali conferma la tendenza osservata con una accentuazione marcatamente più negativa per gli immobili direzionali rispetto a quelli commerciali. Anche per questi ultimi, però, l'ultima previsione fa emergere per la prima volta una prevalenza delle opinioni negative.

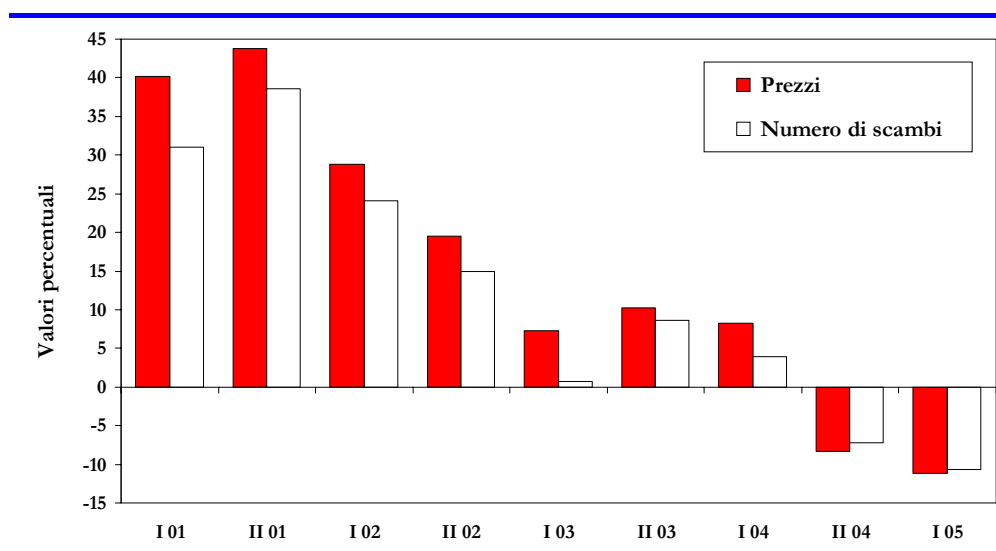
Come è immediatamente visibile nelle figure 23, 24 e 25 relativi, rispettivamente, ad abitazioni, uffici e negozi, si rafforza conseguentemente la previsione – peraltro sino ad ora non corrisposta dai fatti – di una contrazione di prezzi e compravendite.

... con toni più grigi per gli immobili d'impresa

Tale previsione è però condivisa da una più limitata percentuale di intervistati per le abitazioni, rispetto a quanto non accada per gli immobili commerciali (dove la situazione economica generale pesa di più) e dove i pessimisti tendono quasi a prevalere rispetto al partito di maggioranza ancora costituito da chi ritiene che si andrà verso una certa stabilità dei prezzi.

Figura 23

Media 13 aree – Sentiment^(*) previsionali espressi dagli operatori riguardo i prezzi e il numero di scambi nel mercato Residenziale
(valori percentuali)

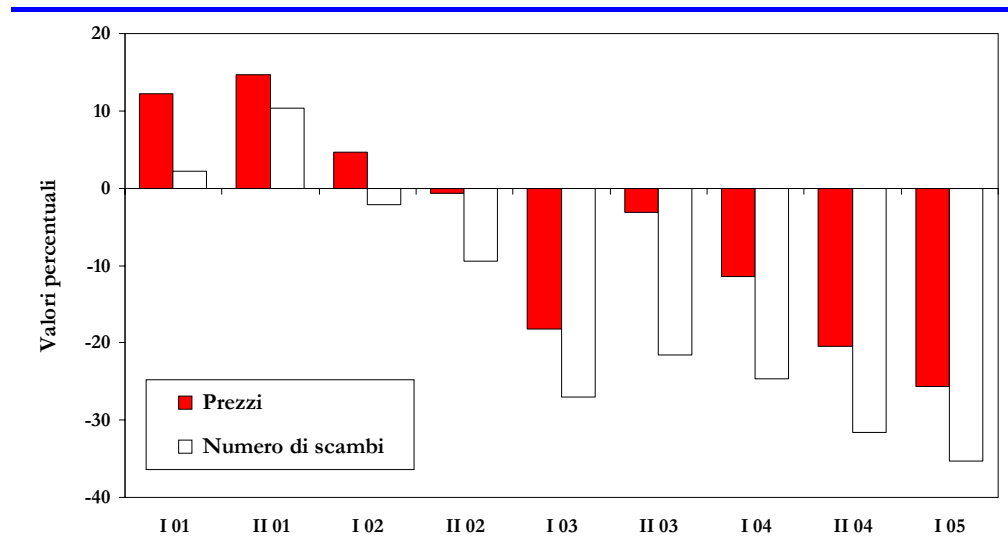


(*) Saldo tra i giudizi di crescita e quelli di diminuzione.

Fonte: Nomisma.

