

## Il mercato della locazione in Italia

### Mercato immobiliare

Il mercato della locazione residenziale in Italia ha visto un crescente interesse nell'ultimo periodo, favorito da un parziale spostamento della domanda prima orientata all'acquisto. Nell'ultimo anno, infatti, il 7,3% delle richieste si è spostata da un segmento all'altro, soprattutto in ragione delle difficoltà di accesso al credito, aumentando il differenziale tra domanda di locazione rispetto all'offerta disponibile.

### Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Nelle prime due settimane di febbraio, sulla scia di una ridefinizione delle attese sulla svolta monetaria espansiva, si è delineata una significativa crescita per tutte le principali scadenze dei tassi Eurirs e per i tassi Euribor a 6 e 12 mesi, a fronte di una sostanziale stabilità dei tassi Euribor a 1 e 3 mesi. Prospettivamente riteniamo che l'avvio della fase di riduzione dei tassi sia tuttora più probabile a giugno che ad aprile, ma che un inizio più ravvicinato non possa ancora essere escluso.

**13 febbraio 2024 - 14:55 CET**

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

**Ester Brizzolara**

Analista Finanziario

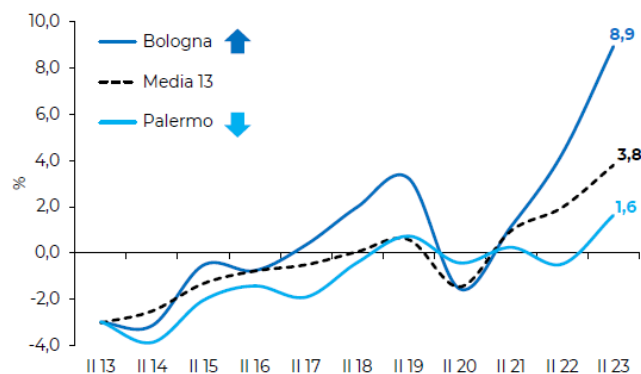
**Paolo Leoni**

Analista Finanziario

**13 febbraio 2024 - 15:02 CET**

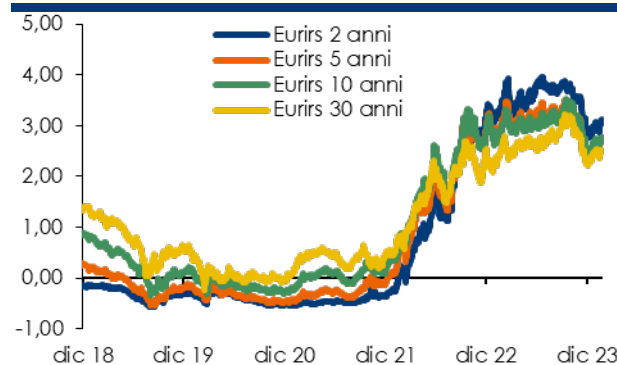
Data e ora di circolazione

**Evoluzione dei canoni di abitazioni nelle principali città italiane (variazioni % annuali)**



Nota: la media si riferisce alle 13 maggiori città italiane. Fonte: Nomisma

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



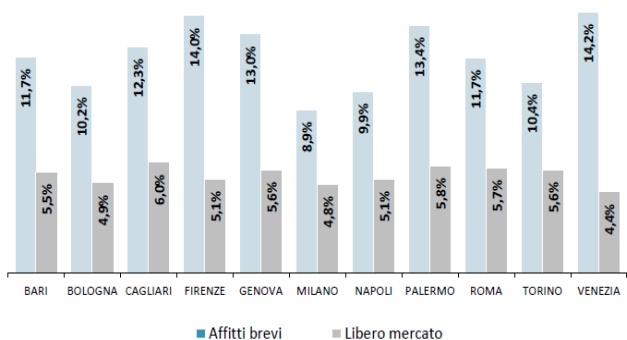
Fonte: Bloomberg

## Mercato immobiliare

Le improvvise difficoltà sul versante della compravendita, dovute al repentino rialzo dei tassi d'interesse, hanno favorito il mercato degli affitti. Si tratta spesso di scelte temporanee da parte dei potenziali acquirenti, in attesa di una riduzione dei costi di finanziamento e di un allentamento della selettività creditizia; tuttavia, questa domanda aggiuntiva intensifica la pressione rialzista sui canoni. In media, nelle principali città italiane nella seconda parte del 2023 i canoni sono aumentati del 2,1%, con punte del 5% a Bologna e del 4% a Firenze. L'accelerazione registrata nel semestre ben riflette l'accresciuto interesse, sia per l'opzione di breve durata, alimentata dalla vitalità del settore turistico, che per quella a medio-lungo termine, come evidenzia il grafico sottostante.

