



Nomisma

I RAPPORTO 2007
OSSERVATORIO SUL MERCATO IMMOBILIARE

LA CONGIUNTURA IMMOBILIARE IN ITALIA

COMUNICATO STAMPA

Bologna, 22 Marzo 2007

Indice

1. Le famiglie e le case.....	1
2. La congiuntura immobiliare a fine 2006 e nei primi mesi del 2007 e proiezioni per il 2007.....	9
3. L'indebitamento delle famiglie.....	16
4. Il leasing immobiliare.....	22
5. Il Real Estate quotato.....	24
6. Il mercato immobiliare internazionale.....	32
7. Previsioni.....	43
Appendice statistica.....	51

1. Le famiglie e le case

Da qualche tempo stanno crescendo le preoccupazioni relativamente alle insolvenze sui mutui *subprime* contratti dalle famiglie americane con profilo di rischio insolvenza più elevato. Con l'aumento dei tassi di interesse e l'insorgere di difficoltà sul mercato del lavoro, quella rischiosità ha infatti iniziato a manifestarsi in un aumento delle insolvenze sul segmento. Questo fenomeno si è anche accompagnato ad un generalizzato ma leggero incremento dei mutuatari in ritardo nei pagamenti delle rate di mutuo, così come è cresciuto anche il numero di abitazioni in pignoramento.

E' tuttavia ancora controverso il giudizio sulla reale situazione del settore residenziale americano dove alcuni dati negativi si combinano con altri positivi, come ad esempio quelli recentemente comunicati sul significativo incremento delle vendite di abitazioni esistenti.

Tavola 1

Variazione percentuale dei prezzi delle abitazioni

	Ultimo anno	1997-2006
Danimarca	23,3	115
Sud Africa	14,7	351
Belgio	11,8	118
Francia	11,1	137
Canada	10,8	69
Spagna	10,8	173
Irlanda	10,6	253
Svezia	10,5	124
Regno Unito	10,2	196
Nuova Zelanda	8,8	105
Australia	8,3	135
Italia	6,2	92
Paesi Bassi	6,2	97
Stati Uniti	5,3	102
Germania	0,7	n.d.
Giappone	-2,7	-32

Fonte: The Economist, 10-16 marzo 2007.

I timori americani sono peraltro comuni alla maggior parte dei paesi ad elevato sviluppo economico dove i prezzi delle case sono cresciuti in modo consistente nel corso dell'attuale ciclo, ora in rallentamento, mentre le famiglie si sono indebitate in modo consistente e i tassi di interesse sui mutui sono saliti.

Per l'Italia, essendo i prezzi delle abitazioni cresciuti meno che altrove, le pre-

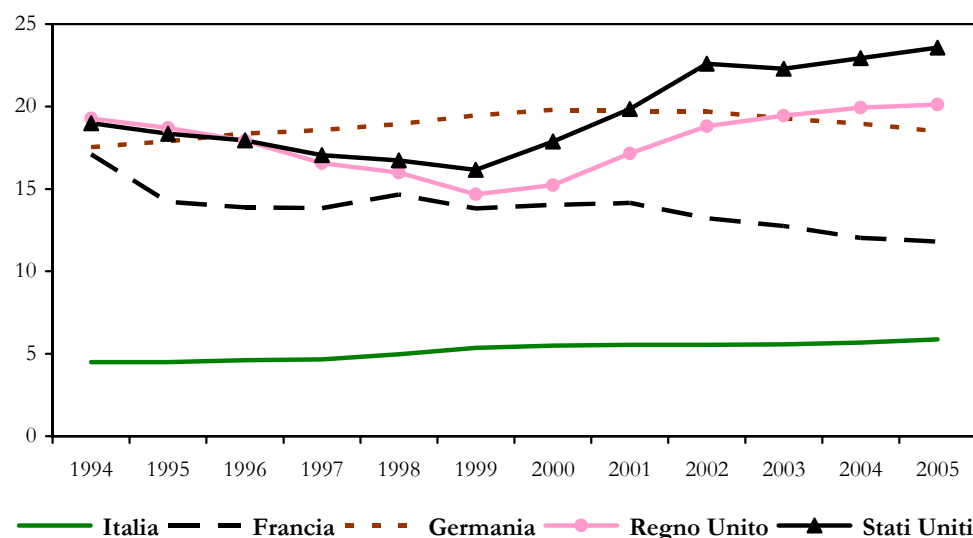
occupazioni potrebbero essere più contenute ma non solo. In Italia, infatti, a differenza di quelle di molti altri paesi, le famiglie sono strutturalmente meno esposte agli aumenti del costo del danaro.

Ciò dipende da una serie di caratteristiche che le connotano e che le caratterizzano come “frugali”.

L'indebitamento delle famiglie per l'acquisto di case ...

Le famiglie italiane, infatti, hanno mediamente debiti che in rapporto alla loro ricchezza (per oltre il 60% detenuta in immobili e poi in circolante, azioni, obbligazioni, aziende, beni vari, ecc.) sono assai inferiori a quelli delle famiglie in altri paesi. Il loro debito rispetto alla loro ricchezza è pari alla metà di quello delle famiglie francesi e inferiore a un terzo di quello delle tedesche e inglesi e addirittura a un quarto di quello delle famiglie americane.

Figura 1
Rapporto tra il debito e la ricchezza delle famiglie nel periodo 1994-2005



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati OCSE, Outlook 2006 n. 80.

... è inferiore rispetto all'estero il che...

Il punto è comunque che la quota delle famiglie indebitate non pare essere eccessiva e per di più i dati più recenti non sembrano indicare difficoltà nei pagamenti come quelli segnalati per i mutui *subprime* americani.

Anche i più recenti dati sulle sofferenze delle famiglie non paiono preoccupanti sia perché si registra nel 2006 una riduzione annuale del loro ammontare totale del 13,8%, pur se a fronte di un incremento del numero di famiglie in difficoltà del 5,1%, sia perché la percentuale di affidati sul numero totale delle famiglie rimane, con l'1,7%, sui contenuti livelli degli ultimi anni. Conseguentemente si può ben affermare che per l'Italia, dove peraltro i dati sul quadro macroeconomico tendono progressivamente al miglioramento, non si intravedono segnali di deterioramento del rischio di credito delle famiglie e conseguentemente

di un incremento di offerta di abitazioni legato ai *default*.

... insieme al
basso rischio di
credito e....

Tavola 2

Italia – Sofferenze, famiglie e famiglie in sofferenza

Data	Sofferenze su mutui (mil. di Euro) (*)	Famiglie in sofferenza	Numero di famiglie	% famiglie in sofferenza
2002	10.595	356.115	21.810.676	1,63
2003	11.059	369.297	22.876.102	1,61
2004	11.454	398.418	23.310.604	1,71
2005	11.727	388.415	23.600.370	1,65
2006	10.105	408.055	23.971.183(**)	1,70

(*) al 30/09 di ogni anno.

(**) Stima.

Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie.

... alle
contenute
sofferenze,
le rende sagge
e decisamente
solvibili

La misura del rischio sui mutui elaborata da CRIF scende addirittura dal 2005 al 2006 dal 5% al 4,5%, così come le sofferenze, nei primi sei mesi del 2006, restano al contenuto livello dell'1,5%, al cui interno migliorano le insolvenze leggere e si mantiene stabile, sull'1,1%, la percentuale delle insolvenze più gravi. Il quadro che complessivamente emerge è quindi di un mercato immobiliare nel quale la domanda appare decisamente solvibile.

Le difficoltà, semmai, possono derivare da una minore propensione all'investimento, soprattutto a causa dell'indebolirsi delle aspettative di conseguire ulteriori guadagni in termini di rivalutazione. Rimane invece più motivata la domanda per uso diretto, atteso che, nonostante l'innalzamento del costo dei mutui, l'allungamento delle scadenze agisce - assieme alla pluralità delle formule offerte per andare incontro alle più varie esigenze oggi orientate decisamente verso i tassi fissi dopo che solo cinque anni fa prevalevano ancora nettamente quelli variabili (si veda capitolo di seguito sull'andamento dei mutui) - nel senso di attenuare la pressione delle rate sul reddito corrente, evitando che l'effetto innalzamento del prezzo si scarichi sulla domanda.

Peraltro è interessante osservare che mentre il reddito delle famiglie italiane è inferiore a quello delle famiglie francesi, tedesche, inglesi o americane, viceversa, per ricchezza, le famiglie italiane superano nettamente le altre.

Anche in rapporto al reddito annuo, l'ammontare del debito delle famiglie italiane è fra i più bassi e, nonostante sia fortemente cresciuto dalla fine degli anni '90 ad oggi, come è un po' avvenuto in tanti paesi, con poco più della quota del 45% si può ben dire che esso - assai più contenuto di quello della Repubblica italiana, pari a oltre il 106% del PIL - rappresenta un livello di sicurezza di rientro, anche tenuto conto che la quota sul totale costituita da interessi e rimborso delle quote di capitale è aumentata in misura limitata.

Tavola 3

Confronto tra ricchezza delle famiglie e PIL pro-capite

(Numeri indice, Italia = 100; anno 2004)

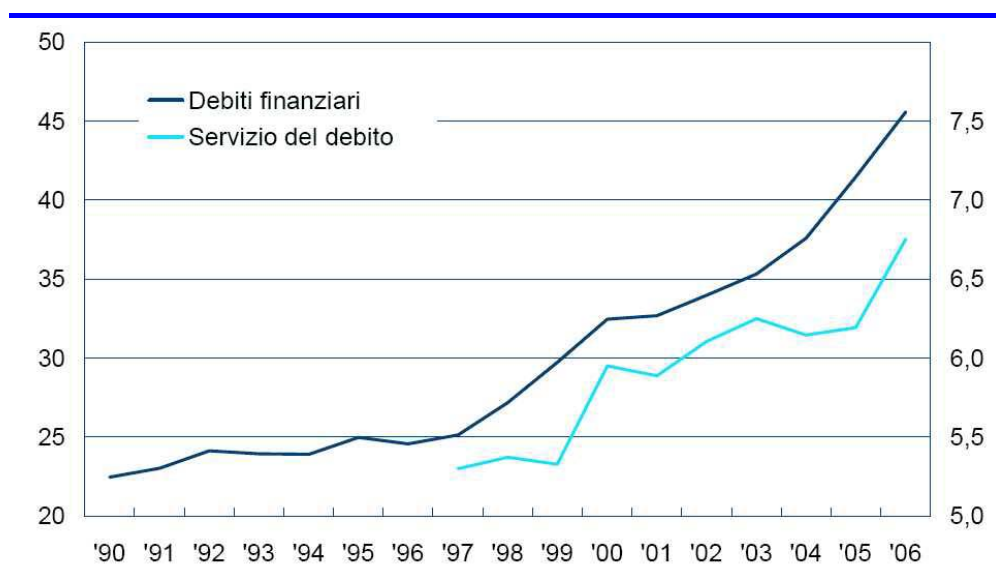
	Ricchezza	Pil pro-capite
Italia	100,0	100,0
Francia	71,6	106,7
Germania	60,8	103,3
Regno Unito	80,9	113,5
Stati Uniti	58,2	143,4

Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati OCSE.

Figura 2

Indebitamento delle famiglie

(in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonte: Banca d'Italia.

Il debito contenuto delle famiglie italiane, sia in rapporto alla ricchezza, sia in rapporto al reddito, si misura con un tasso di risparmio che, sebbene sia diminuito in questi anni di propensione all'indebitamento (il tasso di risparmio italiano cala dal 19,4% del 1994 al 10,2% del 2006), rimane fra i più elevati dei paesi con economie forti.

Tuttavia se le famiglie italiane, in media, risparmiano, fanno pochi debiti e hanno una solida ricchezza in immobili e altri beni, questo ovviamente non significa che una certa quota delle stesse, trovandosi in una fascia di livello inferiore a quello medio, non possa essere suscettibile di incontrare difficoltà legate alla capacità di rimborsare i debiti contratti per acquistare casa o altri beni avendoli garantiti con gli immobili in proprietà.

Secondo i dati di Banca d'Italia la quota delle famiglie italiane indebitate si aggi-

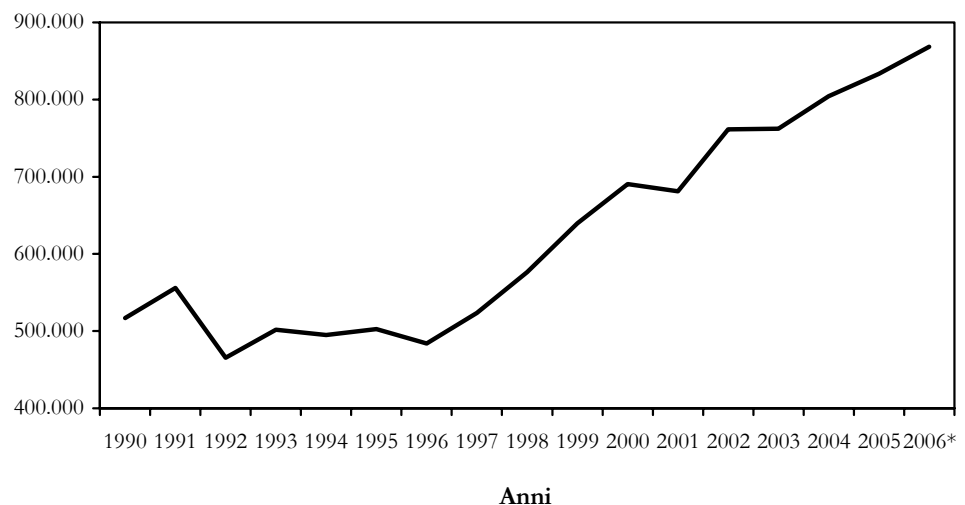
ra sul 21%, non cambiando significativamente negli ultimi anni, di cui un 12% ha contratto il debito mediante l'accensione di un mutuo ipotecario (per BNL Centro Einaudi il 21,3% delle famiglie ha acceso un mutuo e il 17,3% lo ha stipulato per comprare la prima casa) e vale la pena osservare che, contrariamente a quanto ci si potrebbe attendere, il debito si concentra nelle famiglie che appartengono alle classi di reddito più elevate¹ anche se pesa poi in modo ben più consistente sulle famiglie con reddito più basso per le quali la rata del mutuo sul reddito disponibile si aggira sul 30% (pesa per il 10% invece per le famiglie a reddito più elevato).

Se la solidità patrimoniale delle famiglie può essere considerata come il maggior fattore di messa in sicurezza del mercato della casa in Italia, l'aumento del costo del danaro con le sue ripercussioni sull'importo della rata dei mutui costituisce per contro il maggior fattore di debolezza.

La principale spiegazione addotta per spiegare la forte propensione all'acquisto da parte dei locatari, manifestatasi sin dall'inizio del ciclo espansivo del mercato con incrementi annui significativi delle compravendite, è stata individuata nella convenienza a scambiare il pagamento del canone di locazione con la rata del mutuo.

Figura 3

Numero di compravendite di abitazioni



(*) Stima.

Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Agenzia del Territorio e Ministero dell'Interno.

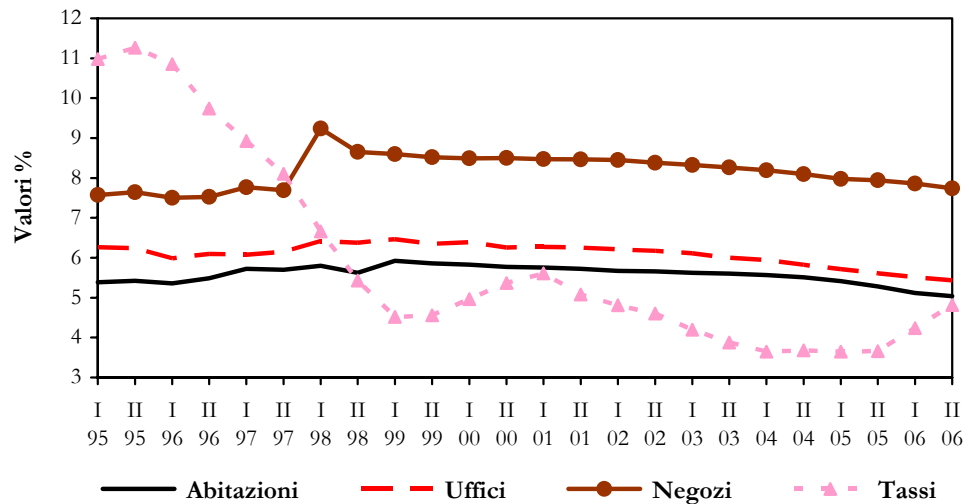
Infatti, mentre la tendenza alla riduzione dei tassi di rendimento dell'investimento immobiliare è stata piuttosto lenta e non tale da ribaltare il rapporto di convenienza rispetto alla dinamica dei tassi di interesse che, calano bruscamente alla fine degli anni '90, scendendo sotto i rendimenti degli im-

¹ Si veda: Assofin, CRIF, Prometeia, *Osservatorio sulle carte di credito*, n. 4, settembre 2006.

bili, misurati dal rapporto percentuale fra canone di locazione e prezzo, per poi risalire, ma non tanto da superare i livelli dei rendimenti stessi.

Figura 4

Tassi alle famiglie e rendimenti medi lordi da locazione di immobili
(valori %)



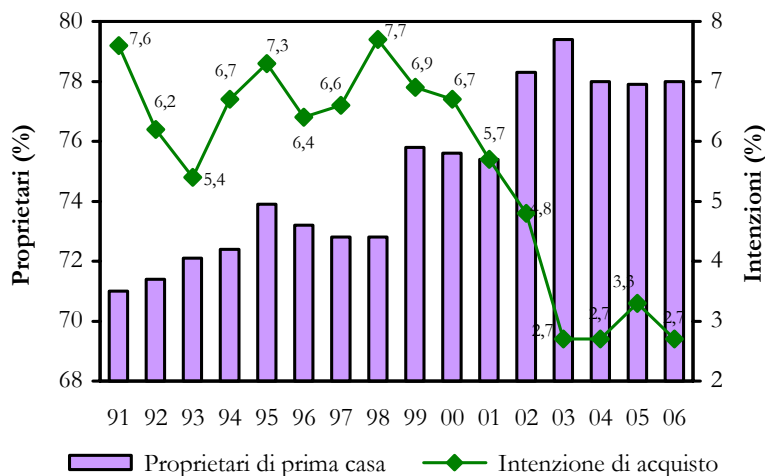
Fonte: Nomisma e Banca d'Italia.

Che sia diffusa la percezione delle famiglie che l'investimento in abitazioni sia ancora interessante, nonostante l'aumento dei prezzi degli ultimi anni, è testimoniato, oltre che dai comportamenti concreti, anche dai giudizi da loro espressi e raccolti da diverse fonti, riassumibili nella valutazione diffusa che l'investimento in immobili sia il "più sicuro" ed il "più conveniente", combinando così due classiche motivazioni di base.

Certamente la riduzione della forbice della convenienza (e il contemporaneo soddisfacimento del desiderio di proprietà attraverso l'acquisto) hanno ridotto sensibilmente il numero di famiglie che esprimono l'intenzione di acquistare la casa. Inoltre, da un paio d'anni, il forte incremento di nuove famiglie spesso con condizioni reddituali/patrimoniali *non prime*, ha fatto sì che la quota di famiglie proprietarie sia rimasta invariata per il terzo anno consecutivo.

Figura 5

Proprietari di casa e propensione all'acquisto nei prossimi 2 anni



Fonte: Nomisma su dati BNL-Centro Einaudi e ISAE.

Tavola 4

13 grandi aree urbane – Canoni mensili x 100 mq pdi abitazioni usate in periferia, II semestre 2006
(Euro al mese)

	Min	Max	Media
Bari	629	804	716
Bologna	771	932	851
Cagliari	527	678	602
Catania	429	533	481
Firenze	913	1.220	1.066
Genova	503	701	602
Milano	884	1.167	1.026
Napoli	626	833	730
Padova	649	790	719
Palermo	465	577	521
Roma	1.068	1.409	1.239
Torino	534	701	618
Venezia c	958	1.250	1.104
Venezia t	632	804	718
<i>Media 13</i>	<i>685</i>	<i>886</i>	<i>785</i>

Fonte: Nomisma.

Restano però elevati i numeri di compravendite, dovuti sia all'acquisto di prime case che di case di vacanza che, ancora, di case per l'investimento; la motivazione sottostante è possibile verificarla confrontando il costo medio per un mutuo con il canone di locazione medio per una unità immobiliare "standard"

in una città di dimensione media.

Secondo le nostre stime, una delle più frequenti tipologie di mutuo si dovrebbe aggirare sui 123 mila euro per una durata trentennale e a tasso di interesse fisso. La sua rata calcolata al tasso di mercato normale ammonterebbe oggi a circa 677 euro, ovvero sarebbe sostanzialmente inferiore o equivalente al canone di locazione di una abitazione usata di circa 90-100 mq localizzata in zona semi-centrale o periferica di buona parte delle città italiane.