Figura 24

Media 13 aree – Sentiment^(*) previsionali espressi dagli operatori riguardo i prezzi e il numero di scambi nel mercato Direzionale
(valori percentuali)

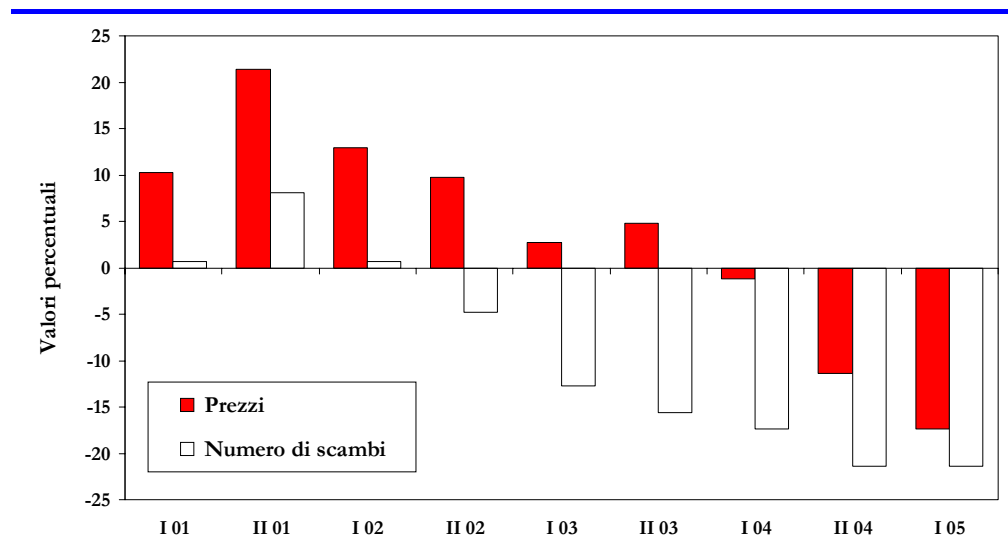


(*) Saldo tra i giudizi di crescita e quelli di diminuzione.

Fonte: Nomisma.

Figura 25

Media 13 aree – Sentiment^(*) previsionali espressi dagli operatori riguardo i prezzi e il numero di scambi nel mercato Commerciale
(valori percentuali)

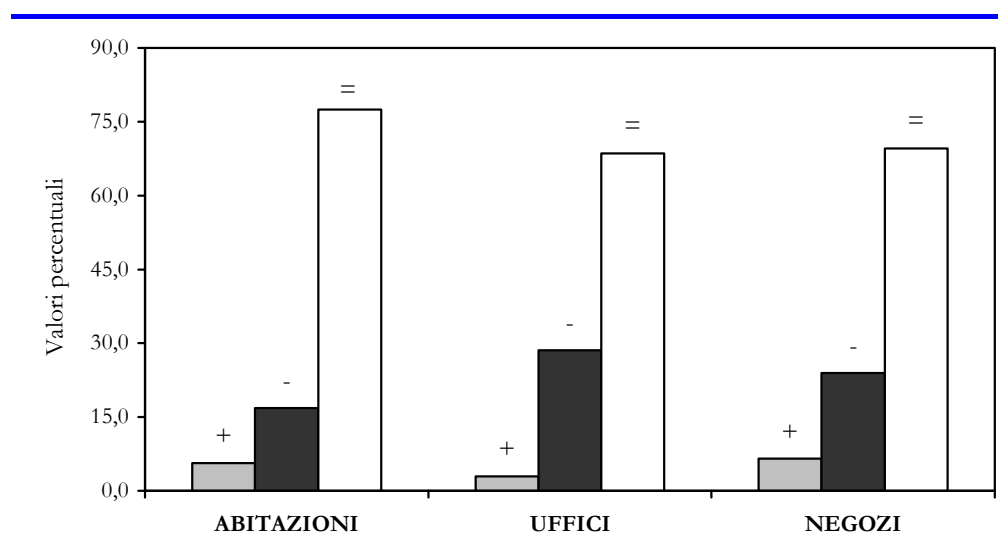


(*) Saldo tra i giudizi di crescita e quelli di diminuzione.

Fonte: Nomisma.

Figura 26

**Media 13 aree – Distribuzione percentuale delle previsioni
sull'andamento dei prezzi per il prossimo semestre
(valori percentuali)**



Fonte: Nomisma.

La modellistica produce ancora previsioni di crescita nei prezzi

La serie dei prezzi nelle tredici grandi città oggetto della nostra indagine, stimati con un modello ARIMA (1,1,0), ha prodotto ancora variazioni positive sia intermini monetari che reali. In particolare per il 2006 si va da un ulteriore 5,7% monetario delle abitazioni al 4,7% degli uffici, al 6,4% dei negozi. Non sostanzialmente diversi i risultato ottenuti con il “modello econometrico”, anche esso, come il precedente, già utilizzato in passato, per formulare ipotesi dinamiche relativamente ai prezzi degli immobili e basato, in questo caso, sulla relazione, peraltro assunta dalla teoria economica come fondamentale, fra prezzi e tassi di interesse (solo nel caso degli uffici viene utilizzata per la stima anche la variabile del Valore Aggiunto del settore).

Tavola 18

Previsioni Variazioni Prezzi Correnti

Anni	Arima Abitazioni	Mod. Econ. Abitazioni	Arima Uffici	Mod. Econ. Uffici	Arima Negozi	Mod. Econ. Negozi
2006	5,7	5,9	4,7	3,4	6,4	5,8
2007	4,6	3,9	3,5	1,9	5,9	3,8
2008	3,6	1,4	2,4	2,3	5,4	0,7

Fonte: Nomisma.

Tavola 19

**Confronto tra i dati previsionali e i risultati empirici,
luglio 2004-luglio 2005**
(variazioni percentuali)

	Dato Empirico	Previsione ARIMA	Previsione Modello Econometrico
Abitazioni	8,0	9,4	6,4
Negozi	7,4	8,7	-
Uffici	7,2	1,5	12,3

Fonte: Nomisma.