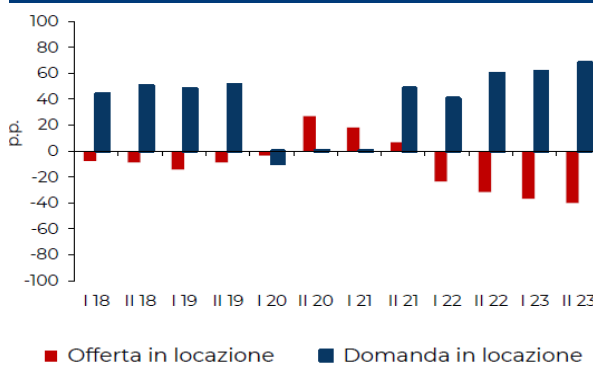
Ester Brizzolara

**Redditività lorda da libero mercato a confronto con redditività da affitti brevi delle abitazioni**



Fonte: Nomisma

**Saldo giudizi aumento e calo offerta e domanda di locazione delle abitazioni**



Fonte: Nomisma

Secondo le rilevazioni Nomisma, a una crescita generalizzata di tutte le componenti di domanda, fa riscontro un orientamento dell'offerta volto a contenere i crescenti rischi di morosità o a garantirsi livelli più alti di rendimento. L'elevata quota di immobili inutilizzati o comunque nelle disponibilità dei proprietari, associata all'accresciuta dimensione del mercato degli affitti brevi, rende sempre più difficile trovare soluzioni abitative per i nuclei familiari con limitate disponibilità economiche. Secondo gli esperti, la crescente conflittualità che si registra su questo versante è inevitabilmente destinata ad acuirsi nei prossimi mesi, a causa del rallentamento della congiuntura economica con ripercussioni sul mercato del lavoro.

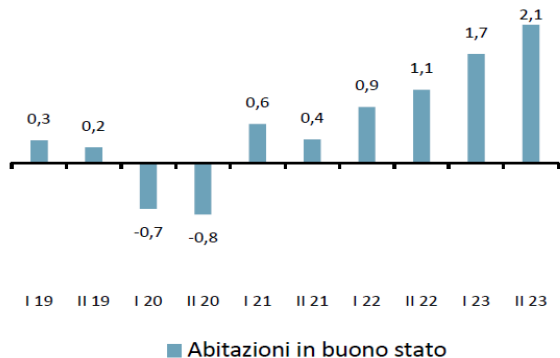
Il comparto residenziale in Italia vede una presenza elevata di singoli proprietari privati con scarsa presenza di investitori istituzionali. Lo scenario però è in progressivo cambiamento anche in considerazione degli importanti investimenti necessari per rispettare le direttive europee in merito alla riqualificazione energetica degli immobili. Diversi sono i progetti di ristrutturazione di immobili residenziali e turistico-ricettivi che vedono già coinvolti investitori istituzionali, in particolare nelle grandi città. A concorrere alla rimodulazione del target per gli investimenti corporate ha contribuito altresì l'ormai prossima saturazione della logistica (cresciuta tanto negli anni passati), le difficoltà del commerciale (penalizzato dall'e-commerce) e la necessità di riprezzamento del direzionale, in coerenza con i rendimenti degli impieghi alternativi (in primis obbligazioni e titoli di stato). Solo nei prossimi mesi, con il graduale ritorno all'operatività da parte di operatori stranieri oggi attendisti, si potrà attestare se la ritrovata centralità del residenziale rappresenti un fenomeno strutturale o un diversivo congiunturale.