Non solo l'allungamento della durata dei mutui ma, anche, l'accresciuto *loan to value*, oltre che le formule *tailored* sulle esigenze dei diversi acquirenti hanno consentito di contrastare l'erosione del vantaggio della proprietà che i prezzi degli immobili crescenti hanno significato. La nuova domanda di abitazioni, peraltro, è sempre più guidata dalla richiesta di qualità edilizia ed urbanistica mentre l'offerta da tale punto di vista non si può dire sia adeguata essendo per lo più connotata sotto il profilo quantitativo piuttosto che sotto quello qualitativo.

L'offerta effettiva è quindi meno ampia, nella percezione degli acquirenti, di come possa apparire e anche la nuova produzione, aumentata significativamente dopo il 2000, ha dimensioni che, a parte qualche locale squilibrio territoriale, sembrano alla portata della domanda potenziale.

La conseguenza è quindi che ancora nell'ultimo anno i prezzi delle case hanno tenuto, anzi registrano ovunque leggeri incrementi. Naturalmente sono ormai alle spalle gli anni di aumenti a due cifre e oggi la prospettiva più condivisa sembra essere nel senso di una stabilizzazione sui livelli raggiunti.

Tavola 5

**Variazioni percentuali annue dei prezzi correnti di abitazioni usate,
anno 2006**

Anni	13 grandi aree	13 città intermedie
2002	9,7	6,7
2003	10,6	8,2
2004	9,7	7,9
2005	7,3	7,3
2006	6,2	6,9

Fonte: Nomisma.

2. La congiuntura immobiliare nelle grandi aree urbane e nelle città intermedie

L'analisi che segue prende a riferimento i risultati delle indagini sui testimoni privilegiati del mercato immobiliare da noi condotte nel corso del 2006 con riferimento ai mercati delle 13 aree urbane più grandi² e la più recente indagine, svolta nel febbraio 2007, nelle 13 città intermedie³. Queste ultime rappresentano appena il 7% del mercato residenziale italiano e costituiscono un campione rappresentativo della categoria dei mercati di provincia. Nell'insieme esse rappresentano una proxy del mercato immobiliare italiano nella sua interezza. Un indicatore per tutti: la variazione dei prezzi delle abitazioni negli ultimi 8 anni: in Italia in tale periodo i prezzi sono cresciuti in termini reali del 40,3% in linea con la crescita dei mercati intermedi (39,5%), mentre nelle grandi aree urbane la variazione dei prezzi è salita al 57,9%.

Mercato della proprietà

A consuntivo del 2006 il mercato immobiliare italiano, rappresentato dai due aggregati dei mercati delle 13 maggiori aree urbane e delle 13 città intermedie, mostra una certa stabilità nelle componenti di offerta e di domanda. Stabilità nelle grandi città che conferma una tendenziale debolezza iniziata nel 2005 e protrattasi nel 2006. Nelle 13 città intermedie, invece, il rallentamento si avverte per la prima volta nel 2006 soprattutto sul fronte degli scambi piuttosto che per i prezzi.

Più debole la congiuntura dei segmenti non residenziali.

<i>Abitazioni</i>	13 Grandi Aree urbane	13 Città Intermedie
OFFERTA	Stabile	Tende ad aumentare
DOMANDA	Stabile	Qualche segnale di indebolimento
COMPRAVENDITA	Crescono i giudizi di calo	Per la prima volta, dal 1997, prevalgono i giudizi di calo

Nel corso del 2006, fatto nuovo, la congiuntura immobiliare del segmento abitativo sembra essere più debole nei mercati delle città intermedie rispetto alle grandi aree urbane.

<i>Uffici</i>	13 Grandi Aree urbane	13 Città Intermedie
OFFERTA	Stabile	Crescono i giudizi di calo anche se prevale la stabilità
DOMANDA	Stabile con una quota crescente di giudizi di calo in corso dal 2004	Calo
COMPRAVENDITA	Stabile con una quota crescente di giudizi di calo in corso dal 2004	Calo

² Le 13 grandi aree urbane sono: Bari, Bologna, Cagliari, Catania, Firenze, Genova, Milano, Napoli, Padova, Palermo, Roma, Torino e Venezia.

³ Le 13 città intermedie sono Ancona, Bergamo, Brescia, Livorno, Messina, Modena, Novara, Parma, Perugia, Salerno, Taranto, Trieste e Verona.

Sempre nel corso del 2006 anche la congiuntura del mercato degli uffici delle città intermedie è decisamente più debole rispetto alle grandi aree urbane.

<i>Negozi</i>	13 Grandi Aree urbane	13 Città Intermedie
OFFERTA	Stabile	Stabile
DOMANDA	Stabile	Stabile
COMPRAVENDITA	Stabile	Stabile

Mercati stabili anche se cresce la quota dei giudizi di calo in corrispondenza delle quantità compravendute, sia nelle città intermedie che nelle grandi aree urbane.

<i>Capannoni</i>	13 Grandi Aree urbane	13 Città Intermedie
OFFERTA	Giudizi equiripartiti tra stabilità e calo	Stabile
DOMANDA	Giudizi equiripartiti tra stabilità e calo	Stabile
COMPRAVENDITA	Giudizi equiripartiti tra stabilità e calo	Stabile

La congiuntura riflessiva del mercato dei capannoni si è manifestata già nel 2004 nelle grandi aree urbane mentre nei mercati intermedi risale al 2005 quell'indebolimento che si protrae nel 2006.

<i>Posti auto</i>	13 Grandi Aree urbane	13 Città Intermedie
OFFERTA	Cresce	Stabile
DOMANDA	Cresce	Cresce
COMPRAVENDITA	Stabile	Stabile

Domanda in crescita per entrambe le tipologie urbane e mercato nel complesso stabile.

Mercato della locazione A consuntivo del 2006 il mercato della locazione presenta maggiori analogie tra i due aggregati urbani rispetto a quanto segnalato per il mercato della proprietà. La domanda difficilmente trova soddisfazione nelle quantità e nella qualità dell'offerta e i **canoni rallentano nella crescita di più di quanto non accada per i prezzi.**

<i>Abitazioni</i>	13 Grandi Aree urbane	13 Città Intermedie
Aumenta la domanda, si indebolisce l'offerta e rimangono invariati i contratti.		

<i>Uffici</i>	13 Grandi Aree urbane	13 Città Intermedie
Offerta in crescita, domanda e contratti in calo.		
<i>Negozi</i>	13 Grandi Aree urbane	13 Città Intermedie
Stabilità su tutti i fronti.		
<i>Capannoni</i>	13 Grandi Aree urbane	13 Città Intermedie
	Stabilità delle locazioni (anche se aumentano i giudizi di calo.	Calo delle locazioni.
<i>Posti auto</i>	13 Grandi Aree urbane	13 Città Intermedie
Stabilità su tutti i fronti.		

I prezzi

L'intensità delle variazioni dei prezzi degli immobili, nelle fasi espansive del ciclo, è maggiore nelle grandi aree urbane rispetto alle città intermedie mentre sono i mercati di provincia, quelli che sostengono il mercato nazionale nelle fasi riflesse, che presentano incrementi superiori a quelli che si registrano nei maggiori mercati.

Nel 2006 si conferma la dinamicità dei maggiori mercati urbani con incrementi di intensità superiore a quelli registrati nei mercati di provincia anche se, va precisato, si tratta di intensità decrescenti a partire dal 2005 per i maggiori mercati ma non per quelli intermedi.

Tavola 6

**Italia – Variazioni dei prezzi degli immobili negli ultimi 8 anni
(1999-2007)
(valori %)**

	Nominali	Reali
13 grandi aree urbane	87,5	57,9
13 città intermedie	65,6	39,5
Italia	66,6	40,3
Italia senza le 26 città Nomisma ^(*)	61,7	36,2

(*) Elaborazioni Nomisma su dati Consulente Immobiliare.

Fonte: Nomisma.

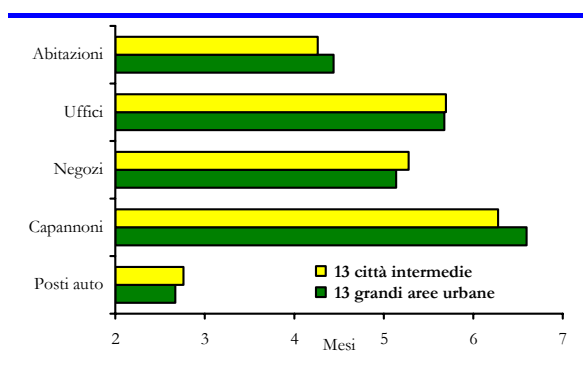
I tempi medi di vendita e di locazione

I tempi medi di vendita sono allineati nelle grandi aree a quelli delle città intermedie e subiscono, in media, un leggero allungamento rispetto ad un anno fa. Per le abitazioni occorrono in media 4,3-4,4 mesi per essere vendute, per gli uffici 5,7 mesi, per i negozi 5,1-5,3 mesi, per i capannoni 6,3-6,6 mesi e infine per i posti auto 2,7-2,8 mesi.

I tempi per locare un immobile sono anch'essi simili nei diversi mercati e sono via via crescenti, passando dagli spazi per parcheggio (2,3-2,8 mesi) alle abitazioni (2,5-2,8 mesi), le due tipologie che si locano più velocemente, ai capannoni industriali, che richiedono tempi più lunghi (5,2-5,6 mesi). Vale la pena comunque ricordare che i tempi medi di locazione di abitazioni, uffici e negozi nelle 13 città intermedie, nei primi anni del 2000, erano piuttosto bassi e che, nel corso del 2006, si sono allineati a quelli registrati nei maggiori mercati.

Figura 6

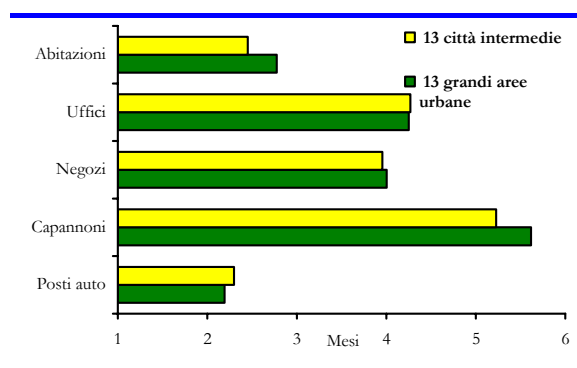
Tempi medi di vendita a fine 2006
(in mesi)



Fonte: Nomisma.

Figura 7

Tempi medi di locazione a fine 2006
(in mesi)



Fonte: Nomisma.

I rendimenti

Non sono significative le differenze tra i mercati in termini di rendimenti lordi da locazione. L'unica eccezione la fa il segmento degli uffici con valori superiori dei maggiori mercati, solitamente di 0,5-1 punti percentuali (nel 2006 rispettivamente del 5,4% e 5%).

Tavola 7

Rendimento da locazione medio lordo
(valori %)

	13 grandi aree urbane	13 città intermedie
Abitazioni	5,0	5,1
Uffici	5,4	5,0
Negozi	7,7	7,6
Capannoni industriali	7,7	7,5
Box	6,2	6,2

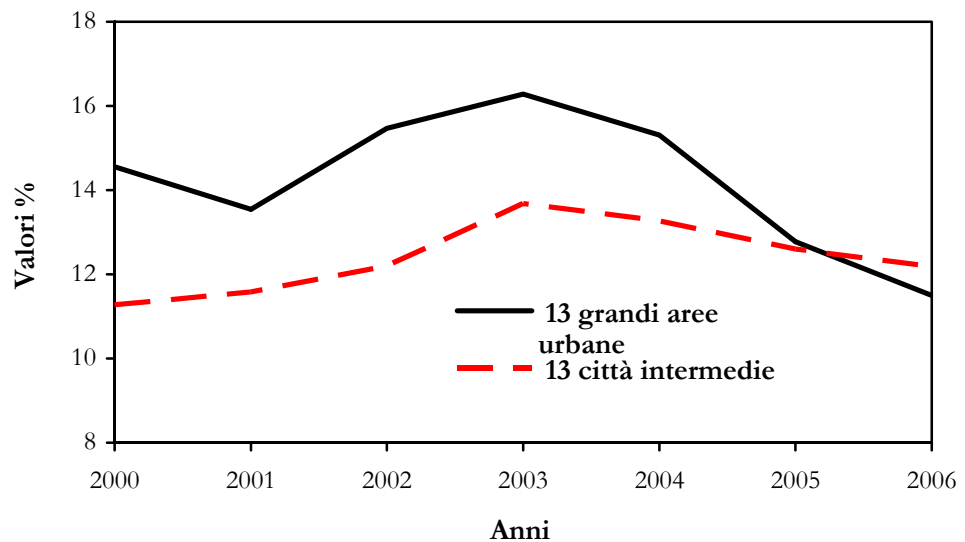
Fonte: Nomisma.

Per gli altri segmenti dei mercati intermedi il rendimento si attesta attorno al 5% per le abitazioni, 7,6% per i negozi e 6,2% per i box auto.

Il rendimento totale (*Total Return*) garantito dalle abitazioni si è spostato nel 2006 a favore dei mercati intermedi che, per la prima volta, superano le grandi città e dopo che nel corso del 2005 i rendimenti totali si erano eguagliati. Grandi e piccole città vedono comunque declinare progressivamente il *total return* delle abitazioni ed analogamente anche delle altre tipologie immobiliari a partire dal 2003.

Figura 8

Total return di abitazioni usate



Fonte: Nomisma.

Proiezioni per il 2007

Le previsioni qualitative espresse dagli operatori immobiliari locali per il 2007 confermano i giudizi espressi a consuntivo che si possono riassumere in un "peggioramento" della congiuntura immobiliare percepita, soprattutto sul fronte dei volumi scambiati mentre ricorrente è la previsione di stabilità per i valori.

<i>Abitazioni</i>	13 Aree urbane	13 Città intermedie
COMPRAVENDITE	Stabili (crescono i giudizi di calo)	Calo compravendite (prima volta dal '92)
PREZZI	Stabili (crescono i giudizi di calo)	Stabili (crescono i giudizi di calo)
LOCAZIONI	Stabili (crescono i giudizi di calo)	Stabili
CANONI	Stabili o in calo	Stabili o in calo

Previsioni univoche nel senso che prevalgono giudizi di stabilità dei mercati e, in parallelo, aumenta la quota di coloro che prevedono un calo generalizzato sia sul fronte degli acquisti che delle locazioni.

<i>Uffici</i>	13 Aree urbane	13 Città intermedie
COMPRAVENDITE	Stabili	Stabili o in calo
PREZZI	Stabili	Stabili o in calo
LOCAZIONI	Stabili	Stabili
CANONI	Stabili	Stabili o in calo

Mentre nei mercati intermedi le previsioni si distribuiscono tra stabilità e flessione, per il secondo anno consecutivo nei maggiori mercati prevale la stabilità.

<i>Negozi</i>	13 Aree urbane	13 Città intermedie
COMPRAVENDITE	Stabili	Stabili
PREZZI	Stabili	Stabili
LOCAZIONI	Stabili	Stabili
CANONI	Stabili	Stabili

Previsioni di stabilità per un segmento, quello dei negozi, che soffre già da tempo di una congiuntura debole, connotata da pochi contratti e da una scarsa domanda.

<i>Capannoni</i>	13 Aree urbane	13 Città intermedie
COMPRAVENDITE	Stabili	Stabili o in calo
PREZZI	Stabili	Stabili o in calo
LOCAZIONI	Stabili	Stabili o in calo
CANONI	Stabili	Stabili o in calo

Mercati stabili in prospettiva o in calo quelli intermedi analogamente a quanto previsto nel 2005.

Posti auto Mercati stabili. Nel tempo si è erosa progressivamente la quota di previsioni di aumento dei volumi (sia nelle 13 grandi aree che nelle 13 intermedie).

**FOCUS SUL MERCATO DELLA CASA PER POPOLAZIONI STRANIERE
NELLE 13 CITTA' INTERMEDIE**

La stima elaborata sulla dimensione del mercato residenziale che vede come controparte un extracomunitario nelle 13 città intermedie è del 10% nel segmento della proprietà e sale al 23,5% in quello delle locazioni.

La variabilità tra i mercati è alta ed è funzione di una serie di fattori tra cui l'incidenza della componente straniera sulla popolazione residente, il livello di integrazione e i ricongiungimenti familiari. Si passa quindi dal 28,6 % della quota del mercato delle compravendite di Ancona al 3,7-3,8% di Livorno e Messina. Sul fronte delle locazioni, si confermano Novara (con una percentuale prossima al 50%) per scendere all'8,6% di Messina.

Nel segmento dei negozi appartiene a extracomunitari il 7,1% del mercato della proprietà ed il 15,6% del mercato delle locazioni.

Tavola 8

**Caratteristiche più frequenti delle abitazioni acquistate o prese
in locazione dalla popolazione straniera**

	Acquistate	Locate
Stato di conservazione	Usato e da ristrutturare (circa 95%)	Usato (96,3%)
Dimensioni	60-80 mq (53,8%)	60-80 mq (52,2%)
Localizzazione	Periferia (74,6%)	Periferia (68,8%)
Presenza di parcheggio	Senza posto auto	Senza posto auto

Fonte: Nomisma.

La tipologia più frequentemente compravenduta appartiene alla fascia medio-bassa del mercato: abitazione usata o da ristrutturare, di 60-80 mq (53,8% del mercato) o di 80-100 mq (26,6%), senza posto auto, localizzate in periferia (74,6%). Nel segmento locativo si ritrovano anche abitazioni centrali a differenza di quello delle compravendite.

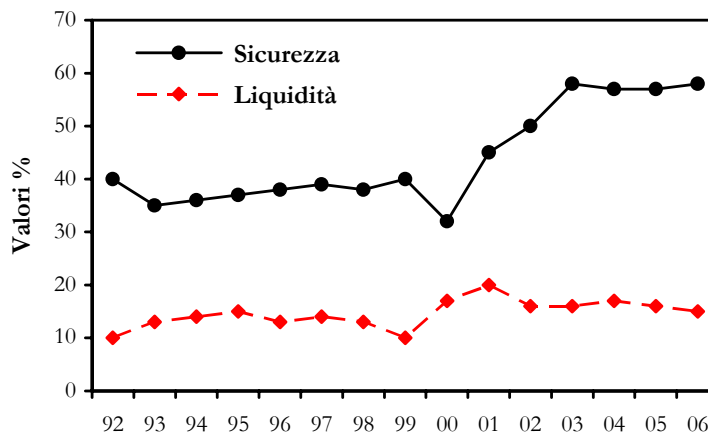
Pertanto la parte di più elevata presenza extracomunitaria è nei comuni di ancor più piccola taglia e con i prezzi ed i canoni di locazione più bassi. In qualche modo si assiste in questo caso ad un fenomeno di sostituzione della domanda dei cittadini italiani con quella degli extracomunitari che si rivolge verso le abitazioni di minor valore unitario, fenomeno che letteratura anglosassone o nota come *filtering-down*.

3. L'indebitamento delle famiglie

La propensione all'investimento in abitazioni

Figura 9

Priorità nelle scelte di investimento
(*primo posto*)



Fonte: BNL-Centro Einaudi.

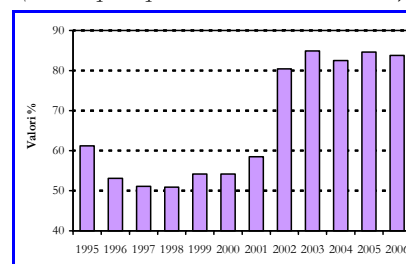
La sicurezza si conferma come la motivazione principale nelle scelte di investimento delle famiglie successivamente alla caduta dei mercati azionari del 2001-2002.

L'investimento in immobili è considerato:

- ◆ l'investimento più sicuro per l'83,8% degli italiani (il massimo storico è stato raggiunto nel 2003, con l'84,9% delle opinioni);

Figura 10a

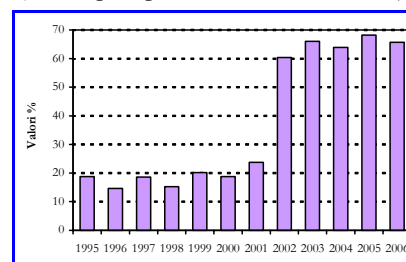
Gli immobili sono l'investimento più sicuro
(% di risposte positive sul totale intervistati)



- ◆ l'investimento migliore (91,1%) rispetto a quello dei fondi comuni (58,1%) e delle azioni (47,6%);

Figura 10b

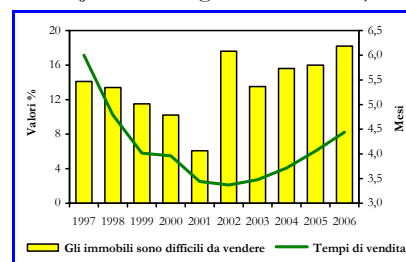
Gli immobili sono il miglior investimento possibile
(% di risposte positive sul totale intervistati)



- ◆ un investimento che fatica a trasformarsi in liquidità (giudizio in crescita dal 1997, che raggiunge quota 18,2% nel 2006);

Figura 10c

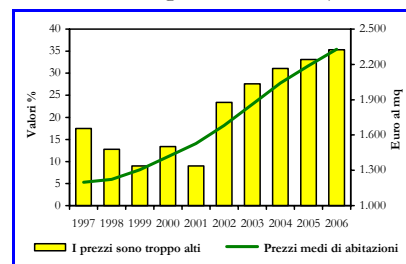
Gli immobili sono difficili da vendere se si ha bisogno di liquidità
 (% di risposte positive sul totale intervistati confrontate con tempi medi di vendita di abitazione nelle 13 grandi aree urbane)



- ◆ un investimento per molti poco accessibile per l'alto livello raggiunto dai prezzi (il 35,5% degli intervistati).

