



3° RAPPORTO 2015 SUL MERCATO IMMOBILIARE

Overview di mercato



Milano, 25 novembre 2015

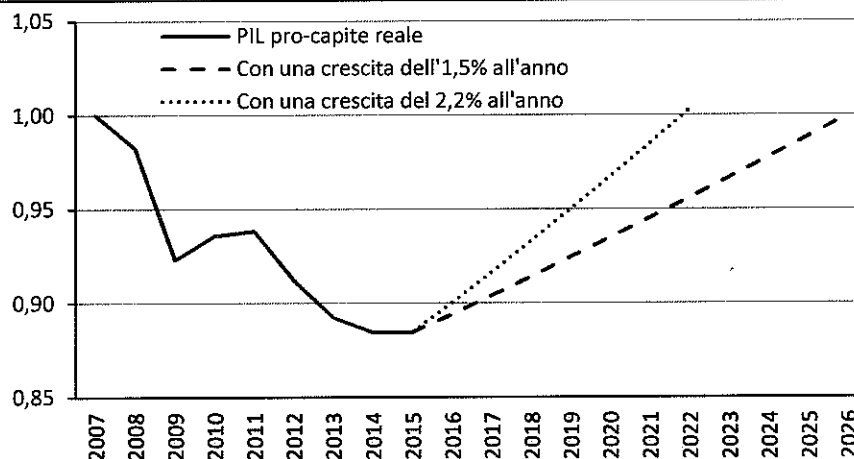
Overview di mercato

In un contesto finalmente più favorevole si rafforzano i segnali di miglioramento del mercato immobiliare manifestatisi a partire dalla seconda metà del 2014. Dopo la batosta recessiva dello scorso settennio, il quadro macroeconomico appare oggi decisamente più favorevole, come testimoniano non solo gli indicatori di fiducia di famiglie e imprese, riportatisi sui livelli pre-crisi ma i dati reali relativi a produzione, consumi e occupazione che paiono avviarsi al recupero di parte delle posizioni prese durante la crisi.

Non si tratta di dinamiche eclatanti, ma comunque sufficienti a delineare un cambiamento di scenario che appare non privo di ricadute per le prospettive settoriali a medio termine. A riprova della gradualità del processo in atto è possibile citare l'orizzonte temporale necessario ad un pieno recupero dei livelli di PIL pro-capite ante crisi: ipotizzando un'evoluzione favorevole nell'ordine dell'1,5% annuo, occorrerà attendere il 2026 per riassorbire per intero la flessione. Sono dunque la gradualità e, per certi versi, la fragilità i tratti caratterizzanti della fase ascendente che ha inequivocabilmente avuto inizio.

Figura 1

PIL pro-capite reale (2007 = 1): quando verrà recuperato il livello pre-crisi



Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Istat e stime Nomisma

Se della lentezza del processo in atto si è detto, non si può omettere di segnalare il peso che due fattori esogeni di straordinaria portata, quali il *Quantitative Easing* varato lo scorso anno dalla BCE e il crollo del prezzo del petrolio in conseguenza del rallentamento dell'economia globale, hanno avuto nell'innescare la spinta espansiva. È proprio il grado di dipendenza da elementi contingenti a rappresentare la potenziale debolezza del quadro moderatamente espansivo fin qui delineato.

Una volta attenuata l'intensità della portata dei fattori di innesco, occorrerà valutare l'autonoma capacità di autorigenerazione di un'economia troppo a lungo depressa e, in particolare, di un tessuto produttivo uscito pesantemente segnato dalla doppia drammatica ondata recessiva.

Nonostante le incertezze a medio termine, il balzo in avanti degli indicatori di *sentiment* prima e di quelli reali poi si è subito riflesso nelle propensioni di investimento nel settore immobiliare. Il fabbisogno compresso negli scorsi anni, che aveva portato al differimento delle scelte di sostituzione abitativa o di emancipazione dal nucleo familiare, si è prontamente trasformato in potenziali intenzioni di acquisto, evidenziando una volta di più la profondità del legame tra famiglie italiane e proprietà, uscito solo temporaneamente indebolito dalle avversità congiunturali.