L'accresciuta pressione della domanda di locazione ha fatto sì che, anche nel 2° semestre dell'anno, proseguisse l'ascesa dei canoni (+2,1%), iniziata al termine della fase pandemica (1° semestre 2021). Non si tratta di variazioni significative anche perché il mercato italiano è composito e non soggetto a cambiamenti repentini. La media nasconde, tuttavia, una certa

variabilità tra i mercati: dalla stabilità dei canoni su base semestrale di Venezia, si passa ad incrementi tra il 3-4% a Milano, Firenze e Torino, fino ad arrivare al +5% di Bologna.

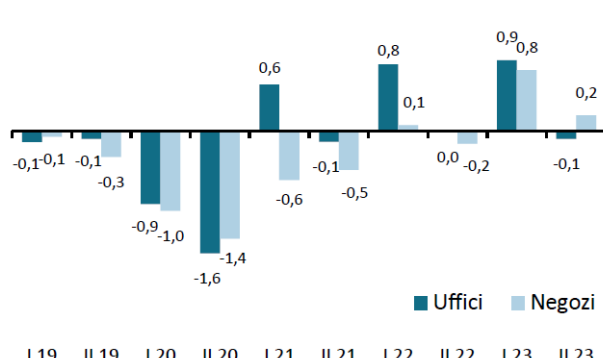
La dinamica dei canoni di locazione di uffici e negozi ha risentito anch'essa della volatilità del contesto, come si evince nel grafico sottostante, ma con una progressiva attenuazione dell'intensità delle variazioni nel 2° semestre.

**Variazioni semestrali dei canoni di abitazioni in buono stato nella media dei maggiori mercati (valori in %)**



Fonte: Nomisma

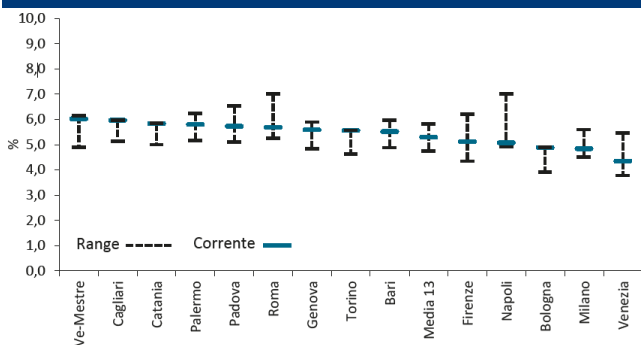
**Variazioni semestrali dei canoni correnti di uffici e negozi nella media dei maggiori mercati (valori in %)**



Fonte: Nomisma

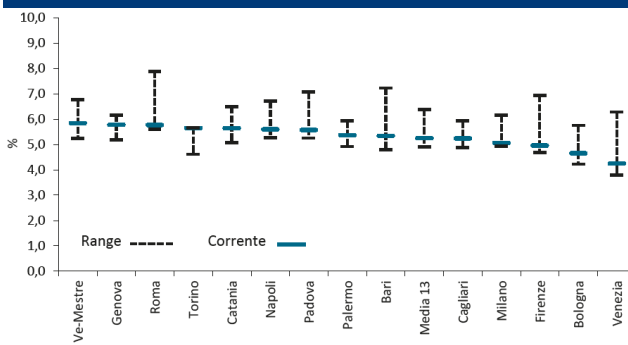
La migliore performance del segmento locativo, rispetto a quello dell'acquisto, ha sostenuto la crescita, anche se lieve, dei rendimenti lordi da locazione. Secondo le rilevazioni Nomisma in un anno, l'incremento è risultato, in media, di 12 punti base per il residenziale, con un range che va dai 10 punti base dei mercati del centro città ai 14 punti base delle periferie. Più marcata è risultata la differenziazione tra le diverse città, con punte di +20/30 punti base a Bari, Bologna, Cagliari, Catania, Torino e 6,5 punti base a Milano, per effetto di una congiuntura che vede prezzi e canoni di locazione crescere a tassi di analoga entità.