Figura 10d

I prezzi degli immobili sono considerati troppo alti
 (% di risposte positive sul totale intervistati confrontate con prezzi medi di abitazioni nelle 13 grandi aree urbane)



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati BNL-Centro Einaudi e Nomisma.

Il credito alle famiglie per l'acquisto dell'abitazione

Nel 2006, il numero di finanziamenti concessi alle famiglie per l'acquisto di un'abitazione ha oltrepassato le 500 mila unità, mostrando una crescita rispetto al dato dell'anno precedente di 4,4 punti percentuali. Il ricorso al credito appare di conseguenza maggiore che in passato (circa il 58% delle compravendite risulta sostenuto dall'accensione di un mutuo), considerato il minor incremento rilevato in corrispondenza dei volumi scambiati sul mercato residenziale.

Riguardo alle caratteristiche dei finanziamenti, dalle statistiche creditizie europee si evince una crescita delle erogazioni a tassi fissi in Italia maggiore di quella osservata nell'area euro e, precisamente, un punto percentuale in più rispetto allo 0,6% europeo (il tasso risulta del 5,2% al netto delle spese accessorie, in Italia, contro il 4,5% nell'area euro; è peraltro noto che nel nostro paese i tassi di interesse variano in misura consistente sul territorio crescendo dal Nord verso il Sud).

Nonostante ciò, i continui rialzi dei tassi e il conseguente effetto psicologico sulle scelte delle famiglie, hanno determinato uno spostamento delle preferenze verso finanziamenti basati su tipologie di rimborso a tasso fisso, in grado di garantire una maggior sicurezza rispetto alle politiche monetarie future.

Tavola 9

Serie storica del numero di mutui erogati

	Numero mutui erogati	Numero compravendite	% compravendite effettuate tramite ricorso al mutuo
2001	423.967	681.264	62,2
2002	399.931	761.522	52,5
2003	441.478	762.086	57,9
2004	470.237	804.126	58,5
2005	481.542	833.350	57,8
2006(*)	502.669	868.183	57,9

(*) Stime su dati provvisori.

Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia, Agenzia del Territorio e Consulente Immobiliare.

La minor dinamica espansiva dei valori ha inoltre provocato, secondo i dati forniti dalla Banca d'Italia a settembre 2006, un significativo rallentamento nella crescita dei volumi richiesti a sostegno sia dell'acquisto dell'abitazione (+8,3% annuo, nel terzo trimestre del 2006 e +25% annuo nel primo trimestre del 2006) sia per finanziare le nuove costruzioni (+8,4% annuo nel terzo trimestre 2006 e +24% annuo nel primo trimestre 2006).

Tavola 10

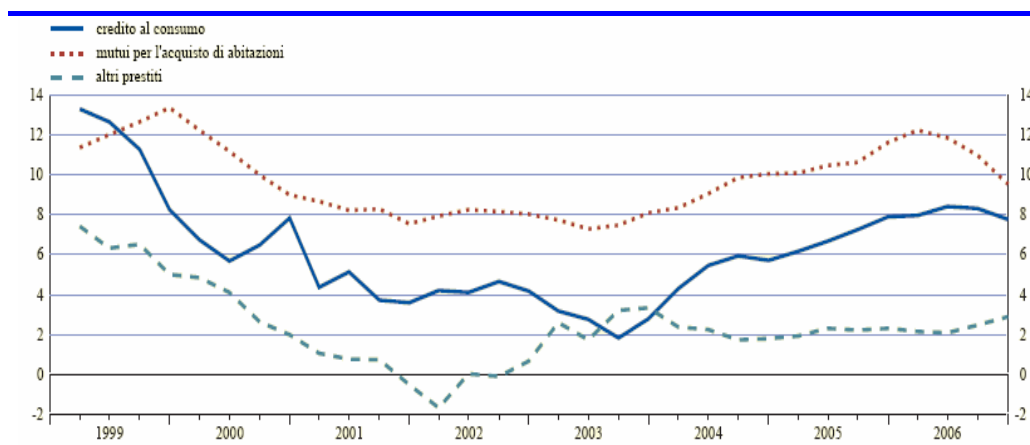
**Mutui erogati per l'acquisto e la costruzione di immobili
nei primi tre trimestri del 2006**
(variazioni % annue, stesso periodo anno precedente)

	Acquisto immobili		Costruzione immobili	
	Totali	di cui abitazione	Totali	di cui abitazione
Primo trimestre 2006	25,0	25,0	17,3	24,1
Secondo trimestre 2006	28,5	17,0	9,3	13,3
Terzo trimestre 2006	7,2	8,3	5,7	8,4

Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia.

Figura 11

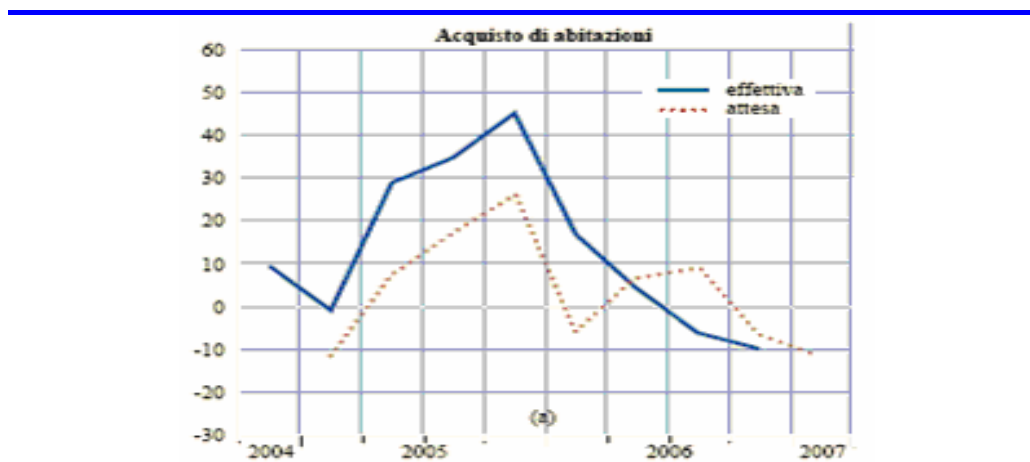
Prestiti alle famiglie nei Paesi dell'area Euro
(variazioni percentuali nel periodo corrispondente)



Fonte: BCE; *Bollettino mensile*, Marzo 2007.

Figura 12

Variazione nella domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo da parte delle famiglie nei Paesi dell'area Euro
(saldi percentuali)



Nota: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole incremento” e “hanno registrato un moderato incremento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato una notevole contrazione e” hanno registrato una moderato contrazione”. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine: ad es. i valori per il primo trimestre 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di gennaio 2007.

Fonte: BCE; *Bollettino mensile*, Febbraio 2007.

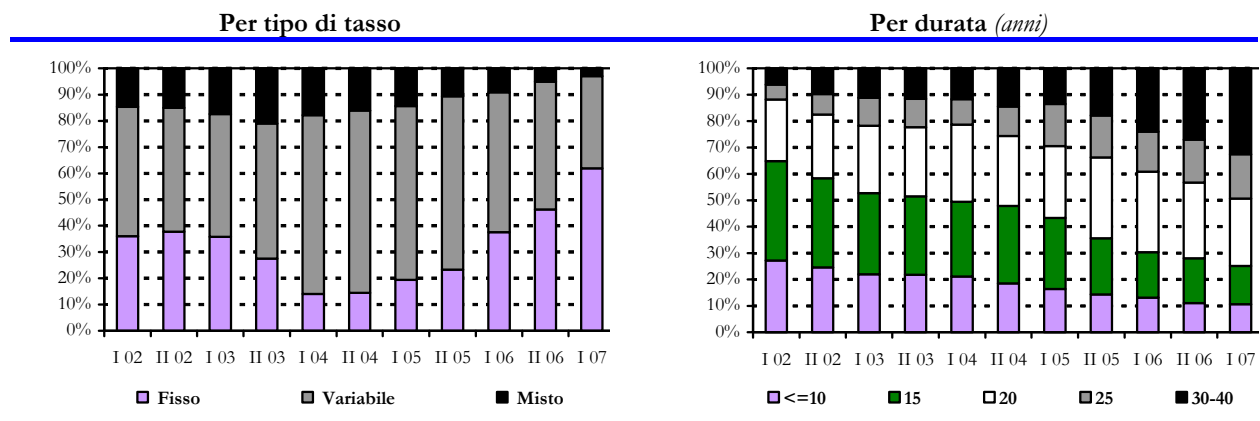
Tale rallentamento è un fenomeno che ha investito, in media, tutta l’area euro e sul quale ha influito, in parte, l’effetto sulle consistenze delle operazioni di cartolarizzazione, in parte, la minore crescita dei valori immobiliari e il rialzo dei tassi di

interesse e, infine, il lieve peggioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali (esito dell'indagine⁴ condotta dalla BCE).

I dati più aggiornati, relativi al quarto trimestre 2006, indicano, per l'intera area euro, una domanda netta di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni⁵, negativa, che consolida il calo dei trimestri precedenti e raggiunge il livello più basso dall'aprile del 2003 e ciò si è riscontrato in tutti i maggiori paesi. In prospettiva le banche prevedono il persistere di una domanda netta negativa anche nel primo trimestre del 2007 e, contestualmente, di mantenere invariati i criteri applicati alle concessioni di mutui.

Figura 13

Distribuzione dei mutui erogati



Fonte: Elaborazione Nomisma su dati MutuiOnline.

L'osservatorio MutuiOnline fornisce ulteriori informazioni relativamente al mercato dei mutui nei primi mesi del 2007 desunte dalla propria attività di broker del credito:

- ◆ la maggior parte dei mutui viene erogato a tasso fisso (62%; si tratta del valore più alto dell'ultimo quinquennio se si considera che solo tre anni fa, tale percentuale si attestava sul 14% e la parte del leone era svolta dai finanziamenti a tasso variabile – 68% -);
- ◆ progressivo allungamento della durata media dei mutui con la sola fascia di quelli ultra venticinquennali che pesa ormai per il 50% dei mutui;
- ◆ forte crescita delle richieste di mutui di sostituzione, che rappresentano l'11% delle richieste di mutuo del 2007;
- ◆ nei primi mesi del 2007 risulta inoltre stabile l'importo medio erogato che supera di poco i 123.000 Euro;
- ◆ cresce la concorrenza tra le banche molte delle quali hanno esteso al tasso fis-

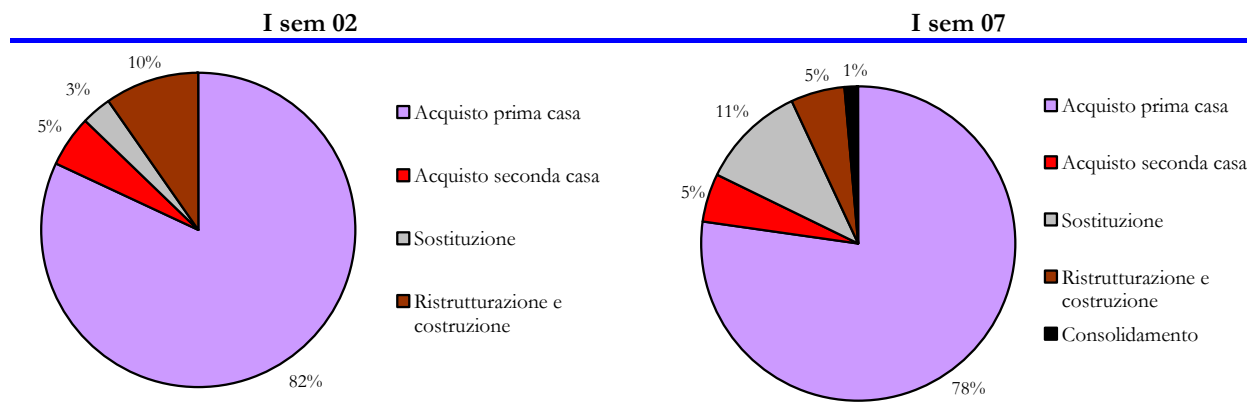
⁴ Dal gennaio del 2003 le banche centrali dei paesi dell'area dell'euro, in collaborazione con la Banca Centrale Europea, conducono trimestralmente un'indagine campionaria sul credito bancario (Bank Lending Survey) rivolta ai responsabili del credito di più di 80 banche. L'indagine contiene indicazioni di carattere qualitativo riguardanti i criteri di concessione dei prestiti e le determinanti della domanda di credito. In Italia la rilevazione viene condotta presso sette gruppi bancari ai quali è riconducibile il 52 per cento dei prestiti complessivi.

⁵ La stima della domanda netta di mutui è stata elaborata con la metodologia espressa nella nota alla figura 12.

so le politiche di riduzione degli *spread*.

Figura 14

Distribuzione delle richieste di mutui per finalità



Fonte: Elaborazione Nomisma su dati Mutuonline.

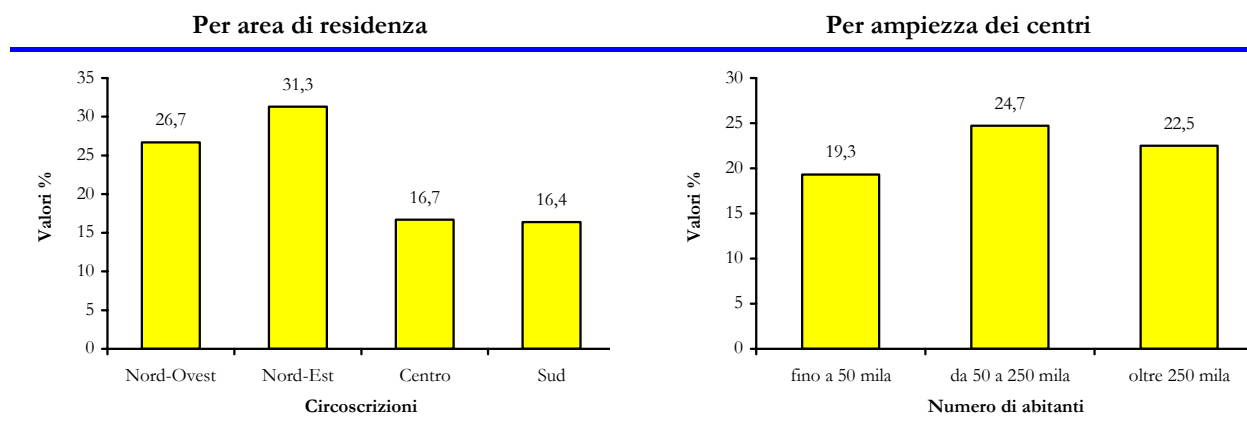
In merito al comportamento delle famiglie sulla propensione ad accendere un mutuo per finanziare l'acquisto della casa, dal Rapporto 2006 di BNL e Centro Einaudi risulta quanto segue:

- il 21,3% delle famiglie italiane ha in corso un mutuo;
- il 17,6% lo ha stipulato per acquistare la prima casa;
- circa il 60% delle famiglie con un mutuo a carico è residente nel Nord Italia;
- sono le famiglie residenti nei comuni di media dimensione (50.000–250.000 abitanti) quelle più indebitate;
- all'aumentare del reddito cresce la percentuale di famiglie con un mutuo in corso ed anche il livello di soddisfazione per l'importo erogato e per il limitato tempo di attesa.

Figura 15

La diffusione del mutuo nelle diverse categorie di risparmiatori

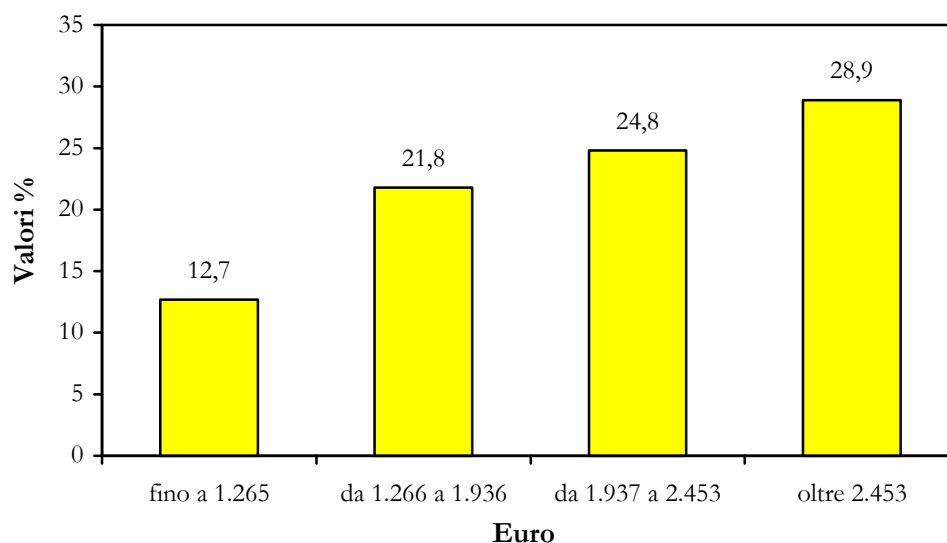
(valori % sul totale degli intervistati appartenenti a ciascuna categoria)



Fonte: Elaborazione Nomisma su dati BNL/Centro Einaudi, 2006.

Figura 16

La concessione del mutuo in funzione della variabile reddito
(valori % sul totale dei mutuatari per classe di reddito mensile)



Fonte: Elaborazione Nomisma su dati BNL/Centro Einaudi, 2006.

4. Il leasing immobiliare

Anche nel corso del 2006 il comparto del leasing ha mostrato un'ulteriore crescita che lo ha portato a superare i 48 miliardi di Euro di stipulato, mettendo a segno, un incremento annuo dell'8,7%.

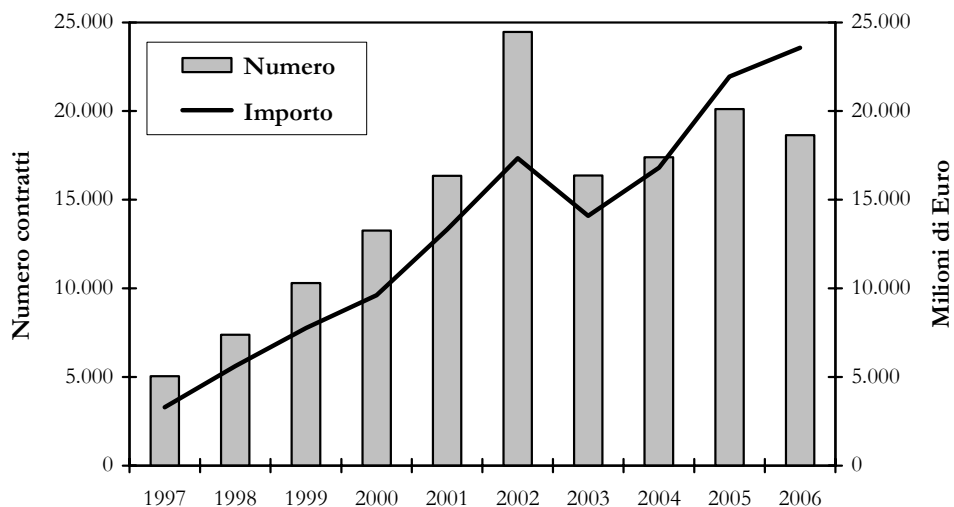
Il leasing immobiliare, con i suoi 23,6 miliardi di Euro di stipulato nel corso del 2006, rappresenta ben il 49% sul totale del mercato confermando ancora una volta la propria rilevanza rispetto alla locazione finanziaria nel complesso.

Nel corso del 2006 il leasing immobiliare è aumentato del 7,3%, una crescita piuttosto sostenuta, ma inferiore a quella, sempre a due cifre, registrata negli ultimi anni.

Tale risultato è comunque sorprendente e va letto in termini positivi poiché si è riuscita a recuperare la brusca frenata registrata fra luglio e settembre in corrispondenza del clima di incertezza all'indomani della emanazione della prima versione del decreto n. 223/2006 (decreto Bersani-Visco) che prevedeva una pesante tassazione indiretta delle compravendite immobiliari e dei contratti di leasing sugli immobili. Dopo la conversione in legge (legge 248/2006), contenente alcuni importanti correttivi per il mercato del leasing, quest'ultimo ha reagito prontamente riguadagnando in buona parte il tempo ed il terreno perduto nella pausa estiva.