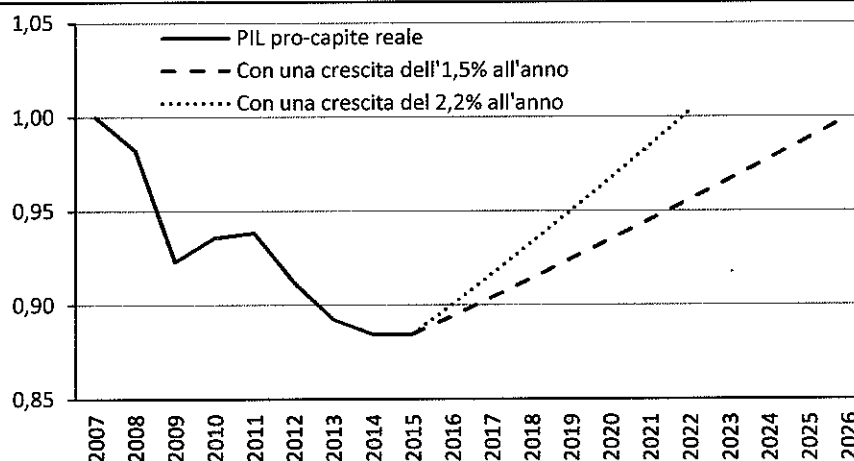
Overview di mercato

In un contesto finalmente più favorevole si rafforzano i segnali di miglioramento del mercato immobiliare manifestatisi a partire dalla seconda metà del 2014. Dopo la batosta recessiva dello scorso settennio, il quadro macroeconomico appare oggi decisamente più favorevole, come testimoniano non solo gli indicatori di fiducia di famiglie e imprese, riportatisi sui livelli pre-crisi ma i dati reali relativi a produzione, consumi e occupazione che paiono avviarsi al recupero di parte delle posizioni prese durante la crisi.

Non si tratta di dinamiche eclatanti, ma comunque sufficienti a delineare un cambiamento di scenario che appare non privo di ricadute per le prospettive settoriali a medio termine. A riprova della gradualità del processo in atto è possibile citare l'orizzonte temporale necessario ad un pieno recupero dei livelli di PIL pro-capite ante crisi: ipotizzando un'evoluzione favorevole nell'ordine dell'1,5% annuo, occorrerà attendere il 2026 per riassorbire per intero la flessione. Sono dunque la gradualità e, per certi versi, la fragilità i tratti caratterizzanti della fase ascendente che ha inequivocabilmente avuto inizio.

Figura 1

PIL pro-capite reale (2007 = 1): quando verrà recuperato il livello pre-crisi



Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Istat e stime Nomisma

Se della lentezza del processo in atto si è detto, non si può omettere di segnalare il peso che due fattori esogeni di straordinaria portata, quali il *Quantitative Easing* varato lo scorso anno dalla BCE e il crollo del prezzo del petrolio in conseguenza del rallentamento dell'economia globale, hanno avuto nell'innescare la spinta espansiva. È proprio il grado di dipendenza da elementi contingenti a rappresentare la potenziale debolezza del quadro moderatamente espansivo fin qui delineato.

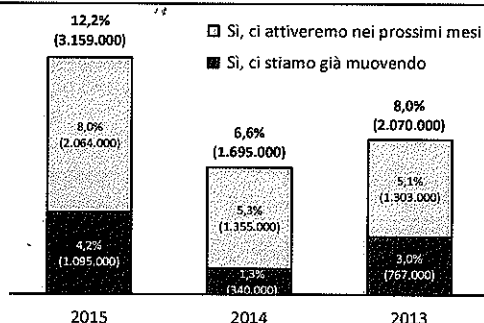
Una volta attenuata l'intensità della portata dei fattori di innesco, occorrerà valutare l'autonoma capacità di autorigenerazione di un'economia troppo a lungo depressa e, in particolare, di un tessuto produttivo uscito pesantemente segnato dalla doppia drammatica ondata recessiva.

Nonostante le incertezze a medio termine, il balzo in avanti degli indicatori di *sentiment* prima e di quelli reali poi si è subito riflesso nelle propensioni di investimento nel settore immobiliare. Il fabbisogno compresso negli scorsi anni, che aveva portato al differimento delle scelte di sostituzione abitativa o di emancipazione dal nucleo familiare, si è prontamente trasformato in potenziali intenzioni di acquisto, evidenziando una volta di più la profondità del legame tra famiglie italiane e proprietà, uscito solo temporaneamente indebolito dalle avversità congiunturali.