**Rendimenti medi da locazione di abitazioni in buono stato nel periodo 2000-2023 (in %)**



Fonte: Nomisma

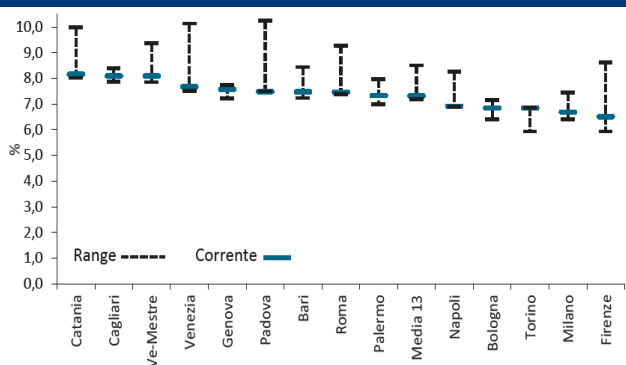
**Rendimenti medi da locazione di uffici nel periodo 2000-2023 (in %)**



Fonte: Nomisma

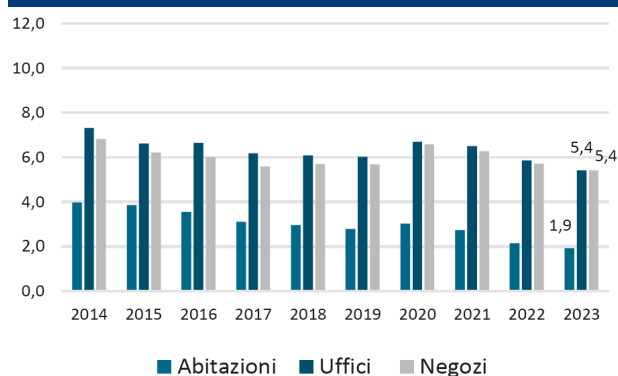
Nel segmento terziario, secondo le elaborazioni di Nomisma, i rendimenti medi lordi da locazione sono leggermente cresciuti (+3,7 punti base), mentre non ci sono state variazioni significative con riferimento ai negozi, per i quali si è registrata, in taluni casi, una leggera contrazione, per effetto di una dinamica più favorevole dei prezzi rispetto ai canoni (Firenze, Genova, Milano, Napoli e Padova).

**Rendimenti medi da locazione di negozi nel periodo 2000-2023 (in %)**



Fonte: Nomisma

**Tempi medi di locazione degli immobili nella media dei maggior mercati (in mesi)**



Fonte: Nomisma

Per quanto riguarda i tempi medi di attesa per concludere un contratto di locazione residenziale, si sono notevolmente ridimensionati negli ultimi anni arrivando a scendere nell'ultimo semestre 2023 al di sotto dei due mesi. Secondo i dati Nomisma, la flessione, anche se di modesta entità, ha interessato tutti i mercati e la variabilità si presenta contenuta, con un campo di variazione che va dal mese e mezzo a poco più di due mesi. Per uffici e negozi il tempo medio necessario alla locazione è analogo e quantificabile in 5,4 mesi, frutto di una flessione degli uffici e di una sostanziale stabilità dei negozi.

## Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Nelle prime due settimane di febbraio si è delineata una significativa crescita per tutte le principali scadenze dei tassi Eurirs e per i tassi Euribor a 6 e 12 mesi, a fronte di una sostanziale stabilità dei tassi Euribor a 1 e 3 mesi. Queste dinamiche sono rientrate in un processo di rimodulazione delle attese circa la svolta espansiva della BCE (ma anche della Fed) nei prossimi mesi, alla luce della pubblicazione di importanti dati macro e delle dichiarazioni di alcuni banchieri centrali.