Figura 17

Evoluzione del leasing immobiliare in Italia – Numero di contratti e valore dello stipulato



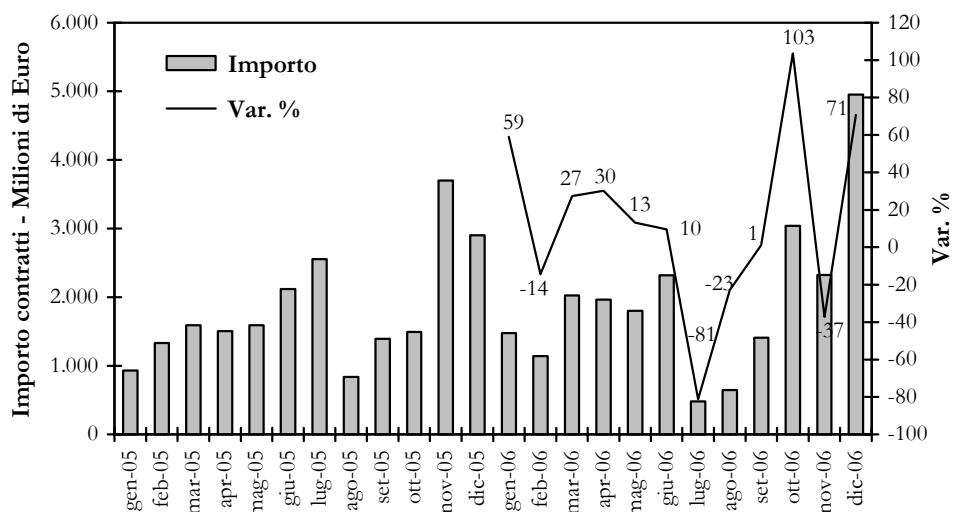
Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Assilea.

Alla dinamica positiva del comparto ha contribuito significativamente lo stipulato di fascia più alta (importi unitari dei contratti superiori ai 2,5 milioni di Euro) sia in relazione al sub-segmento degli immobili da costruire che di quelli costruiti.

Se lo stipulato è cresciuto del 7,3%, il numero di contratti è addirittura calato (-7,3%). Ciò ha determinato un innalzamento importante dell'importo medio dei contratti ora posizionato su 1,3 milioni di Euro.

Figura 18

Il valore del leasing immobiliare stipulato su base mensile e variazioni di periodo



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Assilea.

5. Il Real Estate quotato

Le società di investimento immobiliare quotate in Europa ed USA

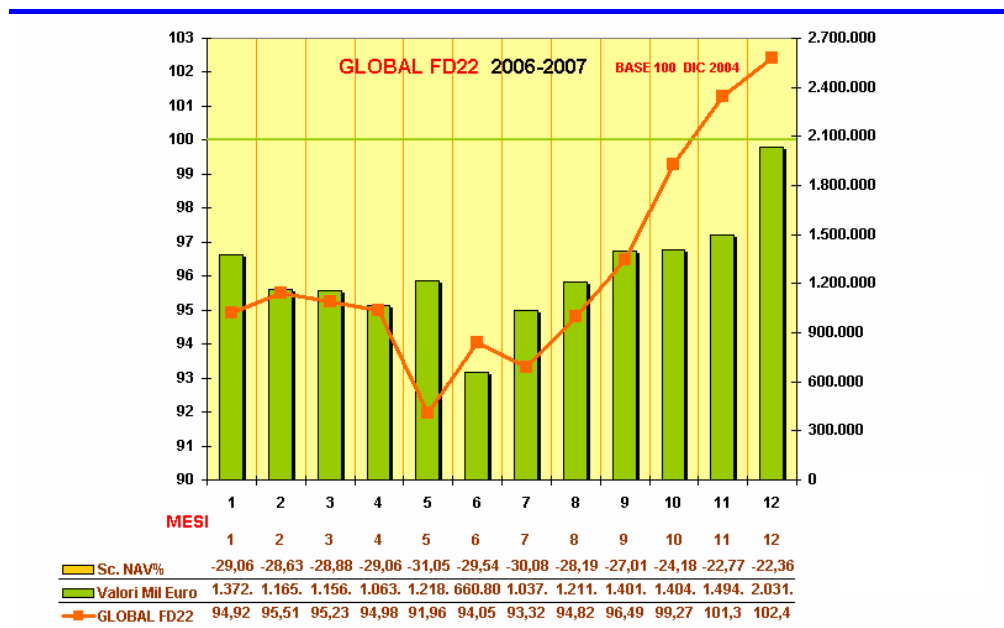
Il comparto della finanza immobiliare evidenzia, da qualche anno, una notevole esuberanza. Si avverte, cioè, il significativo interesse degli investitori (*retail* ed istituzionali) verso forme di allocazione del risparmio che concilino la fungibilità e la trasparenza degli strumenti finanziari con la redditività e il profilo di rischio contenuto, tipiche degli investimenti immobiliari, caratterizzate da neutralità/trasparenza fiscale in quanto tassate a livello degli investitori/quotisti, in corrispondenza della distribuzione dei proventi.

La tendenza negli altri Paesi membri U.E. (tra cui Belgio, Olanda, Francia, Regno Unito, Germania e Spagna) è stata quella di assecondare la spinta del mercato, introducendo nuovi veicoli di investimento finanziario-immobiliare, i cosiddetti *Real Estate Investment Trusts (REITs)*. Si tratta di veicoli caratterizzati da alto livello di liquidità, limitati oneri gestionali, notevole diversificazione degli investimenti (minimizzazione del rischio), meccanismi di *governance* societaria che consentono l'effettiva gestione diretta dei soci, trasparenza finanziaria e dell'assetto patrimoniale-societario mediante l'emersione delle plusvalenze latenti (tassate al momento della opzione d'ingresso nel *REIT*), con conseguente maggiore gettito erariale. Dal punto di vista dell'andamento di Borsa, tali strumenti hanno evidenziato un significativo affievolimento, se non addirittura annullamento, dello sconto sul *Nav*, che continua, invece, a caratterizzare i fondi immobiliari italiani. Nonostante l'ottimo andamento degli ultimi mesi, che ha permesso di recuperare pienamente il tracollo riconducibile alle misure di fiscalità immobiliare contenute nella manovra-*bis* (D.L. n. 223 del 4 luglio 2006), le quotazioni medie dei fondi nostrani approdati sul mercato si attestano ben al di sotto dei valori bilancio (-22,4%).

Alla base di tale sottovalutazione devono essere posti fattori quali l'orizzonte di lungo periodo degli investimenti e l'esiguità degli scambi, ma anche i legittimi dubbi circa la capacità di assorbimento di un'offerta, tanto ingente quanto scarsamente differenziata (territorialmente e tipologicamente), nei prossimi anni. Da questo punto di vista, l'ampliamento dimensionale in atto nel settore dei fondi non sembra fornire, di per sé, sufficienti garanzie in tal senso. Ecco, allora, che l'introduzione anche in Italia di un regime analogo a quello adottato dagli altri Paesi europei, sulla scorta dell'esperienza americana, contribuirebbe ad irrobustire la domanda d'investimento immobiliare, finendo indirettamente per agevolare anche i fondi immobiliari prossimi a scadenza.

Figura 19

Indice di Borsa dei fondi immobiliari italiani quotati (Global FD)



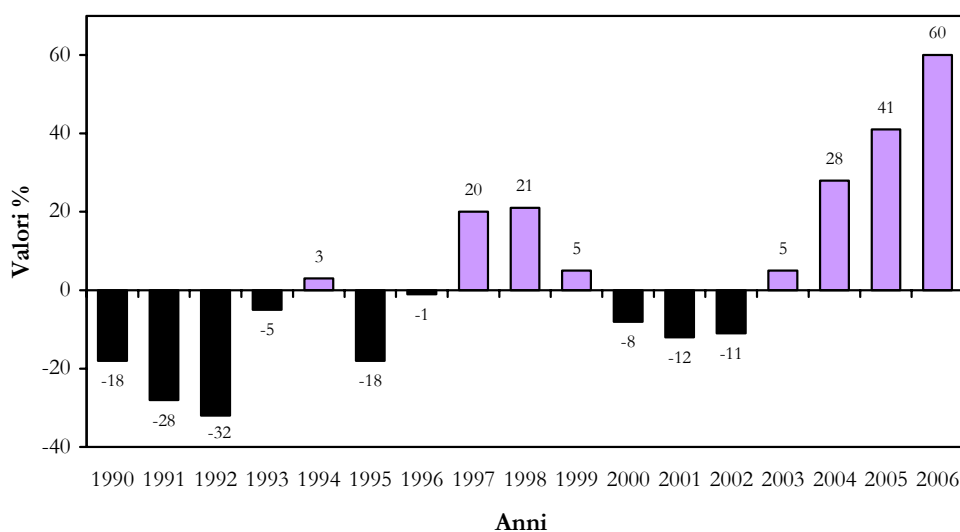
Fonte: Elaborazioni dati per Nomisma e Conferenza Permanente del Collegio degli Ingegneri e Architetti di Milano (a cura di L. Greppi).

Gli effetti positivi del sistema *REITs* o *SIIC* (per citare il caso francese a noi più prossimo) non si limitano, infatti, a quelli accennati. E' assodato che la quotazione in Borsa di veicoli societari comporti il miglioramento del mercato immobiliare, arrivando ad attenuarne perfino i peculiari effetti ciclici. Tale strumento di investimento rappresenta, poi, un'opportunità per i soggetti dotati di importanti portafogli immobiliari, come pure per lo Stato o per gli enti pubblici in riferimento alla dismissione di complessi patrimoniali in luogo delle ordinarie modalità sinora impiegate (fondi e cartolarizzazioni).

L'attribuzione di ingenti portafogli immobiliari a veicoli societari quotati presuppone, infatti, l'assenza di antinomia tra quotazioni di mercato e valori di bilancio. Anche da questo punto di vista il successo dell'esperienza francese risulta evidente, con apprezzamenti rispetto al NAV arrivati, nel 2006, a sfiorare addirittura il 60%. Si tratta di un livello, per certi versi, quasi preoccupante, che, tuttavia, testimonia l'entusiasmo che ha accompagnato la progressiva finanziarizzazione di un settore, altrimenti destinato inevitabilmente a fronteggiare problemi di liquidità.

Figura 20

Differenza tra quotazioni e valori di bilancio
(valori %)



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Société Générale.

Proprio tale dinamica induce a ritenere l'introduzione del regime SIIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotate) un elemento dirompente nel panorama dell'industria immobiliare italiana. Al di là del fatto che la mancata introduzione del regime *SIIC*, anche nel nostro paese, avrebbe spinto gli operatori a delocalizzare i propri investimenti o finanche la propria sede legale all'estero (Francia, Regno Unito, Germania e Spagna), per beneficiare delle rilevanti *performance* di siffatte strutture finanziario-immobiliari, occorre sottolineare lo stimolo che esso rappresenta nella direzione di una maggiore valorizzazione del comparto, sia in termini di efficienza che a livello di trasparenza complessiva.

Le property shares

Nonostante una dimensione complessiva della componente "commerciale" di poco inferiore ai 700 miliardi di Euro, l'immobiliare italiano continua ad essere caratterizzato dall'esiguità di strumenti di investimento efficienti, tanto per il mercato *retail* quanto per gli investitori istituzionali. Le società immobiliari quotate sono poche e la capitalizzazione complessiva, di poco inferiore agli 11 miliardi di Euro, rappresenta appena l'1,4% della capitalizzazione borsistica complessiva. Il boom recente, che ha portato l'indice di settore a raddoppiare il proprio valore in soli due anni e mezzo e a ridurre sensibilmente lo sconto sul NAV delle principali società quotate, non è comunque coinciso con l'approdo sul mercato di altre realtà, che evidentemente preferiscono una dimensione più contenuta, piuttosto che sottostare ai rigidi vincoli imposti dalla quotazione.

Tavola 11

**Performance 2006-2007 e capitalizzazione delle società immobiliari
quotate**

(valori in % e in milioni di Euro)

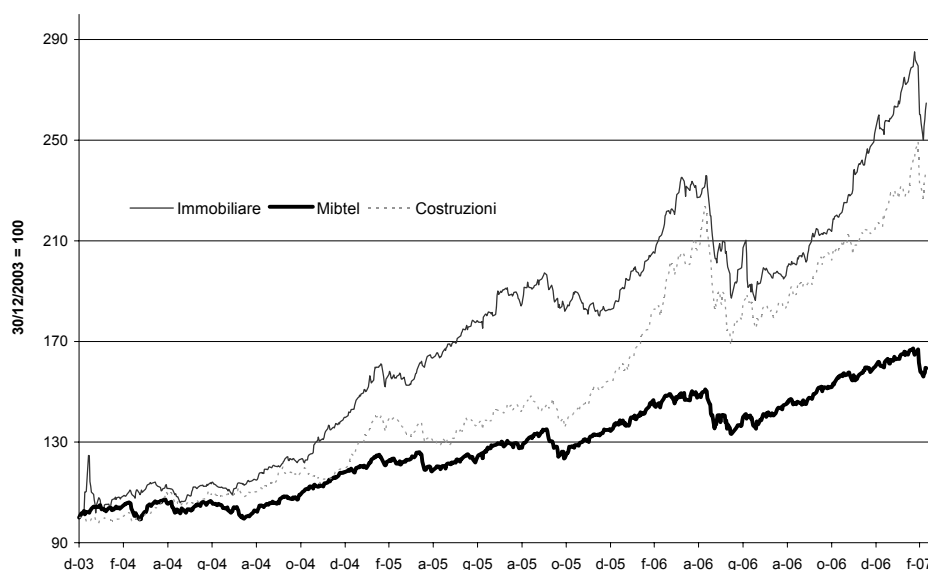
Società	Performance	Capitalizzazione
Aedes	21,5	676
Bastogi	2,8	191
Beni Stabili	61,2	2.225
Brioschi	21,7	377
Gabetti	9,7	120
Igd	103,8	1.149
Immobiliare Lombarda	15,7	896
Ipi	-15,2	259
La Gaiana	-51,2	90
Pirelli & C Real Estate	19,4	2.353
Risanamento	109,9	2.186
Uni Land	14,2	542
<i>Settore</i>	44,9	11.066

Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati di Borsa.

L'ottimo andamento recente dell'immobiliare quotato risulta evidente dal confronto tra la dinamica dell'indice di riferimento e quella generale del mercato. In una fase marcatamente espansiva per tutti gli impieghi azionari (+59,4%), la sovra performance del *real estate* (+164,8%) e, in misura minore, del settore delle costruzioni (+137,3%), risulta davvero eclatante. A spingere al rialzo i titoli delle maggiori società non è stata solo la crescita esponenziale del mercato sottostante, ma anche i progetti di sviluppo e, più in generale, la capacità di ampliare il modello di business e di cogliere opportunità d'investimento anche all'estero. Non si può, tuttavia, sottacere l'esistenza di una componente emotiva, quando non addirittura speculativa, alla base di talune performance. E', inoltre, interessante sottolineare come la fiammata registrata all'inizio di quest'anno, poi in parte rientrata, debba essere in larga parte ricondotta all'entusiasmo mostrato da alcune delle più importanti società quotate, con riferimento all'introduzione, invero ancora futuribile, dello strumento SIIQ anche in Italia, a conferma di una certa volatilità del comparto.

Figura 21

**Andamento degli indici immobiliare, MIBTEL e delle costruzioni
nel periodo 2004-2007**
(30/12/2003 = 100)



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati di Borsa.

**I fondi
immobiliari**

La modeste dimensioni complessive della componente quotata rappresentano un elemento comune anche ad altri strumenti di investimento, come risulta evidente analizzando i numeri dell'industria dei fondi immobiliari.

Tavola 12

Le SGR autorizzate al 15/1/2007

Specializzate nel comparto ^(*)	34
- di cui speculative	6
Non specializzate attive nel comparto	17
- di cui speculative	2

^(*) Non necessariamente operative.

Fonte: Banca d'Italia.

Tavola 13

Tipologia dei fondi operativi al 31/12/2006

Tipologia	Non riservati	Riservati	Totale
Ordinari	21	12	33
Ad apporto	6	77	83
Totale	27	89	116

^(*) Non necessariamente l'apporto è già stato effettuato.

Fonte: Banca d'Italia.

A fronte di un patrimonio netto dell'industria dei fondi stimabile in oltre 18,6 miliardi di Euro, il Net Asset Value complessivo dei 22 veicoli approdati sul mercato si attesta poco sotto i 6,4 miliardi di Euro, mentre la capitalizzazione non raggiunge i 4,8 miliardi di Euro, contribuendo a perpetuare l'ormai storica contrapposizione tra valori di bilancio e quotazioni. Nonostante i positivi andamenti certificati dagli esperti indipendenti e l'ormai piena maturità del comparto, il divario tra Borsa e NAV continua ad oscillare, in media, tra il 20 e il 30%. Il parziale recupero degli ultimi mesi è da ricondurre all'entusiasmo che ciclicamente precede la distribuzione dei dividendi e non pare ancora in grado di modificare, in maniera apprezzabile, il quadro delineatosi nel corso degli anni. I fondi immobiliari italiani continuano, dunque, ad essere prodotti poco liquidi, per i quali la Borsa non rappresenta un'opportunità di uscita efficiente.

I dati messi a disposizione da Banca d'Italia evidenziano appieno le dimensioni dell'autentico boom che ha caratterizzato il settore negli ultimi anni. Con i nuovi ingressi, dei quali nella maggior parte dei casi non si hanno informazioni, l'industria dei fondi immobiliari italiani si stima abbia raggiunto i 23,7 miliardi di Euro di investimenti immobiliari. A colpire, oltre all'incremento del numero di fondi operativi, arrivati a 116, è soprattutto il radicale cambiamento tipologico dei prodotti esistenti. In pochi anni, approfittando dell'evoluzione della normativa di riferimento, si è passati da prodotti ordinari, che operavano sul mercato una volta raccolte le risorse, a strumenti di valorizzazione e dismissione immobiliare. A tale proposito è possibile osservare come, in soli 3 anni, la quota dei fondi ad apporto sia salita da poco più del 5% all'attuale 71,5%.

La notevole crescita del comparto deve essere posta in relazione, più che alle opportunistiche motivazioni sopracitate, ai confortanti risultati fatti registrare dai prodotti lanciati finora.

Le valutazioni più recenti mostrano, tuttavia, in taluni casi, una lieve contrazione della redditività complessiva, confermata comunque generalmente lusinghiera. Alla base del fenomeno deve essere posta tanto la progressiva riduzione dei rendimenti da locazione, quanto l'attenuazione dei tassi di crescita dei valori immobiliari. Le società di gestione, alla ricerca di ritorni più munifici, hanno progressivamente ampliato l'*asset allocation* tipologica, a scapito della componente terziaria, il cui peso in un solo anno si è ridotto di oltre 10 punti percentuali.

La lieve riduzione della redditività non sembra aver modificato la propensione delle SGR alla remunerazione dei quotisti, come si evince dai 260 milioni di Euro di dividendi in distribuzione già nella prima parte del 2007. Tale ammontare, sommato all'ulteriore remunerazione che scaturirà dai risultati della prima semestrale di quest'anno, porterà ad un risultato complessivo superiore agli oltre 315 milioni di Euro distribuiti nel 2006.

Tavola 14

Le performance dei Fondi immobiliari chiusi quotati di diritto italiano

Denominazione	SGR	Richiamo degli impegni	Durata (anni)	Performance 2006 (%)	Performance media annua dal collocamento (%)	Payback lordo complessivo (%)	Sconto sul NAV (%)
Valore Immobiliare Globale	RREEF Fondimmobiliari SGR	15/02/99	15	2,7	4,6	25,9	-35,6
Securfondo	Beni Stabili Gestioni SGR	09/12/99	15	5,1	7,8	33,8	-23,8
Unicredito Immobiliare Uno	Pioneer Investment Manag. SGR	09/12/99	15	13,1	7,4	18,7	-31,7
BNL Portfolio Immobiliare	BNL Fondi Immobiliari SGR	19/05/00	10	6,4	6,7	24,6	-20,9
Polis	Polis Fondi SGR	17/06/00	12	4,2	6,6	24,5	-28,3
Piramide Globale	RREEF Fondimmobiliari SGR	06/07/00	15	5,6	5,7	22,0	-33,1
Fondo Alpha	Fondi Immobiliari Italiani SGR	01/03/01	15	8,5	15,6	53,0	-15,7
Nextra Sviluppo Immob.	Caam SGR	31/03/01	15	7,4	8,5	24,8	-34,2
Nextra Immobiliare Europa	Caam SGR	11/10/01	15	13,7	4,5	10,6	-43,2
Portfolio Immob. Crescita	BNL Fondi Immobiliari SGR	19/12/01	7	9,1	10,7	8,6	-10,8
Investietico	Aedes Bpm SGR	01/03/02	10	5,4	6,3	15,4	-30,3
Immobiliun 2001	Beni Stabili Gestioni SGR	14/06/02	15	5,1	6,1	13,5	-35,8
Estense Grande Distribuz.	BNL Fondi Immobiliari SGR	10/06/03	10	6,2	5,1	12,1	-13,2
Invest Real Security	Beni Stabili Gestioni SGR	29/09/03	10	3,2	3,8	4,9	-32,4
Beta	Fondi Immobiliari Italiani SGR	01/01/04	7	14,6	7,8	26,6	-2,9
Caravaggio	Sorgente SGR	22/01/04	7	8,6	7,3	-	-20,8
Tecla	Pirelli RE SGR	01/03/04	6	11,1	18,8	28,7	-19,4
Europa Immobiliare 1	Vegagest SGR	01/12/04	9	14,9	11,1	7,3	-27,4
Olinda	Pirelli RE SGR	06/12/04	7	4,7	13,7	14,5	-29,8
Berenice	Pirelli RE SGR	14/07/05	7	6,7	18,9	12,4	-29,4
Obelisco	Investire Immobiliare SGR	29/12/05	10	16,1	21,1	5,0	-21,8
Atlantic 1	First Atlantic RE SGR	01/06/06	7	-	-	3,3	-24,8

Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie.