Overview di mercato

Figura 2

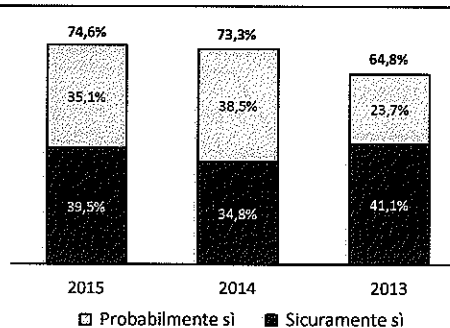
Manifestazioni di interesse all'acquisto delle famiglie nei prossimi 12 mesi



Fonte: indagine Nomisma 2015

Figura 3

Intenzione di accendere un mutuo per le famiglie che manifestano un interesse all'acquisto di un'abitazione nei prossimi 12 mesi



Fonte: indagine Nomisma 2015

Il consistente incremento delle manifestazioni di interesse, se da una parte rivela l'intensità delle propensioni, dall'altra palesa la debolezza patrimoniale di una quota rilevante della domanda, come testimonia il grado di dipendenza da mutuo. Sono infatti circa il 75% le famiglie in grado di finalizzare le proprie intenzioni solo in presenza di un sostegno economico da parte del settore bancario. Ed è proprio sulla base di questa manifestazione di volontà ma, al tempo stesso, di bisogno di sostegno che è possibile delineare le prospettive del mercato residenziale italiano.

Le condizioni macroeconomiche di indubbio favore, quantomeno rispetto al recente passato, non paiono, infatti, in alcun modo sufficienti ad alimentare un percorso di risalita non assistita, alla luce della progressiva erosione della componente di risparmio che la durezza della crisi ha comportato. Tali evidenze rinsaldano il legame tra le dinamiche immobiliari e le scelte allocative del sistema creditizio, rafforzando una prospettiva di finanziarizzazione uscita nient'affatto ridimensionata dal tracollo del settore degli scorsi anni. Al proposito, i dati relativi al 2015 sono esemplificativi di una tendenza destinata a caratterizzare il mercato anche nei prossimi anni: è la componente sostenuta da mutuo ad aver alimentato l'ulteriore risalita delle compravendite residenziali.

Tavola 1

Incidenza di surroghe e sostituzioni sull'erogato annuale e del numero di compravendite sostenute da mutuo sul totale (dati consuntivi e previsioni)

	2014	2015*
Erogazioni mutui a famiglie consumatrici (€)	24.157.207.000	38.285.242.000
Incidenza surroghe e sostituzioni sulle erogazioni (%)	7,5%	26,0%
Erogazioni nette (€)	22.345.416.475	28.331.079.080
Variazione annuale delle erogazioni nette 2015/2014 (%)		26,8%
Importo medio erogato (€)	117.405	115.111
Numero di compravendite sostenute da mutuo	190.328	246.120
Numero di compravendite	417.524	442.546
Incidenza compravendite con mutuo su totale (%)	45,6%	55,6%

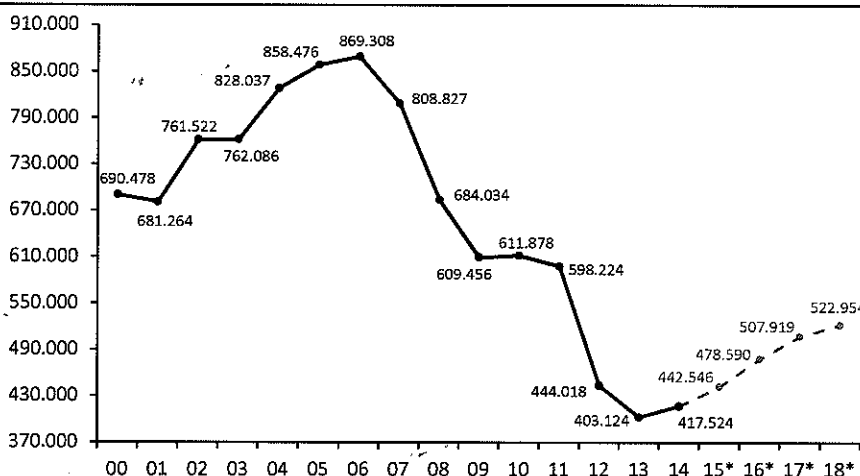
* Previsioni

Nota: l'erogato per l'acquisto di abitazioni comprende, oltre ai mutui con ipoteca sull'abitazione acquistata, anche i mutui che prevedono un'ipoteca iscritta su un immobile diverso da quello acquistato o fornendo altra garanzia reale. L'incidenza della componente di acquisti assistita da mutuo risulta pertanto diversa da quella diffusa dall'Agenzia delle Entrate che si riferisce esclusivamente ai mutui ipotecari con garanzia reale iscritta sull'abitazione acquistata.