Nell'Eurozona, a gennaio, il CPI flash ha registrato variazioni di -0,4% m/m (come da attese e rispetto a +0,2% precedente) e di +2,8% a/a (contro +2,7% atteso e +2,9% precedente) nella versione headline e di +3,3% a/a (contro +3,2% atteso e +3,4% precedente) nella versione core. Sul mese, a fronte di un rincaro di energia e beni alimentari, è stato rilevato un calo marcato dei prezzi dei beni industriali non energetici (-2,4% m/m), che ha portato l'inflazione annua su questa componente a +2% (minimo da luglio 2021), mentre per i servizi si è riscontrato un lieve calo (-0,1% m/m) che ha lasciato la variazione annua stabile su livelli elevati (+4% a/a). I prezzi dell'attività terziaria hanno dunque mostrato segni di resilienza, che potrebbero pesare sul piano prospettico: poiché il contributo disinflattivo dall'energia (e verosimilmente anche dai beni non energetici) è destinato a ridursi nei prossimi mesi per effetti di base avversi, occorre un maggior apporto dai prezzi dei servizi, che però mantengono ritmi vivaci. Queste valutazioni hanno portato il mercato a scontare un atteggiamento più severo da parte dell'Autorità monetaria europea, anche in considerazione dell'ulteriore rischio di fondo rappresentato dall'aumento del costo dei trasporti navali a causa dei focolai di guerra mediorientali che comunque, qualora la situazione non degeneri, dovrebbe avere solo un impatto limitato (stimiamo di uno-due decimi sul tendenziale a fine 2024, in caso di tensioni persistenti).

Un altro elemento dello scenario macro che ha portato a un movimento al rialzo dei tassi (su attese di un rinvio dell'allentamento monetario) sono state le condizioni del mercato del lavoro sia in area euro che negli Stati Uniti: nell'Eurozona, a dicembre, il tasso di disoccupazione è rimasto al minimo storico del 6,4%, lasciando presumere al mercato un'elevata soglia di attenzione da parte della BCE (che ha più volte dichiarato come l'occupazione e la crescita salariale siano variabili strettamente monitorate); negli Stati Uniti, a gennaio, la crescita occupazionale è aumentata molto più del previsto, con i nuovi occupati non agricoli attestatisi a +353 mila unità (contro +185 mila stimati) e i dati dei mesi precedenti rivisti sensibilmente al rialzo, e i salari medi orari hanno accelerato fortemente a +0,6% m/m (+4,5% a/a) a fronte di una discesa del tasso di disoccupazione di quasi un decimo. Così, dopo il dato, il mercato ha ridotto ulteriormente le attese di tagli dei tassi Fed nei mesi primaverili, influenzando in parte anche le ipotesi sulle tempistiche BCE.

Prospetticamente, gli investitori attribuiscono a un taglio dei tassi BCE una probabilità implicita molto bassa in occasione della riunione del 7 marzo, ma superiore al 50% rispetto a quella dell'11 aprile. Nel complesso, si continuano a scontare due tagli dei tassi di 25 punti base tra aprile e giugno, sebbene con probabilità implicite più basse rispetto a qualche settimana fa. La correzione delle aspettative riflette in parte anche la cautela emersa nelle dichiarazioni di governatori e membri del comitato esecutivo BCE. Un paio di governatori (Kazāks, Holzmann) hanno classificato le aspettative dei mercati come troppo ottimistiche. Inviti alla pazienza sono arrivati da Vujčić, mentre Schnabel ha evidenziato la presenza di rischi per lo scenario di inflazione che richiedono cautela. Lane, nel complesso ottimista sullo scenario di inflazione, ha sottolineato l'importanza delle previsioni di marzo dello staff e la complessità dello scenario di medio termine. La nostra valutazione è che l'avvio della fase di riduzione dei tassi sia tuttora più probabile a giugno che ad aprile, ma che un inizio più ravvicinato non possa ancora essere escluso.