Le notevoli dimensioni del comparto, associate all'operatività pluriennale di molte delle iniziative, dovrebbero alimentare un mercato delle dismissioni ben più fiorente rispetto a quello che si continua a registrare. La difficoltà di selezionare alternative d'investimento, il modesto utilizzo delle potenzialità finanziarie, nonché la prudenza della domanda in corrispondenza di immobili già pienamente valorizzati, hanno fatto sì che, anche nel 2006, la rotazione dei portafogli risultasse deficitaria.

Le SIIQ in Italia

Dal quadro descritto sembra, dunque, emergere con chiarezza l'esigenza di dotarsi di strumenti di investimento in grado, non solo di attirare l'attenzione degli investitori che hanno mostrato minor interesse verso la figura del Fondo Immobiliare (in particolare, degli operatori non immobiliari titolari di ingenti patrimoni), ma anche di rappresentare quella domanda di cui i fondi stessi av-

vertono il bisogno.

Il rapido iter attraverso cui si è giunti alla repentina introduzione delle Società di Investimento Immobiliare Quotate, nonché la mancanza di dettagli attuativi che solo la normativa secondaria (il cui varo è previsto entro il 30 aprile 2007) potrà chiarire, non devono tuttavia impedire di cogliere la portata potenzialmente dirompente che l'adozione di uno strumento con tali caratteristiche può determinare in un mercato scarsamente finanziarizzato e non ancora pienamente trasparente, come quello italiano.

Se la sola entrata in vigore del provvedimento ha già prodotto benefici effetti sulle quotazioni dei titoli immobiliari, permettendo di recuperare parte dello sconto sul NAV, non vi sono dubbi che la piena operatività di tali strumenti determinerà conseguenze positive di portata ben maggiore, che possono essere così sintetizzate:

- incremento dei conferimenti di portafogli alle società immobiliari quotate, con conseguente aumento sia dell'efficienza delle aziende industriali e dei servizi, sia delle entrate fiscali da trasferimento;
- facilitazione delle aggregazioni pan-europee per le aziende immobiliari quotate italiane, non più sfavorite nelle operazioni "carta contro carta" nei confronti dei *competitor* stranieri;
- attrazione verso il mercato immobiliare italiano di massicci investimenti dall'estero, dopo la recente pausa dipesa dalla maturità del ciclo e dalla continua rivisitazione del regime fiscale di riferimento;
- rilancio del mercato della locazione residenziale ad opera dei grandi investitori (pressoché usciti dal settore negli ultimi anni), in quanto il favorevole trattamento fiscale potrebbe compensare la naturale bassa redditività dell'investimento.

L'auspicabile aumento del numero delle società immobiliari quotate e la progressiva migrazione dello stock immobiliare italiano, valutabile in oltre 3.500 miliardi di Euro, all'interno di veicoli quotati, dovrebbe favorire significativamente la trasparenza del mercato, a vantaggio sia degli investitori che della pubblica amministrazione.

Affinché tali benefici possano effettivamente prodursi è necessario che il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze meglio definisca alcuni aspetti della normativa che, nella formulazione attuale, destano non pochi dubbi interpretativi. A tal proposito, si ritiene opportuno soffermarsi sui passaggi più delicati, per i quali la riformulazione è quasi dovuta, non solo auspicata, cercando di evidenziare i limiti dell'impostazione iniziale.

Per quanto riguarda la composizione della compagine societaria, se non vi sono dubbi che l'individuazione del 51% come limite per il possesso (diretto o indiretto), da parte di ciascun socio, sia volta al mantenimento del controllo da parte del soggetto proprietario, non si può non rilevare che lo stesso potrebbe es-

sere raggiunto individuando, come avviene in altre realtà, una soglia più contenuta. Sempre con riferimento all'azionariato, la prescrizione secondo cui almeno il 35% delle azioni deve essere detenuto da soci che non possiedono direttamente od indirettamente più dell'1% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria o di partecipazione agli utili, oltre ad essere di difficile verificabilità, potrebbe non essere sufficiente a garantire un mercato efficiente, con inevitabili conseguenze sulla liquidità del veicolo e, dunque, sul livello delle quotazioni.

Per quanto concerne, invece, l'attività svolta in via prevalente dalla SIIQ, giova ricordare che il requisito patrimoniale richiesto, ossia la destinazione ad attività di locazione di almeno l'80% dell'attivo patrimoniale, presenta problemi applicativi. Occorre, infatti, definire quando un immobile è da ritenersi destinato alla locazione (iscrizione in bilancio o effettivo utilizzo?) e come trattare i periodi di sfitto, nonché stabilire se per la determinazione del valore si debba fare riferimento al valore civilistico od a quello fiscale (valore normale).

Un'ultima annotazione deve essere fatta con riferimento al parametro reddituale richiesto. La previsione secondo cui i ricavi dall'attività di locazione devono rappresentare almeno l'80% dei componenti positivi del conto economico, escludendo espressamente i corrispettivi derivanti dalla cessione di immobili, deve necessariamente essere emendata. Si tratta, infatti, di un'eccessiva limitazione dell'attività di vendita, con inevitabili conseguenze negative sul processo di valorizzazione dell'immobile. A tal proposito si impone l'abbassamento della quota prevista o, meglio, l'inclusione delle plusvalenze realizzate dalla vendita di immobili detenuti per un numero minimo di anni tra i ricavi provenienti dalla locazione.

Quelli segnalati sono solo alcuni degli interventi necessari per la messa a punto di uno strumento, che pare comunque in grado di garantire uno stimolo decisivo per lo sviluppo del mercato immobiliare italiano.

6. Il mercato immobiliare internazionale

Crescita economica sostenuta, anche se a ritmi inferiori al 2005

Il 2006 è stato caratterizzato da una significativa ed ulteriore crescita del mercato immobiliare a livello globale sospinta anche da un solido contesto macroeconomico.

Dopo i picchi del 2004, le economie nazionali hanno mantenuto una intonazione positiva, mostrando un incremento del PIL globale del 5,2% che si potrebbe portare ad un +4,4% nel 2007 e +4,5% nel 2008.

Il dato globale sintetizza ritmi di crescita alquanto differenziati. Le "tigri asiatiche", da un lato, continuano a mettere a segno crescite del PIL comprese fra l'8 ed il 10% e con previsioni di un lieve ritocco al ribasso nel 2007 ed il 2008. All'opposto troviamo l'Europa continentale connotata da tassi di crescita dell'economia meno brillanti, che nel 2006 si attestavano sul 2,7%, e che nel

prossimo biennio si dovrebbero fermare fra il 2,1 ed il 2,3%.

Gli Stati Uniti, motore principale dell'economia mondiale, si colloca in posizione intermedia: nel 2006 ha messo a segno una crescita del 3,3%, ma le previsioni per il 2007 ed il 2008 sono piuttosto prudenti con un rallentamento nel tasso di sviluppo che si limita al 2,3-2,4%.

Tale rallentamento risulta in buona misura imputabile alle difficoltà incontrate sul mercato immobiliare residenziale e del credito ipotecario (soprattutto quello più rischioso e connotato da minori garanzie – *subprime*) che stanno incrinando sensibilmente la fiducia nel settore dell'edilizia e degli investimenti immobiliari. I prezzi delle abitazioni statunitensi sono cresciute nel corso del 2006 circa del 6% - che rappresenta il tasso di crescita più contenuto degli ultimi sette anni (fonte: Office of Federal Housing Enterprise Oversight – OFHEO) - ed al momento tale raffreddamento non si è di fatto riflesso sui consumi, principali propulsori della crescita economica del paese, ma non si esclude che tale fenomeno possa accadere nei prossimi mesi.

In realtà l'Australia ed il Regno Unito stanno attraversando una fase da cui gli americani possono trarre qualche insegnamento anche per il proprio mercato. In questi due paesi, infatti, si è verificata una sensibile crescita dei prezzi delle abitazioni nella fase espansiva del ciclo immobiliare (quasi il 200% in 9 anni), con una sostanziale stabilità nel 2005 ed una ripartenza nel 2006 che ha determinato incrementi sui valori di circa il 10%. Però, la stretta monetaria inglese deve ancora mostrare i propri effetti sino in fondo e il dato australiano è il risultato sintetico di buone *performance* locali a fronte anche di piccoli ripiegamenti.

**Incremento
degli
investimenti
immobiliari
globali**

La buona intonazione economica a livello globale, unitamente ai buoni risultati sui mercati finanziari e alle politiche ancora piuttosto accomodanti delle banche centrali hanno sospinto la circolazione dei capitali e l'investimento nei mercati immobiliari.

Nel 2006, infatti, secondo le stime formulate da Cushman & Wakefield, il mercato globale degli investimenti in *real estate* ha raggiunto quota 492 miliardi di Euro con una crescita annua del 33%.

La quota destinata all'Europa si colloca quasi al 50% dell'ammontare globale (secondo CB Richard Ellis si tratta di 230 miliardi di Euro, C&W la stima in 226, mentre Jones Lang LaSalle persino 242 miliardi con un incremento addirittura del 39% su base annua).

Sta di fatto che il mercato europeo, anche grazie all'allargamento dei confini dell'Unione Europea verso Est e la crescente maturità dei paesi emergenti, rappresenta la destinazione principale degli investimenti immobiliari globali.

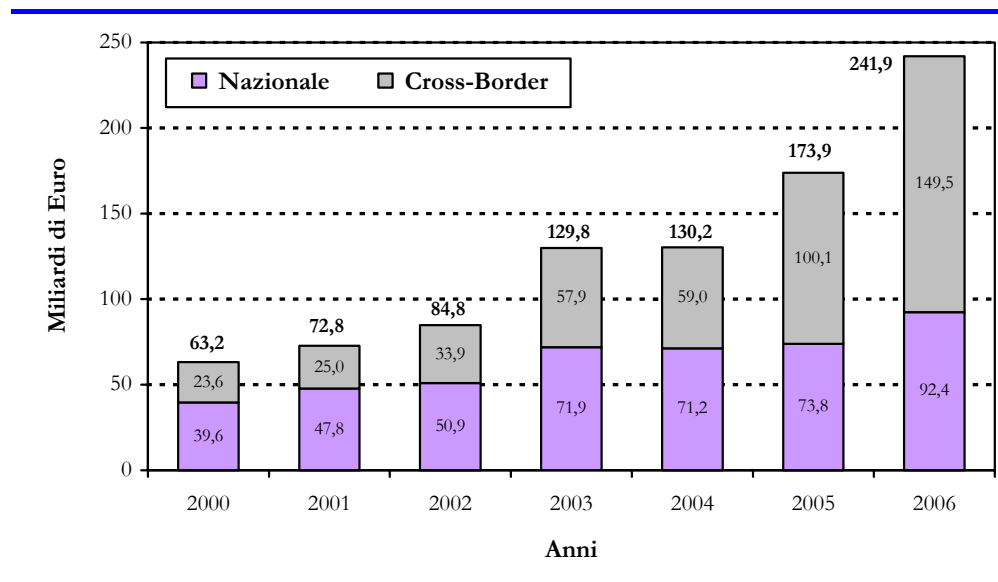
L'Europa leader nell'attrarre investimenti soprattutto *cross border*

In tale contesto l'attività *cross border* è divenuta oramai dominante e sfiora la quota di 150 miliardi di Euro nel 2006 (ben il 62% dei volumi complessivi), segnando un incremento addirittura del 50% rispetto all'anno precedente, crescita peraltro sostenuta significativamente dagli investitori "interregionali", ovvero quelli che investono in continenti diversi dal proprio (questi passano dai 38,5 miliardi di Euro del 2005 ai 73,4 del 2006 con un incremento del 90%).

La crescita complessiva è soprattutto merito delle *performance* registrate nei mercati continentali più maturi, con la Germania (+141%) salita a quasi 50 miliardi di Euro e la Francia (+67% rispetto al 2005) che ha raggiunto i 24 miliardi di Euro di investimenti; in controtendenza il Regno Unito, la cui quota di investimenti è scesa di 5 punti, ma continua comunque ad avere la *leadership* europea intercettando oltre 80 miliardi di investimenti.

Figura 22

Investimenti immobiliari diretti in Europa

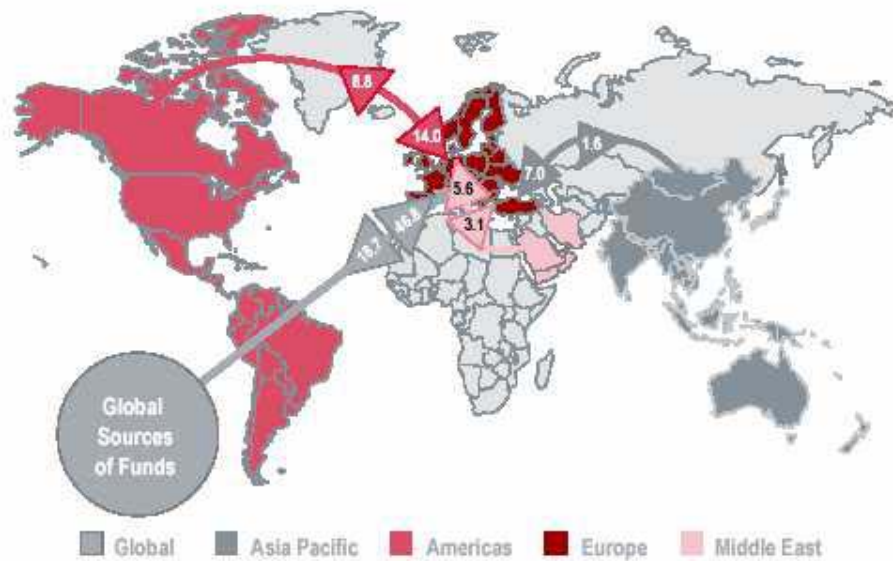


Fonte: Jones Lang LaSalle.

Figura 23

I flussi di capitali “interregionali” - 2006

“Global investment is becoming the norm”



Fonte: Jones Lang LaSalle.

Investimenti immobiliari vincenti rispetto alle altre asset class

La tonicità del mercato degli investimenti nel settore immobiliare è l’effetto di una redditività lorda che in termini complessivi ha raggiunto livelli da record. Nel 2006, infatti, in sede europea si è raggiunto il 23% con una *performance* che risulta vincente rispetto alle altre forme di investimento tradizionali sia su base annua che a 3, 5 e 10 anni.

Figura 24

Rendimenti immobiliari a confronto con azioni e titoli di stato



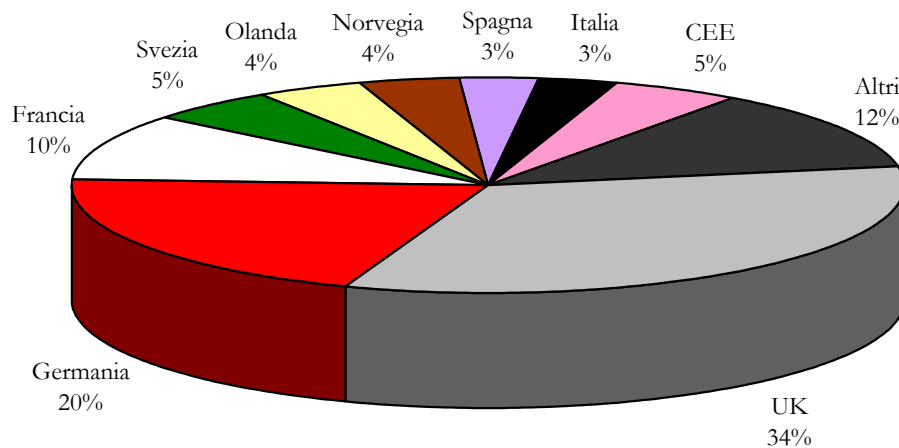
Fonte: Jones Lang LaSalle, Thomson Datastream.

Gli investitori guardano sempre più ad Est

Di fatto, però, è dal 2002 che si assiste ad una compressione progressiva dei tassi di rendimenti istantanei (*yield*) il che ha incoraggiato gli investitori a rivolgersi sempre più verso Est alla ricerca di opportunità più remunerative. Così si spiega il fenomeno degli investimenti verso i mercati dei Paesi dell'Europa Orientale che si sono raddoppiati nell'ultimo anno, raggiungendo i 13 miliardi di Euro, con la Russia che addirittura ha visto i propri volumi cresciuti di ben 7 volte (ora 3,4 miliardi di Euro).

Figura 25

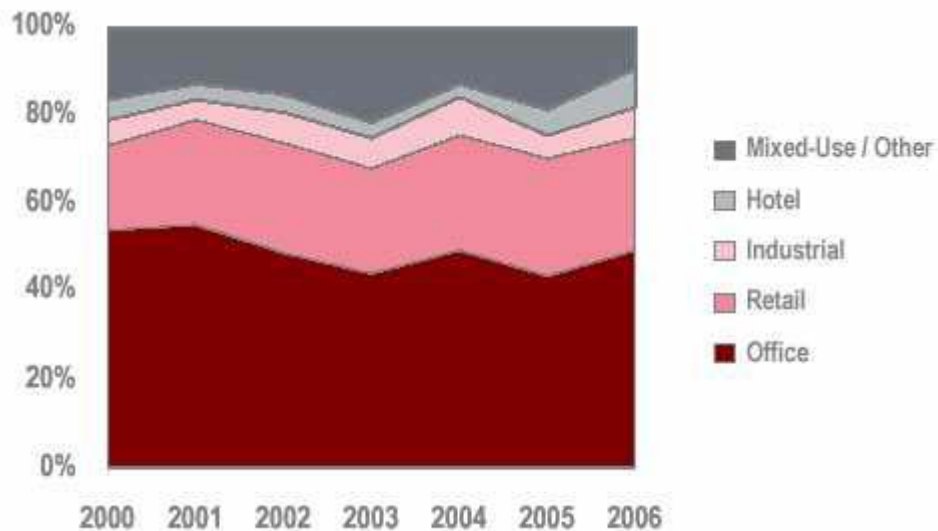
La destinazione degli investimenti immobiliari in Europa - 2006



Fonte: Jones Lang LaSalle.

Figura 26

Distribuzione degli investimenti immobiliari in Europa in base al settore



Fonte: Jones Lang LaSalle.

Il mercato degli uffici

Il principale settore di investimento continua ad essere quello degli uffici che costituisce il 50% del totale e per il quale si assiste ad un incremento della sua quota sul totale. Il comparto, di fatto il più “ciclico”, segue in maniera piuttosto evidente quelle che sono le aspettative rispetto agli andamenti dell’economia e delle attese sul fronte dei canoni di locazione degli immobili.

