

Mercato immobiliare: prospettive di breve periodo

Ufficio Studi di Avalon



Indice

1. Introduzione	3
2. Dati e trend recenti	3
3. Andamento delle variabili macroeconomiche rilevanti	5
4. Possibili scenari	7
4.1 Immobili core	7
4.2 Immobili core plus, value-add e opportunistic	8
5. Conclusioni	11

INTRODUZIONE

Considerate le caratteristiche del contesto economico attuale, per la comprensione del funzionamento del mercato immobiliare nei prossimi mesi saranno fondamentali gli interventi di politica monetaria e i conseguenti effetti su tassi di interesse e inflazione. Tali variabili sono, infatti, determinanti per le decisioni degli investitori e influenzano, più o meno direttamente, l'andamento del mercato immobiliare in termini di numero di transazioni e volumi, rendimenti e prezzi. Il numero di transazioni ha subito una contrazione¹ a partire dalla fine del 2022 e fino al primo semestre 2023 (con una riduzione del 16% di NTN nel Q2-23 rispetto al Q2-22 per il mercato residenziale, mentre uffici e retail sono rimasti stabili sullo stesso periodo), a seguito delle restrizioni imposte dalle strategie di politica monetaria, che hanno reso più oneroso l'indebitamento, e a causa dell'incremento dei costi. Molto più intenso è stato il calo in termini di volumi: il dato relativo al primo semestre 2023 riporta una contrazione di circa il 70% rispetto allo stesso periodo del 2022, che, va ricordato, era stato un periodo record.²

Per quanto riguarda i rendimenti, questi ultimi possono essere più o meno legati ai tassi di interesse e all'inflazione e la letteratura a riguardo propone risultati molto diversi tra loro; i lavori più recenti mostrano una sostanziale assenza di significatività nel legame diretto tra rendimenti e inflazione, mentre viene rilevata una relazione positiva tra gli stessi e i tassi di interesse.³ In questa sede, si fa riferimento alle variabili macroeconomiche sopra citate, ai dati relativi agli ultimi anni e alle aspettative degli investitori, per fornire una previsione relativa all'andamento del mercato immobiliare nei prossimi mesi.

1. DATI E TREND RECENTI

La disponibilità di dati relativi ai rendimenti immobiliari in Italia ha consentito di ricostruire la serie storica trimestrale per gli ultimi sette anni (fino al 2016). Coerentemente sono stati raccolti dati trimestrali sullo stesso periodo per l'inflazione e i tassi di interesse, utilizzando l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività di fonte Istat e il valore dell'Euribor a sei mesi.

Sui dati raccolti è stata indagata la presenza di una correlazione tra le tre variabili in esame: si è cercato, cioè, di capire se è possibile affermare che queste si muovano insieme, senza però cercare un nesso causale, e se lo facciano in maniera diretta (quindi muovendosi nella stessa direzione) o inversa (muovendosi in direzione opposta). I risultati indicano che non c'è una correlazione tra inflazione e rendimenti sull'orizzonte temporale degli ultimi sei anni; risultano più consistenti quelle tra rendimenti e tassi di interesse e tra questi ultimi e l'inflazione. Restringendo il campo di osservazione agli ultimi tre anni, a

¹ Fonte: Agenzia delle Entrate, dati trimestrali.

² Fonte: Dils, CBRE.

³ The complex interaction between real estate cap rates and interest rates, Conner (2005); Chandrashekar and Young (2000); Gimpelevich (2011); Cap Rates as a Function of Real Economic Growth, Larriva (2022).

partire dal 2020, la correlazione tra inflazione e rendimenti diventa positiva e assume valori rilevanti (Tav.1).⁴ Questa prima analisi, quindi, suggerisce che le due variabili potrebbero essere legate in maniera indiretta tramite i tassi di interesse. È possibile ipotizzare che durante periodi di “normalità” entrambe seguano generalmente un andamento piuttosto costante, non consentendo quindi di rintracciare alcuna correlazione; quando sono, invece, influenzate da eventi esterni tendono a muoversi nella stessa direzione. In particolare, a partire da movimenti dell’inflazione (come quelli osservati nei mesi recenti), si determinano spostamenti nei tassi di interesse, che determinano a loro volta variazioni dei rendimenti.