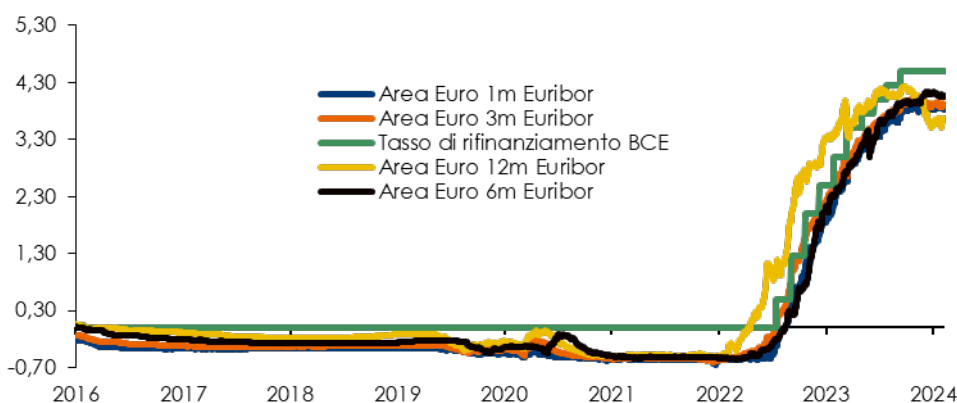
**Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30anni**

Positivi	Negativi*
Tasso variabile	Tasso fisso
Rata costante	

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

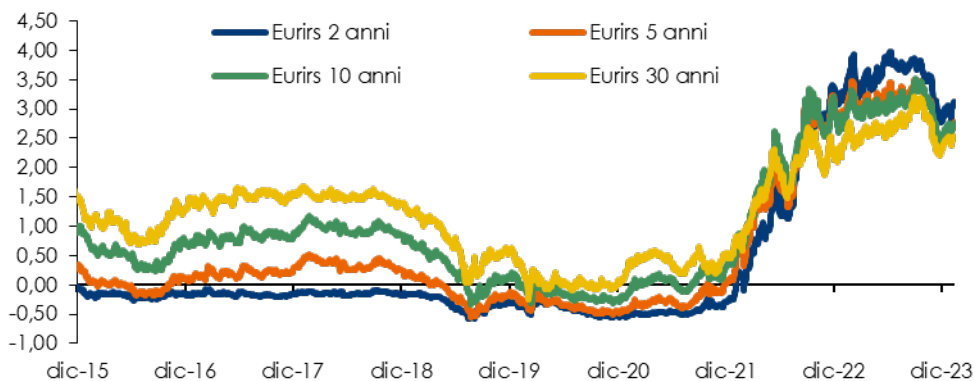
All'interno di questo quadro previsionale, che rende ancora preferibile l'indebitamento a tasso variabile, va tuttavia precisato che il processo di riduzione del bilancio da parte della BCE, che dovrebbe portare a un'eliminazione del PEPP e ad un dimezzamento dell'APP, potrebbe provocare un incremento di volatilità sia nei tassi Euribor che nei tassi Eurirs a lungo termine a causa della sostituzione dei bond in portafoglio con operazioni di pronti contro termine.

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



Fonte: Bloomberg

**I tassi swap (Eurirs)**



Fonte: Bloomberg

## Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 29.01.2024.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Verrà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni ([www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com](http://www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com)) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/business/mercati.html>).

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o

altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

### Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

(a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;

(c) uno degli analisti citati nel documento (Ester Brizzolara) è socio AIAF.

### Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

#### Mercato Immobiliare

I commenti sul mercato immobiliare sono realizzati sulla base dei dati forniti da Nomisma, dalle Agenzie del Territorio o dalla Federazione Italiana degli Agenti Immobiliari Professionali e sulla base di altri studi tematici o inerenti il mercato immobiliare realizzati dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

#### Tassi di interesse su mutui e prestiti

L'universo di riferimento è quello dei mutui o prestiti a tasso fisso, a tasso variabile o a rata costante. La scadenza di riferimento per i prestiti è di 5 anni e per i mutui a tasso fisso o a tasso variabile è di 20 o 30 anni.

La selezione delle tipologie di indebitamento viene realizzata sulla base delle previsioni sui tassi d'interesse realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

#### **Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**

##### **Responsabile Retail Research**

Paolo Guida

##### **Analista Azionario**

Ester Brizzolara  
Laura Carozza  
Piero Toia

##### **Analista Obbligazionario**

Paolo Leoni  
Serena Marchesi  
Fulvia Risso

##### **Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi, Monica Bosi