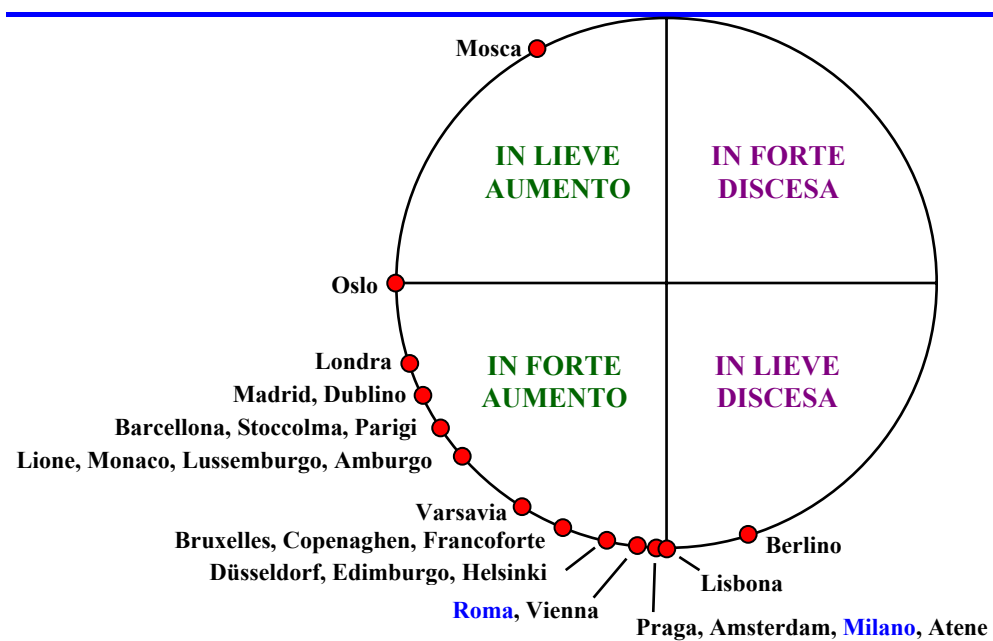
Così i *prime rent* sono aumentati complessivamente quasi del 9% nel corso dell’anno, mettendo a segno la migliore *performance* dal 2001.

Contestualmente si riscontra un assorbimento graduale del tasso di non occupato, ora nell’intorno dell’8%, soprattutto in relazione agli edifici di Classe A, il che contribuisce a spingere verso l’alto i canoni e comprimere gli *yield* (4,95% per CB Richard Ellis, mentre è di un punto superiore per King Sturge).

Da record anche il *take up*, che con un incremento superiore al 20% su base annua (oltre 13 milioni di mq oggetto di locazione e compravendita) costituisce il punto massimo degli ultimi 6 anni. Tutto ciò, nonostante una vivace attività di sviluppo che si è andata ad aggiungere allo stock già esistente sul mercato.

Figura 27

Canoni primari di uffici in Europa (IV trimestre 2006)



Fonte. Jones Lang LaSalle.

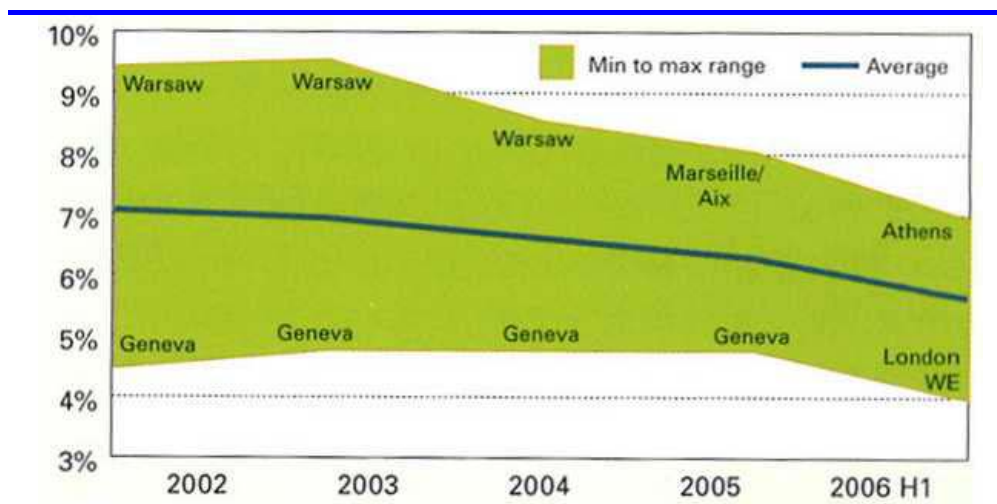
La compressione degli *yield*

Sebbene permanga, come visto sopra, il *gap* positivo fra i rendimenti degli investimenti in uffici e quelli dei titoli a lungo termine, sono sempre più evidenti le problematiche legate alla crescita graduale dei tassi di interesse e quindi dei rendimenti a lungo, erodendo così lo *spread* fra *yield* e questi ultimi, ora compreso fra i 100 e i 150 punti base.

Di fatto nel mercato londinese il sorpasso fra *yield* di uffici “prime” e titoli a lungo termine è già avvenuto, con un’inversione nei rapporti di forza cui non si assisteva da un decennio e che sicuramente ha tenuto fuori dal mercato investitori che si sono indirizzati verso altre tipologie di investimento.

Figura 28

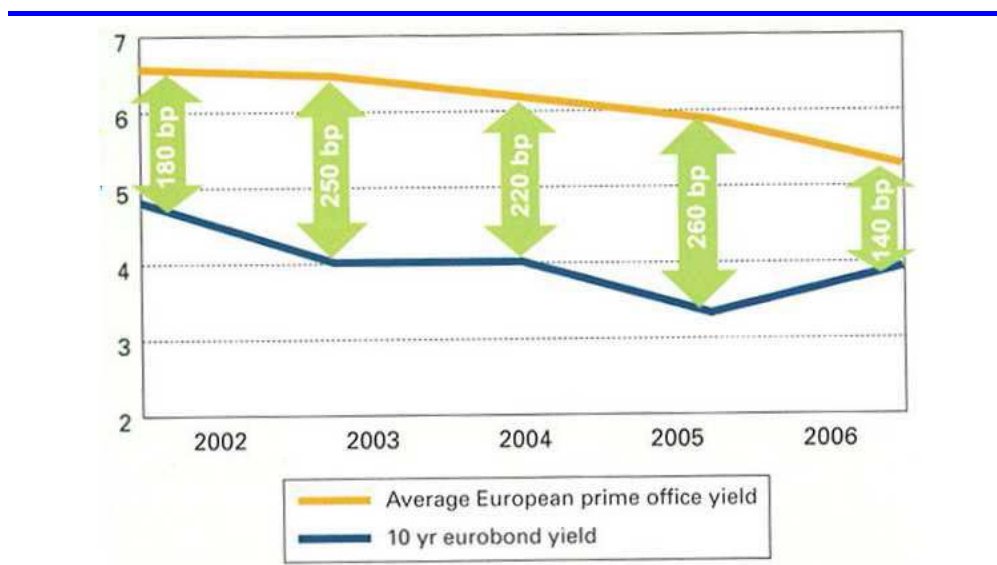
Yield di uffici in Europa



Fonte. King Sturge.

Figura 29

Yield di uffici e titoli a 10 anni



Fonte. King Sturge.

Il mercato retail

Il momento positivo per il mercato degli immobili commerciali continua, grazie ad un mercato del lavoro piuttosto solido con una graduale crescita dei salari e fiducia dei consumatori che alimentano la domanda e l'attività di immobili commerciali.

L'organizzazione della distribuzione commerciale si sta sempre più ammodernando sia con le catene nazionali che con le reti commerciali globali e dunque con lo sviluppo di nuovi e sempre più sofisticati centri e parchi commerciali.

La domanda di spazi a forte valenza commerciale è perciò elevata e questo spinge verso l'alto il livello dei canoni di locazione, mentre le localizzazioni secondarie dimostrano una certa debolezza. Contestualmente si va sempre alla ricerca di altre aree di sviluppo che possano crescere e costituire nuovi poli di attrazione per il commercio e l'intrattenimento sia nella forma di *shopping centre*, di *retail warehouse*, ma anche di schemi ad uso misto nei centri storici urbani.

Come anticipato in termini generali, gli interessi degli sviluppatori e delle catene commerciali al dettaglio, si spostano verso est, dove i salari stanno gradualmente aumentando, così come i consumi e lo stock di punti vendita al dettaglio è limitato.

Anche il comparto commerciale è toccato dal fenomeno della compressione degli *yield*, inoltre le differenze intra-settoriali fra le diverse tipologie di strutture commerciali (centri commerciali, parchi commerciali, *retail warehouse*, ecc..) si stanno progressivamente attenuando.

Interessante inoltre segnalare la crescente importanza rivestita da centri commerciali non tradizionali, ovvero quelli che si sviluppano all'interno di spazi pubblici quali le stazioni ferroviarie o anche gli aeroporti, luoghi che assumono un ruolo sempre più centrale nella vita di oggi, dati i frequentissimi spostamenti per lavoro e studio.

Il mercato degli immobili industriali e per la logistica

Il processo di riorganizzazione del sistema distributivo in Europa (e non solo), iniziato con la creazione del mercato unico, sta proseguendo con un'impronta sempre più internazionale al fine di creare network pan-europei che inglobino anche le realtà nazionali che si sono aggiunte all'Unione Europea e quindi spostando gli snodi ed il baricentro verso est. Allo stesso tempo gli operatori logistici stanno razionalizzando e concentrando le proprie sedi, spesso dislocate sul territorio in modo poco efficiente, in pochi ma ottimizzati insediamenti.

In seguito all'allargamento dei confini dell'Unione Europea e alla graduale integrazione anche di Ucraina e Turchia, il centro di gravità per le attività logistiche si sta spostando dal sud del Belgio al sud della Germania nella direzione di Monaco e, una volta incluse nei traffici continentali anche la Russia e la Bielorussia, il punto baricentrico potrebbe spingersi ancora più ad est verso Norimberga o Lipsia, al limite dei confini orientali della Germania verso Polonia e Repubblica Ceca.

Gli immobili più richiesti sono oltre i 5.000 mq e soprattutto nei paesi dell'Europa Centrale ed Orientale, ove peraltro lo stock è insufficiente, ma dovrebbe tendenzialmente aumentare. Va però segnalato che in genere gli sviluppatori di nuovi complessi non iniziano a costruire prima di essersi assicurati il *tenant* con le specifiche progettuali da questi richieste. Così l'attività "speculativa"

va” continua a rimanere alquanto bassa, sebbene potrebbe tendenzialmente aumentare dato lo sviluppo che verosimilmente attraverserà il settore della logistica nei prossimi anni.

La scarsità di immobili e la domanda elevata si riversano sui livelli di redditività, ora mediamente poco sopra il 7%, che si viene riduce nel caso di acquisto di portafogli interi.

Il mercato degli alberghi

Il settore alberghiero si è estremamente rafforzato negli ultimi anni e si è conquistato il 9% del totale degli investimenti effettuati giungendo a superare i 21 miliardi di Euro nel 2006 contro gli appena 8,5 dell’anno precedente. Così si è aggiudicato il terzo posto per quanto concerne i settori che sono stati al centro degli interessi degli investitori, alle spalle di uffici e commercio al dettaglio.

Il mercato degli investimenti in hotel si è andato a focalizzare principalmente nei paesi più maturi, ovvero UK e Germania, ma anche la Francia rappresenta una realtà di primissimo piano con grandi potenzialità per il futuro grazie a possibili modifiche legislative per le Società di Investimento Immobiliare Quotate (SIIC) che potranno prevedere agevolazioni per il settore in oggetto.

I megatrend futuri

Alla luce di quanto accaduto nel corso degli ultimi semestri, presentiamo alcune previsioni qualitative per il futuro di breve e medio periodo permettendo così di prefigurare gli scenari per il mercato immobiliare globale⁶, che bene si attagliano anche al nostro Paese.

Di seguito vengono elencati sinteticamente gli aspetti più rilevanti:

- Il **ciclo immobiliare europeo** potrebbe essere prossimo al suo massimo e nel 2007 gli *yield* dovrebbero rimanere sui livelli attuali o scendere ancora di poco.
- L’**intonazione economica** dovrebbe essere ancora piuttosto buona sebbene in rallentamento rispetto agli anni precedenti. La creazione di ricchezza sarà sicuramente sostenuta anche se potrebbero incidere negativamente la crescita dei costi per l’energia, dei tassi di interesse, della fiscalità in Germania o anche in Italia.
- Gli **investimenti globali** verso l’Europa cresceranno ancora con sempre nuovi investitori provenienti da tutte le zone del globo e accompagnati da una forte liquidità.
- I capitali saranno così veicolati sui mercati immobiliari attraverso differenti forme di **investimento** diretto e soprattutto **indiretto**. A tale proposito si ricordi che a settembre 2006 i veicoli immobiliari non quotati erano 450 in Europa – senza contare i fondi aperti tedeschi - con una capitalizzazione lorda di 224 miliardi di Euro (fonte: INREV).
- La **liquidità** verrà comunque garantita anche da una sempre più elevata

⁶ Ernst & Young, *Real Estate Market Outlook 2007*; ULI, *Emerging trends in real Estate Europe, 2007*.

esposizione finanziaria che però si dovrebbe riuscire a tenere sotto controllo applicando più stringenti criteri sui prestiti e operando nuove strette creditizie da parte delle banche centrali.

- Sempre collegato al discorso della liquidità vi è quello relativo all'introduzione di nuovi strumenti di investimento per il settore immobiliare, ovvero i **REITs** che, recentemente introdotti in Germania, UK ed Italia, dopo il successo pluridecennale americano e quello di pochi anni in Francia, aggiungerà risorse finanziarie agli investimenti immobiliari. Nel 2007, per la prima volta nella storia, le società immobiliari nel mondo (tali strumenti sono presenti in 27 paesi) dovrebbero raggiungere, in capitalizzazione, i REITs americani (intorno ai 200 milioni di dollari USA), per poi superarli nel 2008.
- Tra i temi dominanti del futuro vi sarà il problema infrastrutturale, in molte regioni del mondo assai evidente, e che necessita di massicci investimenti, esperienza e capacità specifiche, con effetti non trascurabili sui costi delle materie prime impiegate. Ma lo sviluppo infrastrutturale passa necessariamente attraverso il decisore pubblico a livello locale e centrale che potrà avvalersi della capacità finanziaria degli investitori privati con esigenze di investimento di lungo periodo (fondi pensione, banche, fondi equity, ecc.).
- Anche la “**sostenibilità**” sarà di certo una fra le parole chiavi del futuro. La tematica del risparmio energetico e le modalità con cui essa viene affrontata sarà decisiva per segnare il successo o meno delle iniziative immobiliari. Presto non basterà dunque solo ottemperare ai requisiti minimi richiesti dalla diverse leggi che a livello nazionale normeranno il settore delle costruzioni, ma probabilmente questi saranno solamente il punto di partenza per poi essere presto superati al fine di incontrare le nuove richieste del pubblico. La ricerca dei principi “verdi” sarà sinonimo di una industria immobiliare che ha ben presente le problematiche legate alla efficienza e al risparmio nel consumo energetico e, in generale, nella gestione operativa.
- Liquidità, domanda di spazi di qualità, crescita economica saranno alla base di un **nuovo ciclo di progettualità immobiliare** e di sviluppo edilizio sia nell'Europa occidentale che in quella dell'Est, più arretrata.
- A proposito di progettualità, è necessario prestare sempre maggiore attenzione e agire con lungimiranza in relazione agli **aspetti tecnici e tecnologici delle costruzioni** soprattutto in merito alla flessibilità delle strutture costruendo onde evitare la precoce obsolescenza nel caso emergano nuove esigenze funzionali negli anni successivi.
- **Nuovi mercati** stanno crescendo per soddisfare la domanda di investimento più volte ricordata e, fra questi, spiccano Brasile, Russia, India e Cina (BRIC) che insieme potranno presto (entro il 2040 si pensa) rag-

giungere i livelli di PIL dei paesi G6 (USA; UK, Francia, Germania, Italia e Giappone). A proposito della Cina, si noti che i flussi di capitale in entrata potrebbero presto flettersi in ragione dell'introduzione di misure protezionistiche da parte del governo nei confronti degli investimenti diretti esteri. Una buon *appeal* sarà inoltre esercitato da paesi quali Messico, Sud Africa, Romania e Turchia.

- **I primi 5 mercati urbani** in cui investire in Europa, considerando rischio e redditività, sono risultati: Parigi, Londra, Stoccolma, Monaco e Lione, con una crescita notevole delle opportunità ad Istanbul e Mosca.
- **I settori immobiliari** su cui puntare saranno ancora il commercio, seguito dagli alberghi, insediamenti polifunzionali ed uffici nei centri urbani. C'è comunque una forte attenzione verso settori immobiliari di nicchia non tradizionali fra i più diversi, come ad esempio residenze per studenti, marine, *leisure* (alberghi, golf, resort, case vacanza, spa, fitness centre, ecc.), residenze per anziani, prigionieri, parcheggi, mulini, ecc. Ovvero qualunque struttura immobiliare in grado di produrre reddito.
- **Le dinamiche demografiche** andranno analizzate assai attentamente per prevedere le esigenze future delle popolazioni del pianeta. Accanto a strutture legate alla terza e quarta età nei paesi più moderni (Europa, USA, Giappone), si dovranno prevedere residenze e servizi legati ad una popolazione assai più giovane, come strutture commerciali, in realtà quali Asia, Africa e Medio Oriente dove la vita media è ancora compresa fra i 25 ed i 40 anni.
- Nei paesi più industrializzati, sarà un errore pensare a sviluppare ulteriormente gli **immobili direzionali** potrà rivelarsi un errore, data la riduzione della popolazione in età lavorativa e alle sempre minori superfici necessarie per lo svolgimento delle attività lavorative, spesso svolte in viaggio o in uffici temporanei.
- Crescenti opportunità dovrebbero poi scaturire dai progetti legati alla **riqualificazione urbana e territoriale** e non solo dallo sviluppo di nuovi insediamenti edilizi.

7. Previsioni

I sentiment degli operatori

Nonostante i segnali di tenuta del mercato, i giudizi degli operatori intervistati circa l'evoluzione futura del mercato continuano a mostrare un pessimismo piuttosto diffuso e marcato.

Ad incidere negativamente su tale visione sono da annoverare una serie di fattori endogeni ed esogeni che nell'evoluzione recente del mercato hanno incrementato, e tuttora incrementano, il livello di preoccupazione degli operatori:

- il numero di agenzie immobiliari si è fortemente accresciuto negli ultimi anni andando a incidere sulla quota di transato di ciascun singolo operatore. Nel 2004 le agenzie immobiliari ammontavano a 38.287 unità (Fonte: Eurostat); nel 2006 si stima che le agenzie siano cresciute fino ad arrivare a 44 mila unità (+15% in due anni) per un totale di 75 mila addetti (stima Nomisma);
- il fenomeno di "disintermediazione" sembra essere in aumento e la percentuale di transazioni che passa attraverso le agenzie rappresenta solo una fetta minoritaria dell'intero mercato. Si è stimato che nel 2006 le abitazioni compravendute ed intermedie dalle agenzie rappresentino il 38,8% del totale transato. Tale quota sale al 75% nei capoluoghi di provincia mentre si riduce al 25% nei comuni non capoluogo. Inoltre la quota del mercato delle compravendite di immobili non residenziali intermedia da agenzie è di appena il 23%;
- la crescita inarrestabile dei valori di scambio ha determinato una maggior attenzione nelle scelte d'acquisto di famiglie e investitori;
- la progressiva riduzione dei tassi di rendimento degli immobili ha reso meno appetibile l'investimento immobiliare;
- rialzi dei tassi d'interesse (a inizio del mese di marzo, la Banca Centrale Europea ha alzato nuovamente di un quarto di punto il livello dei tassi di interesse portandoli al 3,75%; si tratta del settimo rialzo consecutivo da dicembre 2005);
- politica fiscale attuata dal governo.

Le opinioni espresse in occasione dell'odierna rilevazione appaiono, non a caso, persino più negative rispetto a quelle formulate solo 4 mesi fa e denotano una maggiore ansia riguardo la tenuta dei volumi contrattuali nel 2007; risultano, invece, per lo più improntate al mantenimento degli attuali livelli nei confronti delle quotazioni di compravendita e locazione.

Il modello econometrico

Al fine di individuare le tendenze dei valori di compravendita nel prossimo futuro è stato elaborato un modello previsionale per ciascun comparto in grado di interpretare l'evoluzione dei prezzi in funzione della dinamica di alcune variabili esogene fortemente correlate con il fenomeno in questione (tassi di interesse, inflazione, Pil, investimenti in costruzione, consumi...).

Per quanto la scelta delle variabili risulti inevitabilmente influenzata dalla disponibilità di serie storiche attendibili per il periodo di osservazione analizzato, l'obiettivo primario di tale selezione è stato cercare di carpire quali aspetti di domanda e di offerta dei diversi mercati influiscano in modo significativo sull'evoluzione dei valori di scambio.

L'orizzonte di previsione considerato consente di ottenere una stima delle variazioni dei prezzi pari a due periodi oltre il dato immediatamente osservabile.

I dati ottenuti mostrano, nel complesso, un ulteriore rallentamento della crescita nel 2007 seguito da una ripresa dei valori già a partire dal 2008.

In termini di tassi di variazione dei prezzi, il segmento delle abitazioni potrebbe caratterizzarsi, nel 2007, per una migliore dinamica evolutiva rispetto agli altri comparti analizzati.

Tavola 15

Italia – Variazioni percentuali medie dei prezzi correnti degli immobili

	2007	2008
Abitazioni	3,5	3,8
Uffici	2,6	4,4
Negozi	0,2	1,2

Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie.

Abitazioni

Con riferimento ai 13 maggiori centri urbani, sono ormai 4 semestri che il saldo dei giudizi positivi e negativi riguardanti l'andamento dell'attività transattiva e dei valori dell'intero mercato risulta in netto indebolimento. Il quadro non appare migliore nemmeno in riferimento ai giudizi espressi per le 13 città intermedie e riflette quanto già analizzato in precedenza.