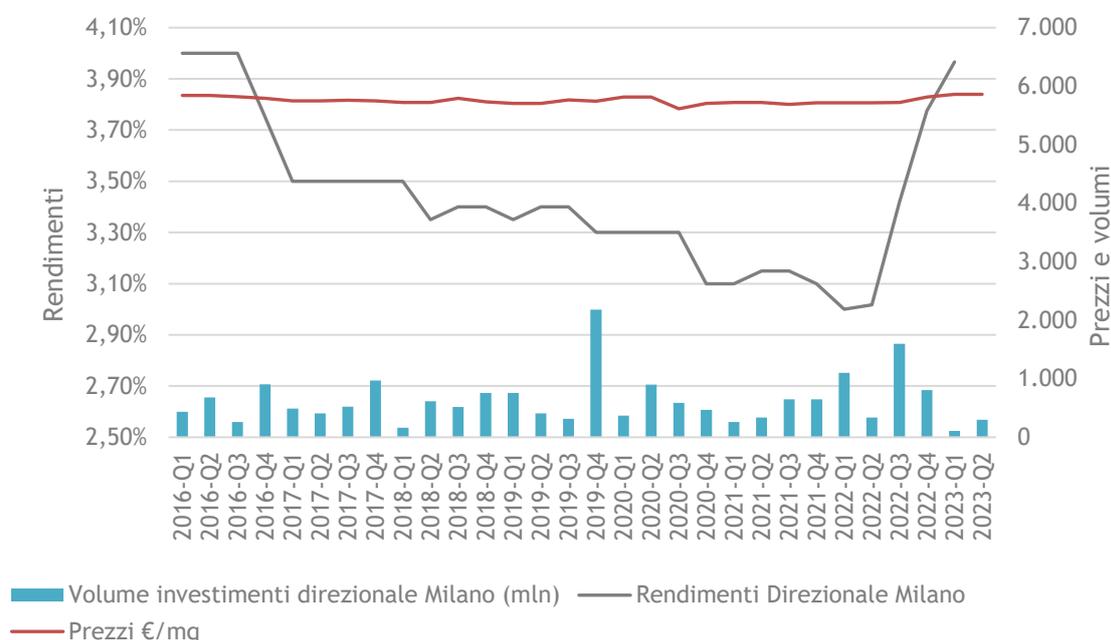
Tav.1: Correlazioni tra rendimenti, tassi di interesse e inflazione

Correlazioni	2016-2023	2020-2023
Rendimenti-inflazione	0-0,17	0,50-0,60
Rendimenti - Tassi di interesse	0,40-0,50	0,60-0,90
Inflazione - Tassi di interesse	0,78	0,80

Dal punto di vista degli attori del mercato immobiliare, questa relazione può trovare la seguente spiegazione: il periodo di elevata inflazione ha portato, come noto, a interventi delle banche centrali volti all’attuazione di una politica monetaria restrittiva per il contenimento dei prezzi; il graduale incremento dei tassi di interesse e la maggiore rischiosità percepita da parte degli investitori a causa del periodo di incertezza, ha generato un incremento dei rendimenti richiesti e, quindi, disallineamento tra domanda e offerta: i potenziali acquirenti richiedono un maggior rendimento a fronte di un maggior rischio, che si traduce in un prezzo più basso, non sufficiente per soddisfare le condizioni di offerta. Inoltre, tale disallineamento è in parte dovuto alla riduzione di differenziale tra i rendimenti immobiliari e i rendimenti risk-free (misurabili con i rendimenti dei titoli di stato), che sono aumentati per il peggioramento delle condizioni macroeconomiche. Questo meccanismo ha determinato l’atteggiamento di cautela che ha caratterizzato il mercato immobiliare negli scorsi mesi: i dati, infatti, non segnalano un significativo deprezzamento degli asset proprio per il mancato incontro tra domanda e offerta che ha impedito il verificarsi delle transazioni, con rendimenti al rialzo e volumi al ribasso.

⁴ Rendimenti per il mercato direzionale di Milano e Roma.

Fig.1: Volumi e rendimenti prime mercato direzionale Milano



Fonte: CBRE, C&W, IPI. L'asse destro può essere letto in milioni per i volumi e in euro per i prezzi.