Fonte: elaborazioni e stime Nomisma su dati Banca d'Italia, Agenzia delle Entrate, Crif, Mutui Online

Figura 4

Italia – Numero di compravendite residenziali annuali e previsioni



* Previsioni Nomisma

Fonte: Agenzia delle Entrate

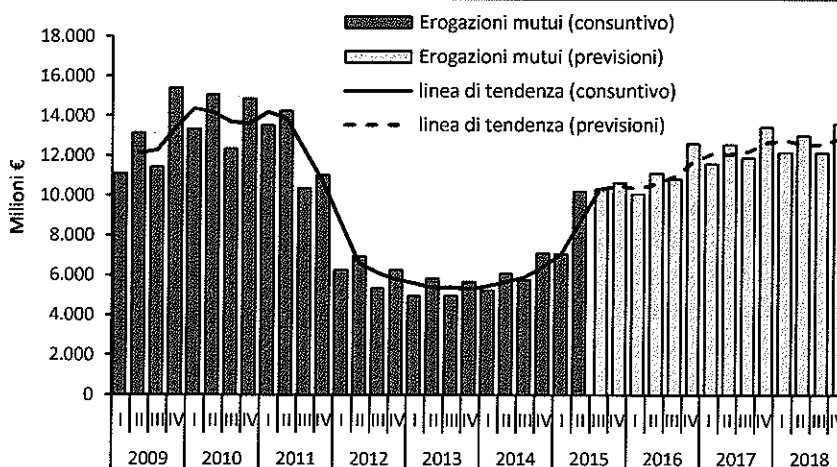
Seppure depurata da surroghe e sostituzioni, la cui dinamica è stata fortemente espansiva (l'incidenza sul totale dei mutui è passata dal 7,5% al 26%) in ragione di tassi di interesse di straordinario favore, l'impennata delle erogazioni è risultata comunque eclatante, a conferma della progressiva normalizzazione dei rapporti tra settore immobiliare e istituti bancari, o almeno una parte di essi.

Ad esito della ricomposizione si evidenzia un'erosione della quota di transazioni senza il ricorso al credito (scesa al di sotto del 45%), a fronte di un aumento complessivo del mercato residenziale rispetto al 2014 nell'ordine del 6%.

La ritrovata praticabilità del canale creditizio, anche se con modalità non paragonabili a quelle che avevano alimentato e, per certi versi, "drogato" la fase espansiva dello scorso ciclo immobiliare, rappresenta il principale driver alla base delle ottimistiche aspettative di rilancio.

Figura 5

Italia – Importi erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni: consuntivo e previsioni
(dati trimestrali a consuntivo in milioni di euro e previsioni)



Fonte: Banca d'Italia per dati a consuntivo; stime Nomisma per il terzo trimestre 2015; previsioni Nomisma dal quarto trimestre 2015

Qualità del credito: importi, incidenze dei crediti deteriorati e tassi di copertura⁽¹⁾
(miliardi di euro e valori %; novembre 2015)

Tavola 2

	Primi 5 gruppi			Totale		
	Totale crediti	% Crediti garantiti	Tassi di copertura	Totale crediti	% Crediti garantiti	Tassi di copertura
Crediti verso clientela	1.240	100,0	9,0	2.008	100,0	8,6
- in bonis	1.013	81,6	0,6	1.646	82,0	0,6
- deteriorati	228	18,4	46,1	361	18,0	44,7
- sofferenze	133	10,8	59,3	207	10,3	58,7
- deteriorati diversi da sofferenze	94	7,6	27,6	155	7,7	25,9

⁽¹⁾ Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda.

Fonte: Banca d'Italia

Il percorso delineato non appare, tuttavia, privo di incognite e rischi. A pesare sulle scelte allocative future del sistema bancario sono, infatti, i lasciti di un passato che, per quanto destinato a non riproporsi, non può ancora dirsi definitivamente superato. Il fardello di crediti deteriorati ereditato da una stagione di eccessi, in cui il merito creditizio del richiedente poteva essere trascurato in virtù di una supposta capacità di copertura delle garanzie immobiliari rivelatasi a posteriori macroscopicamente sovradimensionata, non si può escludere rallenti un percorso che altrimenti parrebbe positivamente avviato.