Nel complesso, risultano più caute le previsioni circa l'andamento dei valori di compravendita e locazione, per i quali non si prevedono sostanziali mutamenti rispetto alla rilevazione attuale.

Il modello econometrico elaborato per descrivere l'andamento dei prezzi mette in relazione questi ultimi con l'andamento della liquidità (espressa in termini di moneta circolante), del Pil, dell'inflazione e degli investimenti in abitazioni (ritardati di 2 lag temporali alla luce delle tempistiche medie necessarie per portare a termine gli interventi di nuova realizzazione).

Tavola 16

Abitazioni - Elenco delle variabili utilizzate nel modello econometrico

Indicatore	Variabile	Fonte
Domanda potenziale:	<i>Moneta circolante (M1)</i>	Banca d'Italia, Prometeia
	<i>Pil</i>	Istat, Prometeia
Offerta potenziale:	<i>Investimenti in costruzioni residenziali (t-2)</i>	Ance
Quadro macroeconomico:	<i>Inflazione</i>	Istat, Prometeia

Figura 30

**Serie storica delle variazioni medie dei prezzi di abitazioni nuove – Italia
(valori %)**

Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie.

Le previsioni ottenute relativamente all'andamento dei prezzi medi italiani mostrano un'attenuazione della crescita nel 2007 (+3,5%) cui dovrebbe far seguito un'immediata ripresa dei tassi di variazione nel 2008 (+3,8%).

Riguardo ai 13 grandi centri urbani, le stime per il 2007 denotano un maggior indebolimento dei valori (+2,6%), ma lasciano intravedere la possibilità di una più rapida ripresa della crescita nel 2008 (+4,3%).

Uffici

I *sentiment* degli operatori circa l'andamento futuro del comparto direzionale appaiono ancor più pessimistici di quelli relativi al segmento abitativo, tanto nelle grandi città come in quelle intermedie (il saldo dei giudizi previsionali di crescita e diminuzione del mercato risulta negativo da 4 anni a questa parte).

Il modello previsivo adottato per descrivere la dinamica dei prezzi degli uffici presenta come variabili esplicative il Pil (si è scelto di utilizzare la variabile con

un lag temporale di ritardo, in considerazione del differimento con cui si fanno sentire i benefici della crescita economica sulle imprese vecchie e nuove), il tasso d'interesse reale, l'inflazione e gli investimenti in costruzioni al tempo $t-2$ e al tempo t (ciò permette di tenere in considerazione anche il grado di fiducia di investitori/sviluppatori).

Tavola 17

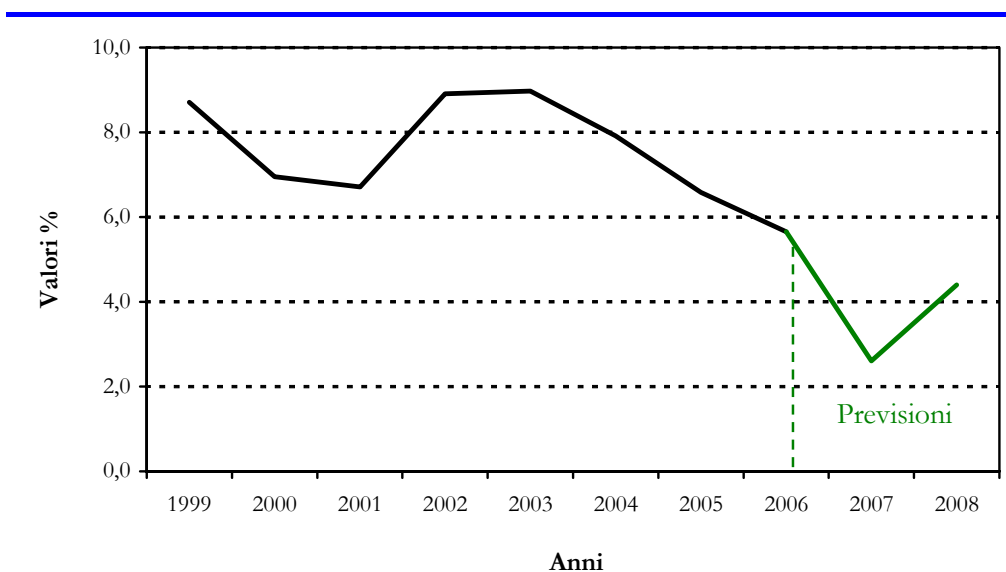
Uffici - Elenco delle variabili utilizzate nel modello econometrico

Indicatore	Variabile	Fonte
Domanda potenziale:	<i>Pil (t-1)</i>	Istat, Prometeia
	<i>Tasso d'interesse reale</i>	Istat, Prometeia
Offerta potenziale:	<i>Investimenti in costruzioni</i>	Ance
	<i>Investimenti in costruzioni (t-2)</i>	Ance
Quadro macroeconomico:	<i>Inflazione</i>	Istat, Prometeia

Anche in questo caso, il 2007 mostra un tasso di variazione inferiore a quello previsto per il 2008 (rispettivamente +2,6% e +4,4%).

Figura 31

Serie storica delle variazioni medie dei prezzi di uffici – Italia (valori %)



Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie.

Negozi

Per quanto il saldo dei giudizi di crescita e diminuzione di volumi e valori sia negativo come negli altri comparti, il mercato dei negozi si caratterizza per una maggior percentuale di operatori ottimisti ed una più solida base di opinioni improntate alla stabilità.

I consumi delle famiglie, il Pil e l'inflazione rappresentano le variabili esogene utilizzate dal modello scelto per spiegare l'evoluzione dei valori di compravendita.

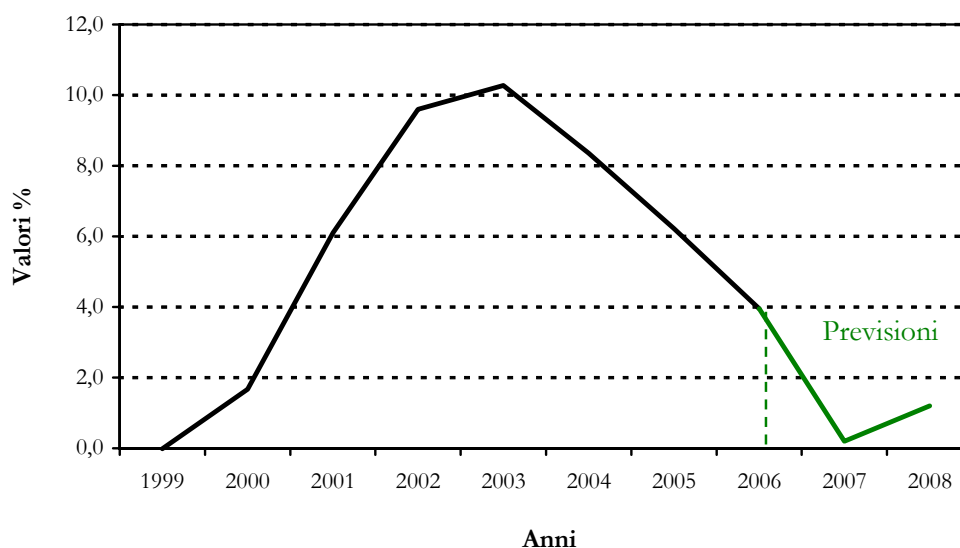
Tavola 18

Negozi - Elenco delle variabili utilizzate nel modello econometrico

Indicatore	Variabile	Fonte
Domanda potenziale:	<i>Spesa delle famiglie</i>	Istat, Prometeia
	<i>Pil (t-1)</i>	Istat, Prometeia
Quadro macroeconomico:	<i>Inflazione</i>	Istat, Prometeia

L'applicazione del modello alla serie storica dei prezzi mostra una crescita pressoché nulla per i valori di compravendita nel 2007 (+0,2%) e un incremento inferiore a quello degli altri comparti per il 2008 (+1,2%).

Figura 32

Serie storica delle variazioni medie dei prezzi di negozi – Italia
(valori %)


Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie.

Focus sull'evoluzione recente dell'Industria Immobiliare

L'industria immobiliare. Se guardiamo quale era la situazione dell'industria immobiliare italiana solo nel 1991, ovvero alle soglie dell'attuale ciclo edilizio, possiamo avere un'idea dell'intensità del cambiamento che essa potrà subire nell'arco dei prossimi anni.

Infatti in meno di un ventennio:

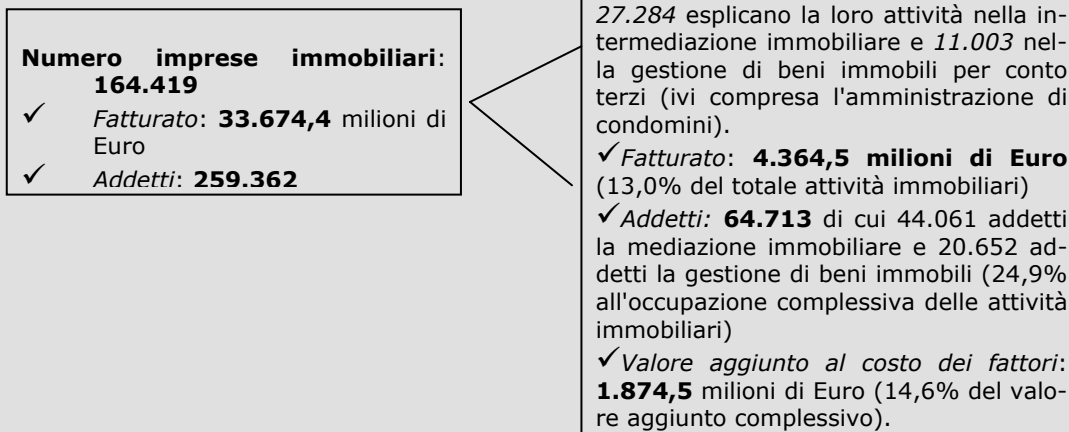
- la dimensione del settore, in termini di occupati, è quasi triplicata;
- la sua importanza economica (misurata dal valore aggiunto pro-capite) è aumentata di circa quattro volte;
- sono intervenute importanti trasformazioni qualitative: i servizi immobiliari fanno incontrare e stimolano domanda e offerta, creano le condizioni per l'uso più efficiente degli immobili, rendono più trasparente, aperto ed efficiente il mercato, promuovendo l'afflusso di capitali e tecnologie.

I fattori che più di altri hanno favorito il cambiamento vanno dal ciclo immobiliare favorevole, all'abbondante liquidità immessa nel sistema economico, ai bassi tassi di interesse, alle privatizzazioni e ad una forte domanda di abitazioni e di immobili di qualità per le attività economiche.

Le imprese immobiliari. Le attività immobiliari operanti sul territorio italiano ammontano a 164.419 unità nel 2004 (dati Eurostat).

Schema 1

Numero imprese immobiliari



Fonte: Nomisma su dati Eurostat.

Incrociando le informazioni Eurostat con quelle prodotte da Infocamere si ottiene una stima delle imprese che svolgono la loro attività in modo prevalente e continuativo nel settore immobiliare: nel 2006 sono circa 191.000 imprese, con un numero di addetti di circa 301.000 unità.

Considerando anche la forza lavoro che opera nel settore in modo non prevalente si stima che, nel corso del 2006, l'occupazione nel settore possa aver raggiunto le 350 mila unità ovvero il 20% dell'occupazione del settore delle costruzioni.

Il recente Rapporto di Unioncamere sulla nati-mortalità delle imprese relativamente al 2006 attribuisce al settore immobiliare il ruolo di "motore" dell'aumento della base imprenditoriale in Italia; il settore immobiliare, assieme a quello delle costruzioni, hanno determinato il 77,4% del saldo complessivo delle imprese nel corso del 2006.

Infine, secondo il recente rapporto ISFOL 2006, tra le professioni in più forte ascesa nei prossimi anni si annoverano gli agenti immobiliari, con un incremento occupazionale, tra il 2005-2009, pari all'11,4% superiore, anche se di poco, a quello previsto per i procuratori legali e avvocati e, a seguire, architetti e urbanisti.

Il gap con l'Europa. Quanto l'industria immobiliare italiana sia diversa da quella "europea" lo dimostrano sinteticamente dati come la dimensione media delle imprese (1,6 addetti contro 2,7), il valore aggiunto pro capite (51 mila Euro contro 94 mila Euro) o il peso della produzione dell'industria immobiliare nell'economia (2,63% contro 4,06%), parametri che collocano sistematicamente l'Italia all'ultimo posto rispetto ai più grandi paesi europei e questo nonostante la crescita ed il cambiamento degli ultimi anni siano stati veramente notevoli.

Tale ritardo prefigura che il percorso di *catching-up* dell'industria italiana dei servizi immobiliari sia ancora lungo anche se l'accelerazione degli ultimi anni costituisce un importante viatico per i prossimi.

Servizi immobiliari più moderni basati su imprese più grandi, forti dell'integrazione con finanza e assicurazione sono le fondamenta dello sviluppo del mercato italiano in un quadro di integrazione ulteriore dei mercati.

APPENDICE STATISTICA

Febbraio 2007

Tavola A.1

Divari medi tra prezzo di compravendita effettivo e richiesto
(dati percentuali)

Città intermedie	Abitazioni	Uffici	Negozi	Capannoni	Posti auto
Ancona	10,2	12,2	11,2	8,7	7,3
Bergamo	9,9	11,3	11,5	9,3	7,7
Brescia	8,8	8,4	7,9	7,0	4,7
Livorno	8,3	8,5	8,6	7,5	4,1
Messina	11,8	14,3	14,4	13,9	9,5
Modena	10,5	12,0	9,9	8,8	5,6
Novara	10,9	9,2	10,0	9,8	7,3
Parma	8,0	9,6	9,3	8,6	3,7
Perugia	9,5	9,9	10,8	9,9	5,4
Salerno	13,9	14,1	12,6	13,7	6,7
Taranto	15,0	13,4	14,0	11,8	7,5
Trieste	11,0	13,8	10,8	7,3	2,6
Verona	9,4	9,4	8,9	9,6	5,3
<i>Medie</i>	<i>10,6</i>	<i>11,2</i>	<i>10,8</i>	<i>9,7</i>	<i>5,9</i>

Fonte: Nomisma.

Tavola A.2

Tempi medi di vendita
(in mesi)

Città intermedie	Abitazioni	Uffici	Negozi	Capannoni	Posti auto
Ancona	4,4	5,8	5,9	7,7	3,5
Bergamo	4,7	6,5	6,3	6,1	2,8
Brescia	4,6	5,7	5,4	6,7	3,8
Livorno	4,5	5,9	6,3	6,1	2,9
Messina	3,8	5,0	4,5	5,6	2,7
Modena	5,1	7,5	5,9	6,1	4,5
Novara	3,7	6,5	5,2	6,8	3,0
Parma	4,3	5,7	5,1	7,1	2,7
Perugia	4,0	4,8	5,5	5,8	2,3
Salerno	4,1	4,5	3,8	6,2	1,8
Taranto	4,3	5,0	5,4	5,9	2,0
Trieste	4,0	6,7	5,3	6,6	1,8
Verona	4,0	4,5	4,1	5,0	2,2
<i>Medie</i>	<i>4,3</i>	<i>5,7</i>	<i>5,3</i>	<i>6,3</i>	<i>2,8</i>

Fonte: Nomisma.

Tempi medi di locazione*(in mesi)*

Città intermedie	Abitazioni	Uffici	Negozi	Capannoni	Posti auto
Ancona	2,6	4,7	4,2	6,8	2,5
Bergamo	2,5	4,5	5,2	5,1	2,4
Brescia	2,4	4,0	3,1	4,7	2,8
Livorno	3,1	4,7	5,3	5,4	2,6
Messina	2,2	3,5	3,2	4,9	1,9
Modena	2,3	6,6	4,8	6,1	3,1
Novara	1,9	4,2	3,3	4,6	1,8
Parma	2,8	4,7	4,4	6,3	2,5
Perugia	2,7	4,0	4,1	4,7	1,9
Salerno	2,6	3,0	3,2	4,4	1,6
Taranto	2,0	2,9	3,3	5,1	2,3
Trieste	2,6	5,5	4,8	5,4	2,4
Verona	2,2	3,2	2,7	4,7	2,0
<i>Medie</i>	<i>2,5</i>	<i>4,3</i>	<i>4,0</i>	<i>5,2</i>	<i>2,3</i>

Fonte: Nomisma.

Prezzi medi di compravendita di abitazioni
(€ al metro quadrato)

Città intermedie	Centri		Periferie		Media ponderata
	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	
Abitazioni nuove o ristrutturate					
Ancona	2.963	4.229	2.100	2.875	2.765
Bergamo	2.790	4.000	1.885	2.420	2.463
Brescia	2.975	4.400	2.011	2.938	2.778
Livorno	2.120	3.100	1.760	2.386	2.207
Messina	2.240	3.000	1.327	1.763	1.814
Modena	3.115	4.222	2.257	2.790	2.810
Novara	2.256	3.320	1.330	1.900	1.908
Parma	3.086	4.557	2.122	2.911	2.843
Perugia	2.378	3.355	1.620	2.000	2.074
Salerno	4.063	5.500	2.329	3.033	3.206
Taranto	1.881	2.530	1.150	1.550	1.564
Trieste	2.117	2.947	1.808	2.300	2.174
Verona	3.633	5.380	1.825	2.375	2.702
<i>Medie</i>	<i>2.740</i>	<i>3.888</i>	<i>1.810</i>	<i>2.403</i>	<i>2.408</i>
Abitazioni usate abitabili					
Ancona	2.200	2.900	1.533	2.200	2.038
Bergamo	1.843	2.667	1.250	1.700	1.670
Brescia	2.033	3.157	1.375	1.983	1.908
Livorno	1.740	2.300	1.238	1.900	1.682
Messina	1.667	2.133	1.009	1.430	1.390
Modena	2.285	2.823	1.692	2.154	2.081
Novara	1.589	2.178	900	1.300	1.296
Parma	2.167	3.133	1.486	2.088	2.002
Perugia	1.956	2.440	1.233	1.600	1.612
Salerno	3.267	4.600	1.957	2.433	2.630
Taranto	1.050	1.500	830	1.210	1.084
Trieste	1.553	2.113	1.235	1.650	1.540
Verona	2.375	3.300	1.256	1.725	1.827
<i>Medie</i>	<i>1.979</i>	<i>2.711</i>	<i>1.307</i>	<i>1.798</i>	<i>1.751</i>

Fonte: Nomisma.

Variazioni annue dei prezzi medi di compravendita di abitazioni
(dati percentuali)

Città intermedie	Centri		Periferie		Media ponderata
	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	
Abitazioni nuove o ristrutturate					
Ancona	4,6	7,1	6,3	8,5	7,1
Bergamo	7,9	8,9	7,1	7,2	7,6
Brescia	6,4	6,9	2,0	5,5	4,9
Livorno	6,0	4,8	6,7	5,6	5,8
Messina	6,7	7,9	3,2	6,8	6,0
Modena	2,6	6,9	5,0	7,0	5,7
Novara	6,8	7,5	6,4	6,8	6,9
Parma	6,4	6,0	6,1	6,2	6,2
Perugia	6,5	6,7	6,5	6,1	6,4
Salerno	6,0	6,5	4,9	4,6	5,3
Taranto	6,0	7,0	9,5	10,7	8,9
Trieste	2,5	4,9	6,4	5,9	5,4
Verona	7,6	8,0	4,7	5,9	6,4
<i>Medie</i>	<i>5,9</i>	<i>6,9</i>	<i>5,6</i>	<i>6,5</i>	<i>6,2</i>
Abitazioni usate abitabili					
Ancona	6,0	6,7	9,5	8,5	8,1
Bergamo	6,7	8,8	8,7	7,0	7,8
Brescia	6,1	7,0	5,1	6,3	6,1
Livorno	7,6	11,0	9,2	7,5	8,6
Messina	6,8	8,5	4,4	5,9	6,1
Modena	3,7	6,3	6,1	7,4	6,3
Novara	6,8	6,6	5,9	7,7	6,9
Parma	4,8	5,8	6,1	7,1	6,2
Perugia	7,4	7,4	6,6	6,7	6,9
Salerno	7,1	8,2	4,4	6,4	6,3
Taranto	8,6	9,1	8,9	7,6	8,3
Trieste	5,7	5,9	6,5	6,5	6,3
Verona	6,9	12,7	4,7	6,2	7,3
<i>Medie</i>	<i>6,4</i>	<i>8,0</i>	<i>6,5</i>	<i>7,0</i>	<i>6,9</i>

Fonte: Nomisma.