2. ANDAMENTO DELLE VARIABILI MACROECONOMICHE RILEVANTI

L'andamento delle variabili in esame sarà, quindi, fondamentale per gli sviluppi dei prossimi mesi. Per quanto riguarda i tassi di interesse, la BCE ha stabilito un incremento di 25 punti base del tasso di riferimento sulle operazioni di rifinanziamento principale lo scorso 14 settembre, che ha portato il tasso al 4,50%. La decisione si è basata sull'osservazione dei dati sull'inflazione e sulle ultime previsioni per l'area euro, che attualmente si attestano al 5,6% per il 2023, 3,2% per il 2024 e 2,1% nel 2025⁵. È possibile che questo sia l'ultimo rialzo dei tassi, cui seguirà un periodo di stabilità e poi una graduale discesa degli stessi. A partire da fine 2024, quindi, potrebbe iniziare la fase di uscita dalla politica monetaria restrittiva; secondo quanto previsto dalla Fed, i tassi di interesse potranno arrivare al 4,75% (limite massimo) a fine 2024 e al 3,5% a fine 2025.⁶ Considerando il differenziale che sussiste con il livello dei tassi della BCE, si possono stimare valori attorno al 3,6% a fine 2024 e 2,7% a fine 2025 per l'area euro. Va sottolineato che il regime di tassi che ha preceduto la politica monetaria restrittiva ha costituito una parentesi di valori molto bassi per un periodo di tempo prolungato ma delimitato e probabilmente non ci sarà un ritorno agli stessi; quindi, le previsioni per 2024 e 2025 possono essere considerate coerenti con quanto visto in periodi precedenti.

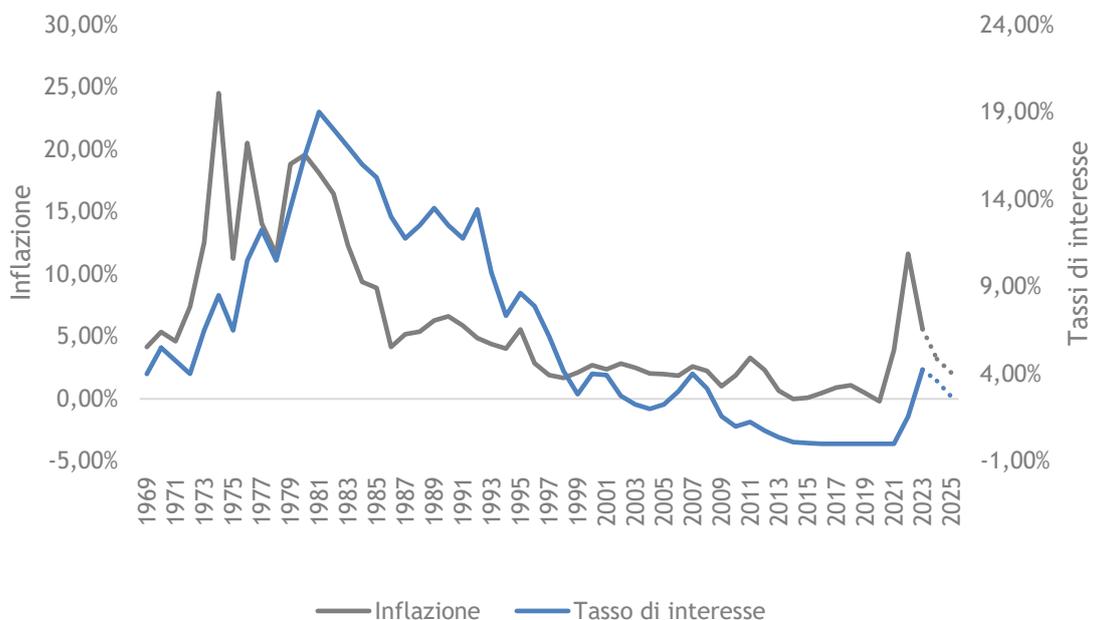
⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914-aab39f8c21.en.html>

⁶ <https://amp24.ilsole24ore.com/pagina/AEYgnFhD>

Infatti, la media dei tassi di interesse di riferimento della BCE e della Banca d'Italia a partire dagli anni '90 è pari al 5,1%.

Sull'inflazione, in Italia il valore annuale è previsto al 6% per il 2023, al 2,3% per il 2024 e al 2% nel 2025;⁷ per quanto riguarda le previsioni trimestrali disponibili, per i prossimi mesi ci si aspetta un'inflazione del 5,8% nel terzo trimestre 2023 e del 2,1% nell'ultimo; per i quattro trimestri del 2024, invece, è prevista un'inflazione al 2,5%, 2,2%, 2,2% e 1,9%.⁸ Le attuali previsioni sono al netto del mancato rinnovo della Black Sea Grain Initiative, ovvero dell'accordo che permetteva il trasporto sicuro via mare del grano proveniente dall'Ucraina, che potrebbe avere conseguenze sull'inflazione anche per l'Italia (uno dei primi tre paesi importatori di grano dall'Ucraina dopo Spagna e Turchia): l'accordo, infatti, aveva aiutato a contenere il livello globale del prezzo dei cereali di circa il 20% rispetto al picco di marzo 2022.⁹

Fig.2: Tassi di interesse di riferimento e inflazione UE, andamento e previsioni



Fonte: Istat, Banca d'Italia.