Non stupisce a tale riguardo la disomogeneità del quadro: da una parte gli istituti più solidi che già da qualche tempo hanno avviato un piano di accantonamenti e, con esso, il reperimento di capitali necessario all'irrobustimento patrimoniale, dall'altra quelli per i quali l'entità dell'esposizione è tale da imporre piani di intervento straordinari di durata pluriennale. È da questo secondo fronte tutt'altro che esiguo che scaturiscono i dubbi sulle capacità di sostegno della domanda e i timori sulle potenziali ricadute sistemiche dell'incapacità di gestione su un orizzonte temporale coerente delle partite deteriorate.

Accantonato l'approccio dilatorio che aveva caratterizzato in genere il mondo bancario nella gestione dei crediti *non performing*, occorre ora scongiurare il rischio che iniziative di dismissione massiva di asset immobiliari a garanzia di crediti pesantemente svalutati accentuino ancora una volta la pressione ribassista sui prezzi.

13 grandi città – Variazioni dei prezzi correnti degli immobili (in %)

Tavola 3

	Variazioni semestrali (II sem 2015/I sem 2015)	Variazioni annuali (2015/2014)	Variazioni cumulate (2015/2008)
Abitazioni nuove	-1,1	-2,1	-21,7
Abitazioni usate	-1,2	-2,5	-22,6
Uffici	-1,3	-3,2	-23,5
Negozi	-1,1	-2,3	-19,6

Fonte: Nomisma

Uno scenario di questo tipo finirebbe inevitabilmente per indebolire una ripresa che, come detto, appare tutt'altro che robusta e consolidata. Sulla progressiva attenuazione della flessione dei valori, sperimentata anche nella seconda parte del 2015 e destinata nelle previsioni dei modelli econometrici a proseguire anche nei prossimi mesi, incombe dunque lo spettro di un eccesso di offerta non più oggetto di strategie di volontario differimento o riconducibile all'inefficienza del mercato coattivo. Sarebbe, quindi, opportuno non trascurare le potenziali ricadute di soluzioni

Overview di mercato

sistemiche oggi al centro di un dibattito che appare tardivo, oltre che avulso dalle dinamiche congiunturali in atto.

A risultare penalizzato non sarebbe tanto il comparto residenziale, dove la domanda scaturita da un fabbisogno primario ha palesato evidenti segnali di irrobustimento, quanto quello *corporate*, in corrispondenza del quale, invece, i segnali di crescita sono unicamente ascrivibili all'attivismo della componente di investimento straniera. Un inaspettato deterioramento, in questo caso di natura endogena, del quadro congiunturale spingerebbe gli investitori opportunistici a rivedere il *sentiment* sul nostro Paese e, dunque, le strategie allocative. La sostanziale carenza di domanda domestica espone fatalmente il settore a contraccolpi più marcati in caso di *shock* indotti da un eccesso di offerta a valori *distressed*.

Figura 6

Italia – Volume degli investimenti immobiliari *corporate* (miliardi di euro)

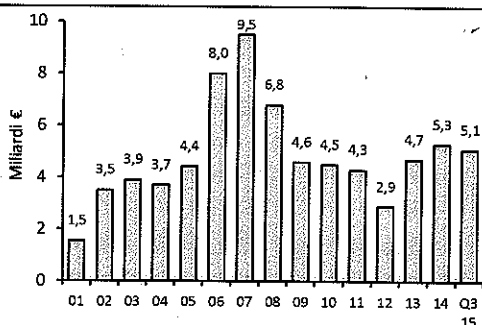
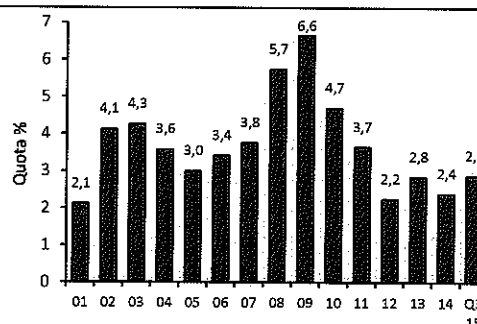


Figura 7

Peso degli investimenti immobiliari in Italia sul totale investimenti in Europa (%)



Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Nomisma, BNP Paribas RE, CBRE e DTZ

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Nomisma, BNP Paribas RE, CBRE e DTZ

L'esposizione del sistema bancario nei confronti del mercato *corporate* deve, dunque, indurre a ritenere non ancora pienamente consolidata una ripresa che dai numeri parrebbe, invece, decisamente robusta. Si chiude, infatti, il terzo anno consecutivo di crescita degli investimenti, con volumi destinati a riportarsi non distanti dai valori dello scorso decennio.