Prezzi, canoni e rendimenti medi di abitazioni usate abitabili nel libero mercato

Città intermedie	Centri		Periferie		Media ponderata
	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	
Prezzi medi di compravendita (€ al metro quadrato)					
Ancona	2.200	2.900	1.533	2.200	2.038
Bergamo	1.843	2.667	1.250	1.700	1.670
Brescia	2.033	3.157	1.375	1.983	1.908
Livorno	1.740	2.300	1.238	1.900	1.682
Messina	1.667	2.133	1.009	1.430	1.390
Modena	2.285	2.823	1.692	2.154	2.081
Novara	1.589	2.178	900	1.300	1.296
Parma	2.167	3.133	1.486	2.088	2.002
Perugia	1.956	2.440	1.233	1.600	1.612
Salerno	3.267	4.600	1.957	2.433	2.630
Taranto	1.050	1.500	830	1.210	1.084
Trieste	1.553	2.113	1.235	1.650	1.540
Verona	2.375	3.300	1.256	1.725	1.827
Medie	1.979	2.711	1.307	1.798	1.751
Canoni medi di locazione (€ al metro quadrato per anno)					
Ancona	105	149	76	108	101
Bergamo	98	131	67	93	88
Brescia	100	124	71	100	92
Livorno	100	131	82	105	99
Messina	77	103	53	69	68
Modena	98	121	75	93	90
Novara	73	97	49	69	66
Parma	96	139	73	100	94
Perugia	106	132	75	95	94
Salerno	132	168	84	111	111
Taranto	62	86	46	67	61
Trieste	86	127	66	96	87
Verona	120	170	72	102	102
Medie	96	129	68	93	89
Rendimenti medi lordi annui (dati percentuali)					
Ancona		5,0		4,9	4,9
Bergamo		5,1		5,4	5,3
Brescia		4,3		5,1	4,8
Livorno		5,7		6,0	5,9
Messina		4,7		5,0	4,9
Modena		4,3		4,4	4,3
Novara		4,5		5,4	5,1
Parma		4,4		4,8	4,7
Perugia		5,4		6,0	5,8
Salerno		3,8		4,4	4,2
Taranto		5,8		5,5	5,6
Trieste		5,8		5,6	5,7
Verona		5,1		5,8	5,6
Medie		4,8		5,2	5,1

Fonte: Nomisma.

Prezzi medi di compravendita di uffici liberi, nuovi o ristrutturati, e relative variazioni annue

Città intermedie	Centri		Periferie terziarie		Periferie		Media ponderata
	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	
Prezzi medi di compravendita (€ al metro quadrato)							
Ancona	2.533	3.443	1.950	2.700	1.400	2.033	2.072
Bergamo	2.375	3.200	1.840	2.500	1.600	1.900	2.018
Brescia	2.829	3.975	2.043	2.840	1.500	2.290	2.266
Livorno	1.850	2.425	1.500	2.183	1.270	1.800	1.709
Messina	2.150	2.800	1.325	1.725	1.188	1.575	1.579
Modena	2.675	3.308	2.200	2.650	1.754	2.086	2.217
Novara	2.075	2.833	1.425	1.867	1.150	1.433	1.559
Parma	2.740	3.750	2.017	2.800	1.750	2.333	2.318
Perugia	2.160	2.880	1.690	2.250	1.267	1.658	1.759
Salerno	3.340	4.800	2.475	3.186	1.867	2.450	2.623
Taranto	1.664	2.250	1.200	1.596	913	1.150	1.268
Trieste	1.796	2.436	1.360	1.800	1.069	1.517	1.492
Verona	3.050	4.025	1.871	2.433	1.500	2.033	2.130
<i>Medie</i>	<i>2.403</i>	<i>3.240</i>	<i>1.761</i>	<i>2.348</i>	<i>1.402</i>	<i>1.866</i>	<i>1.924</i>
Variazioni percentuali annue							
Ancona	3,4	5,5	6,0	5,6	6,1	5,6	5,5
Bergamo	6,7	10,1	6,7	8,7	6,7	6,9	7,5
Brescia	5,4	7,4	2,1	4,5	3,4	4,1	4,3
Livorno	5,7	3,9	7,1	7,4	5,8	7,4	6,5
Messina	6,3	5,9	3,9	3,9	5,6	5,9	5,3
Modena	0,9	3,4	0,9	6,4	3,2	7,0	4,2
Novara	5,5	5,9	3,6	4,8	3,4	5,2	4,7
Parma	6,4	5,6	6,1	6,1	5,0	6,1	5,8
Perugia	8,0	8,7	6,5	7,8	4,8	7,0	6,9
Salerno	6,0	6,7	5,3	3,9	5,7	4,3	5,1
Taranto	5,2	5,4	4,3	6,0	9,0	9,5	7,1
Trieste	2,2	5,9	4,6	6,9	4,3	5,8	5,2
Verona	8,0	7,3	3,0	4,5	3,4	7,0	5,5
<i>Medie</i>	<i>5,4</i>	<i>6,4</i>	<i>4,6</i>	<i>5,8</i>	<i>5,0</i>	<i>6,1</i>	<i>5,6</i>

Fonte: Nomisma.

Canoni e rendimenti medi di uffici liberi, nuovi o ristrutturati

Città intermedie	Centri		Periferie terziarie		Periferie		Media ponderata
	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	
Canoni medi di locazione (<i>€ al metro quadrato per anno</i>)							
Ancona	117	171	98	126	71	101	102
Bergamo	118	162	93	123	80	92	100
Brescia	106	145	102	123	78	105	102
Livorno	106	137	89	116	76	97	96
Messina	84	109	67	84	51	70	70
Modena	122	180	100	129	84	105	108
Novara	105	147	73	102	55	77	81
Parma	133	185	106	132	87	113	114
Perugia	125	172	106	143	83	112	112
Salerno	146	193	105	135	84	103	112
Taranto	76	102	61	85	49	66	66
Trieste	101	137	81	111	63	88	87
Verona	105	162	85	121	73	97	97
<i>Medie</i>	<i>111</i>	<i>154</i>	<i>90</i>	<i>118</i>	<i>72</i>	<i>94</i>	<i>96</i>
Rendimenti medi lordi annui (<i>dati percentuali</i>)							
Ancona	4,8		4,8		5,0		4,9
Bergamo	5,0		5,0		4,9		5,0
Brescia	3,7		4,6		4,8		4,5
Livorno	5,7		5,6		5,6		5,6
Messina	3,9		5,0		4,4		4,4
Modena	5,1		4,7		4,9		4,9
Novara	5,1		5,3		5,1		5,2
Parma	4,9		4,9		4,9		4,9
Perugia	5,9		6,3		6,7		6,4
Salerno	4,2		4,2		4,3		4,3
Taranto	4,5		5,2		5,6		5,2
Trieste	5,6		6,1		5,8		5,9
Verona	3,8		4,8		4,8		4,6
<i>Medie</i>	<i>4,7</i>		<i>5,0</i>		<i>5,1</i>		<i>5,0</i>

Fonte: Nomisma.

Prezzi medi di compravendita di negozi ben localizzati, e relative variazioni annue

Città intermedie	Centri		Periferie		Media ponderata
	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	
Prezzi di compravendita (€ al metro quadrato)					
Ancona	4.000	5.667	1.688	2.686	2.848
Bergamo	3.350	5.245	1.500	2.220	2.469
Brescia	2.875	4.350	2.029	2.750	2.695
Livorno	2.750	4.500	1.600	2.325	2.378
Messina	3.111	4.750	1.520	2.350	2.434
Modena	3.256	4.671	1.911	2.529	2.656
Novara	2.733	4.150	1.340	1.975	2.104
Parma	2.960	5.511	1.780	2.633	2.714
Perugia	2.671	5.292	1.792	2.425	2.577
Salerno	4.620	6.838	2.600	3.680	3.787
Taranto	2.363	3.267	1.260	1.900	1.889
Trieste	2.509	4.658	1.236	2.017	2.116
Verona	4.200	7.500	2.013	2.881	3.298
<i>Medie</i>	<i>3.184</i>	<i>5.108</i>	<i>1.713</i>	<i>2.490</i>	<i>2.613</i>
Variazioni percentuali annue					
Ancona	6,7	6,3	6,6	7,4	6,8
Bergamo	8,1	6,4	0,0	8,7	5,9
Brescia	5,2	8,7	6,8	8,6	7,6
Livorno	-0,6	-1,1	6,7	5,7	3,3
Messina	6,8	7,3	4,8	7,6	6,7
Modena	5,0	3,8	3,3	7,6	5,2
Novara	7,2	9,2	6,3	8,5	7,9
Parma	3,9	5,0	6,8	6,4	5,8
Perugia	5,5	7,7	6,5	7,2	6,9
Salerno	8,7	7,6	4,0	5,1	5,9
Taranto	3,7	5,8	5,0	8,6	6,3
Trieste	4,5	5,6	3,0	4,3	4,4
Verona	4,0	-2,0	4,5	2,9	2,0
<i>Medie</i>	<i>5,4</i>	<i>5,0</i>	<i>4,9</i>	<i>6,7</i>	<i>5,7</i>

Fonte: Nomisma.

Canoni e rendimenti medi di negozi ben localizzati

Città intermedie	Centri		Periferie		Media ponderata
	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	
Canoni medi di locazione (<i>€ al metro quadrato per anno</i>)					
Ancona	306	532	147	242	251
Bergamo	240	360	124	176	187
Brescia	177	265	113	180	165
Livorno	196	305	107	162	164
Messina	207	320	106	168	169
Modena	234	349	111	183	183
Novara	256	380	115	181	190
Parma	263	424	155	236	232
Perugia	231	370	126	190	194
Salerno	316	447	172	278	264
Taranto	169	255	104	150	148
Trieste	208	373	107	174	178
Verona	330	539	159	241	259
<i>Medie</i>	<i>241</i>	<i>378</i>	<i>126</i>	<i>197</i>	<i>199</i>
Rendimenti medi lordi annui (<i>dati percentuali</i>)					
Ancona	8,7		8,9		8,8
Bergamo	7,0		8,1		7,6
Brescia	6,1		6,1		6,1
Livorno	6,9		6,9		6,9
Messina	6,7		7,1		6,9
Modena	7,4		6,6		6,9
Novara	9,2		8,9		9,1
Parma	8,1		8,8		8,6
Perugia	7,5		7,5		7,5
Salerno	6,7		7,2		7,0
Taranto	7,5		8,0		7,8
Trieste	8,1		8,7		8,4
Verona	7,4		8,2		7,8
<i>Medie</i>	<i>7,5</i>		<i>7,7</i>		<i>7,6</i>

Fonte: Nomisma.

Prezzi, canoni e rendimenti medi di capannoni industriali ben localizzati, secondo la dimensione

Città intermedie	500 mq		1.000 mq		3.000 mq		Media ponderata
	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	
Prezzi medi di compravendita (€ al metro quadrato)							
Ancona	1.040	1.380	880	1.220	800	1.150	1.078
Bergamo	800	1.060	775	1.025	717	860	873
Brescia	760	1.025	700	900	610	800	799
Livorno	947	1.275	800	1.033	663	790	918
Messina	783	1.075	680	925	525	783	795
Modena	854	1.100	713	925	604	775	828
Novara	520	663	403	550	380	450	494
Parma	783	1.217	650	1.060	535	917	860
Perugia	467	600	425	510	350	463	469
Salerno	933	1.238	833	1.050	681	875	935
Taranto	430	615	367	520	265	400	433
Trieste	734	985	650	870	547	750	756
Verona	725	1.150	706	1.020	620	914	856
<i>Medie</i>	<i>752</i>	<i>1.029</i>	<i>660</i>	<i>893</i>	<i>561</i>	<i>764</i>	<i>777</i>
Canoni medi di locazione (€ al metro quadrato per anno)							
Ancona	69	101	64	89	53	80	76
Bergamo	60	82	52	71	48	64	63
Brescia	55	74	47	63	41	53	56
Livorno	65	82	56	72	46	59	63
Messina	67	96	53	70	45	60	65
Modena	60	78	50	66	41	58	59
Novara	46	63	41	52	34	43	46
Parma	50	72	37	59	30	46	49
Perugia	49	62	40	53	35	47	48
Salerno	69	89	58	77	46	59	66
Taranto	45	65	41	51	27	38	45
Trieste	63	81	54	71	49	65	64
Verona	56	73	50	67	46	57	58
<i>Medie</i>	<i>58</i>	<i>78</i>	<i>49</i>	<i>66</i>	<i>41</i>	<i>56</i>	<i>58</i>
Rendimenti medi lordi annui (dati percentuali)							
Ancona	7,0		7,3		6,8		7,0
Bergamo	7,7		6,8		7,1		7,2
Brescia	7,3		6,9		6,6		7,0
Livorno	6,6		7,0		7,2		6,9
Messina	8,8		7,7		8,0		8,2
Modena	7,1		7,1		7,2		7,1
Novara	9,2		9,8		9,2		9,4
Parma	6,1		5,6		5,2		5,7
Perugia	10,4		10,0		10,1		10,2
Salerno	7,3		7,1		6,8		7,1
Taranto	10,5		10,4		9,7		10,3
Trieste	8,3		8,2		8,8		8,4
Verona	6,8		6,8		6,7		6,8
<i>Medie</i>	<i>7,6</i>		<i>7,5</i>		<i>7,4</i>		<i>7,5</i>

Fonte: Nomisma.

Prezzi medi di compravendita di spazi destinati a parcheggio

(€)

Città intermedie	Centri		Periferie		Media ponderata
	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	
Posti auto all'aperto					
Ancona	12.000	16.000	7.500	11.000	10.438
Bergamo	11.667	18.400	6.800	10.000	10.058
Brescia	17.100	23.500	8.167	13.250	13.106
Livorno	10.800	13.600	7.100	10.000	9.463
Messina	8.000	10.800	3.800	7.100	6.438
Modena	12.000	16.500	6.000	8.000	8.813
Novara	7.333	10.500	3.100	4.920	5.237
Parma	17.125	27.400	6.417	10.000	11.722
Perugia	6.200	8.500	3.875	5.571	5.380
Salerno	20.000	30.000	13.200	19.000	18.325
Taranto	11.667	15.333	8.000	11.214	10.580
Trieste	16.500	23.933	8.750	13.500	13.398
Verona	37.000	48.333	10.000	13.750	19.573
<i>Medie</i>	<i>14.415</i>	<i>20.215</i>	<i>7.131</i>	<i>10.562</i>	<i>10.964</i>
Posti auto al coperto					
Ancona	17.000	24.500	10.400	16.600	15.313
Bergamo	15.600	23.000	8.750	13.000	12.981
Brescia	32.200	44.000	13.833	20.033	22.225
Livorno	15.600	21.500	12.000	16.833	15.450
Messina	14.200	20.400	6.700	10.667	10.837
Modena	21.500	28.000	8.700	11.500	13.762
Novara	10.400	15.000	4.720	7.786	7.865
Parma	23.286	36.429	9.013	12.938	15.696
Perugia	9.000	14.200	5.333	7.533	7.725
Salerno	27.500	37.000	19.750	26.167	25.281
Taranto	15.143	19.667	11.286	14.500	14.021
Trieste	24.800	31.429	13.100	19.833	19.379
Verona	47.286	62.571	13.000	18.200	25.432
<i>Medie</i>	<i>21.040</i>	<i>29.053</i>	<i>10.507</i>	<i>15.045</i>	<i>15.844</i>
Box o garage singoli					
Ancona	25.000	33.800	15.200	23.000	21.675
Bergamo	35.000	51.667	17.667	24.333	26.583
Brescia	47.500	66.333	19.800	28.833	32.467
Livorno	26.000	36.167	18.667	25.667	24.396
Messina	21.000	30.000	11.000	16.250	16.594
Modena	43.500	56.000	17.000	22.500	27.250
Novara	22.600	33.800	12.167	18.257	18.459
Parma	36.667	67.857	19.000	27.000	30.315
Perugia	26.500	43.000	12.000	18.800	20.238
Salerno	56.000	71.500	31.000	38.000	41.813
Taranto	26.000	32.500	17.000	24.000	22.688
Trieste	34.500	44.167	22.500	29.833	29.458
Verona	65.429	99.286	18.000	24.333	36.464
<i>Medie</i>	<i>35.823</i>	<i>51.237</i>	<i>17.769</i>	<i>24.677</i>	<i>26.800</i>

Fonte: Nomisma.

Canoni medi di locazione di spazi destinati a parcheggio

(€ per anno)

Città intermedie	Centri		Periferie		Media ponderata
	Minimi	Massimi	Minimi	Massimi	
Posti auto all'aperto					
Ancona	1.075	1.590	685	980	958
Bergamo	932	1.404	530	810	794
Brescia	1.133	1.610	665	967	955
Livorno	1.029	1.377	751	1.020	965
Messina	1.160	1.420	750	952	961
Modena	700	940	415	500	548
Novara	515	760	240	345	379
Parma	695	1.040	350	507	538
Perugia	825	1.180	449	635	657
Salerno	1.140	1.820	893	1.233	1.168
Taranto	1.003	1.243	767	967	931
Trieste	1.467	1.917	824	1.167	1.169
Verona	1.017	1.333	418	542	654
<i>Medie</i>	<i>976</i>	<i>1.356</i>	<i>595</i>	<i>817</i>	<i>821</i>
Posti auto al coperto					
Ancona	1.640	2.320	1.050	1.580	1.481
Bergamo	1.150	1.768	760	1.133	1.075
Brescia	1.575	1.990	930	1.320	1.289
Livorno	1.343	1.670	1.069	1.346	1.282
Messina	1.536	1.900	915	1.275	1.251
Modena	1.147	1.330	470	720	756
Novara	684	910	322	442	486
Parma	918	1.270	552	746	760
Perugia	1.127	1.410	543	817	827
Salerno	1.860	2.433	1.300	1.800	1.699
Taranto	1.229	1.593	931	1.223	1.161
Trieste	1.915	2.400	1.196	1.600	1.588
Verona	1.435	1.874	645	830	967
<i>Medie</i>	<i>1.351</i>	<i>1.759</i>	<i>822</i>	<i>1.141</i>	<i>1.125</i>
Box o garage singoli					
Ancona	2.300	3.000	1.440	1.900	1.915
Bergamo	1.717	2.577	935	1.447	1.430
Brescia	2.250	3.000	1.250	1.800	1.800
Livorno	1.870	2.370	1.513	1.890	1.806
Messina	2.000	2.710	1.200	1.670	1.665
Modena	1.833	2.270	978	1.428	1.415
Novara	1.306	1.698	640	986	985
Parma	1.857	3.175	766	1.210	1.370
Perugia	2.010	2.952	840	1.280	1.415
Salerno	3.000	4.200	2.000	2.800	2.700
Taranto	1.929	2.450	1.372	1.874	1.765
Trieste	2.323	3.220	1.633	2.117	2.099
Verona	2.040	2.725	865	1.148	1.351
<i>Medie</i>	<i>2.033</i>	<i>2.796</i>	<i>1.187</i>	<i>1.658</i>	<i>1.670</i>

Fonte: Nomisma.

Rendimenti medi lordi annui di spazi destinati a parcheggio*(dati percentuali)*

Città intermedie	Centri	Periferie	Media ponderata
Posti auto all'aperto			
Ancona	9,5	9,0	9,2
Bergamo	7,8	8,0	7,9
Brescia	6,8	7,6	7,3
Livorno	9,9	10,4	10,2
Messina	13,7	15,6	14,9
Modena	5,8	6,5	6,2
Novara	7,1	7,3	7,2
Parma	3,9	5,2	4,6
Perugia	13,6	11,5	12,2
Salerno	5,9	6,6	6,4
Taranto	8,3	9,0	8,8
Trieste	8,4	8,9	8,7
Verona	2,8	4,0	3,3
<i>Medie</i>	<i>6,7</i>	<i>8,0</i>	<i>7,5</i>
Posti auto al coperto			
Ancona	9,5	9,7	9,7
Bergamo	7,6	8,7	8,3
Brescia	4,7	6,6	5,8
Livorno	8,1	8,4	8,3
Messina	9,9	12,6	11,5
Modena	5,0	5,9	5,5
Novara	6,3	6,1	6,2
Parma	3,7	5,9	4,8
Perugia	10,9	10,6	10,7
Salerno	6,7	6,8	6,7
Taranto	8,1	8,4	8,3
Trieste	7,7	8,5	8,2
Verona	3,0	4,7	3,8
<i>Medie</i>	<i>6,2</i>	<i>7,7</i>	<i>7,1</i>
Box o garage singoli			
Ancona	9,0	8,7	8,8
Bergamo	5,0	5,7	5,4
Brescia	4,6	6,3	5,5
Livorno	6,8	7,7	7,4
Messina	9,2	10,5	10,0
Modena	4,1	6,1	5,2
Novara	5,3	5,3	5,3
Parma	4,8	4,3	4,5
Perugia	7,1	6,9	7,0
Salerno	5,6	7,0	6,5
Taranto	7,5	7,9	7,8
Trieste	7,0	7,2	7,1
Verona	2,9	4,8	3,7
<i>Medie</i>	<i>5,5</i>	<i>6,7</i>	<i>6,2</i>

Fonte: Nomisma.