⁷ Fonte: Bollettino Banca d'Italia, luglio 2023.

⁸ Fonte: Bloomberg.

⁹https://www.un.org/en/black-sea-grain-initiative?gclid=EAlaIqobChMIho6xqMOYgAMVw5XVCh016wnVEAAYASAAEgLPj_D_BwE.

3. POSSIBILI SCENARI

Alla luce della precedente analisi, cosa accadrà nel mercato immobiliare italiano nei prossimi mesi? Considerato che a partire dal 2025 si può prevedere una certa stabilizzazione (a meno di recessioni o fattori esogeni del mercato), i mesi che intercorrono fino a quel momento saranno caratterizzati da maggiore incertezza e saranno fondamentali per la ripartenza. Per le decisioni degli investitori possono essere identificati due momenti rilevanti: la riduzione dell'inflazione e la graduale uscita dalla politica monetaria restrittiva. Affinché il mercato torni a essere dinamico e ripartano gli investimenti è necessario che le condizioni del credito si allentino e che i rendimenti richiesti dagli acquirenti si comprimano, in modo da ricreare allineamento tra domanda e offerta.

Per comprendere i possibili scenari, va fatta una distinzione per tipologia di asset, in base al rendimento offerto da ciascuna di esse tra investimenti core, core plus, value-add e opportunistic. In particolare su questi ultimi, ci si riferisce alla categoria degli NPL, che nei prossimi mesi costituirà una rilevante opportunità di investimento, considerando che il flusso atteso di crediti deteriorati è pari a circa 59 miliardi tra il 2023 e il 2025.¹⁰ In ogni caso, è valido in maniera trasversale rispetto a tale distinzione, che oggetto delle transazioni saranno certamente immobili caratterizzati da elevata qualità in termini strutturali e di sostenibilità, di affidabilità del tenant e posizione geografica. Inoltre, queste stesse caratteristiche garantiranno un mantenimento dei prezzi e renderanno sostenibile l'aumento dei canoni verificatosi per effetto dell'inflazione.

4.1 IMMOBILI CORE

Gli immobili core sono stati oggetto di transazioni a condizioni minime di mercato, in termini di tassi di interesse (prossimi allo zero) e di rendimenti, negli ultimi anni. Pertanto, il raggiungimento di condizioni altrettanto valide per consentire al mercato di ripartire e rendere conveniente investire si verificherà in un lasso di tempo più ampio, presumibilmente a partire dal 2025 in particolare per le operazioni core to core. Nel frattempo, un primo segnale positivo può essere dato dal momento in cui il livello dell'inflazione scenderà al di sotto di quello dei rendimenti, garantendo almeno una protezione dell'investimento contro l'inflazione stessa; inoltre, per quanto riguarda i tassi di interesse, è possibile che la riduzione attesa a partire dalla seconda metà del 2024 venga anticipata dagli investitori, i quali potrebbero accettare un costo del denaro ancora elevato per un periodo di tempo limitato (6-9 mesi) attraverso finanziamenti a tassi variabili, con l'aggiunta del costo relativo all'hedging (che sarebbe comunque decrescente nel corso del finanziamento).¹¹ Ciò è tanto più plausibile se si considera che i tempi di finalizzazione di un'acquisizione

¹⁰ Fonte: Market Watch NPL September 2023.

¹¹ Va sottolineato che tale costo, presente anche nelle operazioni diverse dalle core, ha in questo caso maggiore rilevanza a causa dei rendimenti più contenuti rispetto alle altre asset class.

avviata ora si misurano spesso in diversi mesi, quando le condizioni di mercato saranno più prossime al miglioramento.

Questi elementi potrebbero non essere ancora sufficienti a far ripartire il mercato prima di un ritorno a condizioni più favorevoli; infatti, il rendimento richiesto dai detentori del capitale proprio è sicuramente superiore al costo del capitale di debito (che attualmente si attesta al 4,58%¹²), rendendo troppo elevato il rendimento complessivo richiesto per la conclusione di nuove operazioni; tuttavia, in alcuni casi le esigenze di decarbonizzazione renderanno necessarie nuove capex su immobili core, che andranno così ad aggiungersi ai core+ nella fase di ripartenza del mercato di cui al paragrafo successivo.