Nonostante l'impennata recente, il mercato continua ad essere fortemente caratterizzato sia dal punto di vista tipologico che territoriale, oltre che appannaggio pressoché esclusivo della componente straniera.

Figura 8

Italia – Investimenti *corporate* per origine dell'investitore (% sul totale)

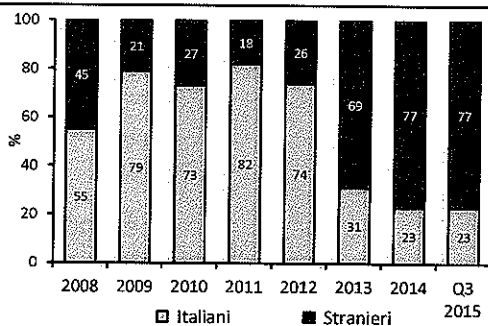
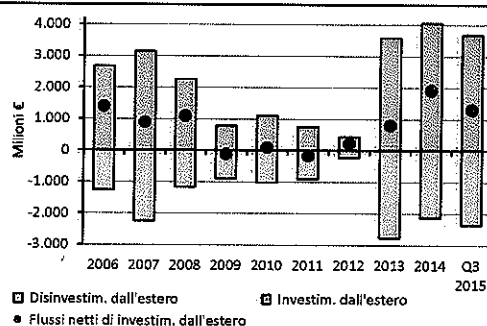


Figura 9

Italia – Investimenti e disinvestimenti di operatori stranieri in Italia (milioni di euro)



Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Nomisma, BNP Paribas RE e CBRE

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati BNP Paribas RE

Overview di mercato

L'accresciuto peso europeo nell'*asset allocation* globale ha consentito all'Italia di recuperare i livelli pre-crisi, accentuando, tuttavia, la divaricazione tra le dinamiche interne al comparto. Da una parte si collocano gli *asset* di migliore qualità, transati con rendimenti non dissimili a quelli rilevati nelle principali realtà continentali, dall'altra arranca l'offerta indistinta per la quale l'interesse della domanda è modèsto, se non addirittura inesistente. Il peso delle strategie di diversificazione a livello continentale nella crescita del mercato è testimoniato dal tutto sommato modesto balzo in avanti dell'incidenza italiana sul totale degli investimenti europei.

In tale quadro il miglioramento della prospettiva economica e, di conseguenza, dell'attività rappresenta un presupposto indispensabile, ancorché di per sé non sufficiente, a garantire il protrarsi della crescita su un orizzonte pluriennale. L'esigua attività degli investitori istituzionali domestici, associata alle incerte conseguenze della dismissione dell'enorme mole di immobili a garanzia di crediti deteriorati, espongono il settore al rischio di notevoli oscillazioni e nuove battute di arresto. Se nei primi anni Duemila furono gli strumenti di investimento italiani ad alimentare e dare robustezza all'ascesa del comparto, oggi non si è ancora nelle condizioni di individuare chi possa rilevare il testimone dagli operatori opportunistici esteri e dare continuità alla fase espansiva in atto.

Tavola 4

13 grandi città – Previsioni annuali dei prezzi medi degli immobili a valori correnti
(variazioni % annuali)

	Abitazioni	Uffici	Negozi
2016	+0,1	-0,9	-0,4
2017	+1,6	+0,5	+0,8
2018	+2,5	+1,5	+1,5

Fonte: Nomisma

In ultima analisi, pur non essendovi dubbi che il mercato immobiliare italiano si sia lasciato alle spalle la pesante crisi che ne aveva caratterizzato la dinamica per circa un settennio, risulta tuttora problematico definirne le prospettive a medio termine: sulla lenta e graduale risalita preconizzata dai modelli econometrici incombe ancora il retaggio degli eccessi del passato, il cui smaltimento non si esclude possa essere foriero di contraccolpi negativi.