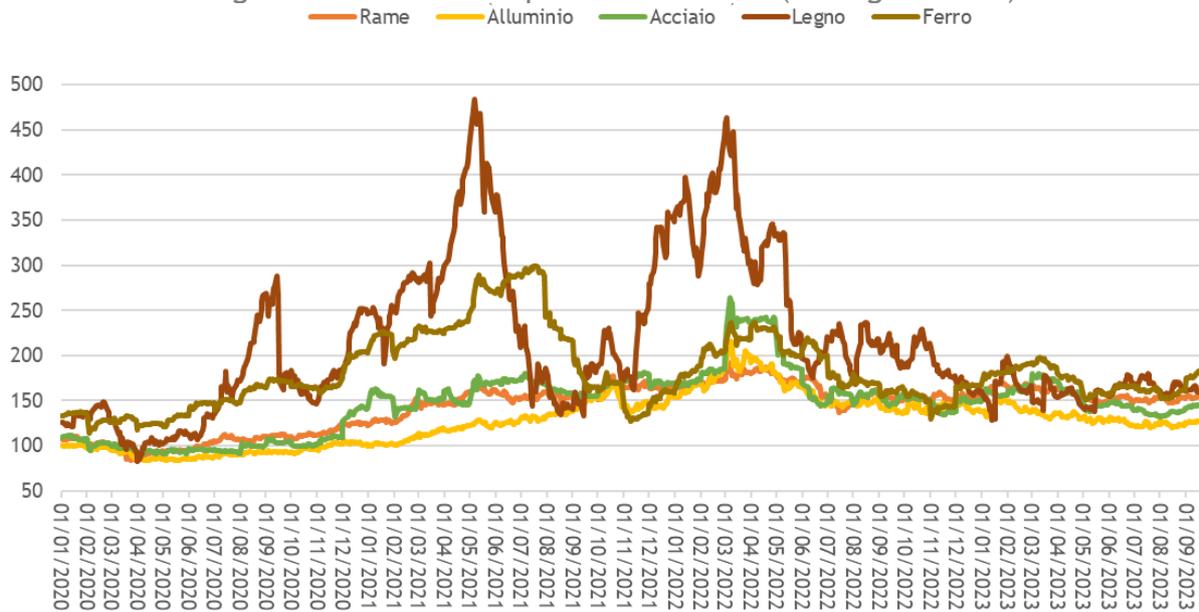
4.2 IMMOBILI CORE PLUS, VALUE-ADD E OPPORTUNISTIC

Il mercato per queste tre tipologie di investimento mostra un simile funzionamento. Si tratta, infatti, di investimenti con rendimenti tipicamente più elevati, che potrebbero ripartire più velocemente rispetto a quelli core. Negli ultimi mesi, però, la difficoltà è stata proprio quella di riuscire a recuperare rendimenti elevati a causa dell'aumento dei costi delle materie prime e di costruzione, che ha avuto un impatto negativo sulle spese necessarie alle ristrutturazioni e non ha consentito di rintracciare i rendimenti tipici di tale asset class. Quindi, la riduzione dei costi sarebbe l'elemento di ripartenza per queste operazioni, unitamente al graduale aggiustamento dei tassi di interesse e, dal punto di vista della struttura finanziaria, all'applicazione di un tasso di interesse variabile (con relativa copertura) in previsione delle riduzioni attese. Si segnala che gli investimenti core plus potrebbero impiegare più tempo a ripartire, in quanto presentano rendimenti più contenuti rispetto ai value-add e agli opportunistic,

Con riferimento ai costi, ci sono primi segnali di riduzione sia guardando alle materie prime che ai costi di costruzione, i quali impiegano più tempo ad adeguarsi alla riduzione del prezzo dei materiali: i costruttori non applicano subito i nuovi prezzi, più bassi, finché non percepiscono che tale trend di discesa è di lungo periodo; secondo i dati Istat i costi di costruzione erano a luglio 2023 al 123,2 per i fabbricati residenziali e al 126,8 per i capannoni industriali (numeri indice in base 2015). Le variazioni tendenziali, cioè rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, negli ultimi 12 mesi mostrano un trend di riduzione, più evidente per i primi mesi del 2023.

¹² https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/moneta-banche/2023-moneta/statistiche_BAM_20230711.pdf

Fig.4: Andamento dei prezzi 2018-2023 (base gen. 2018)

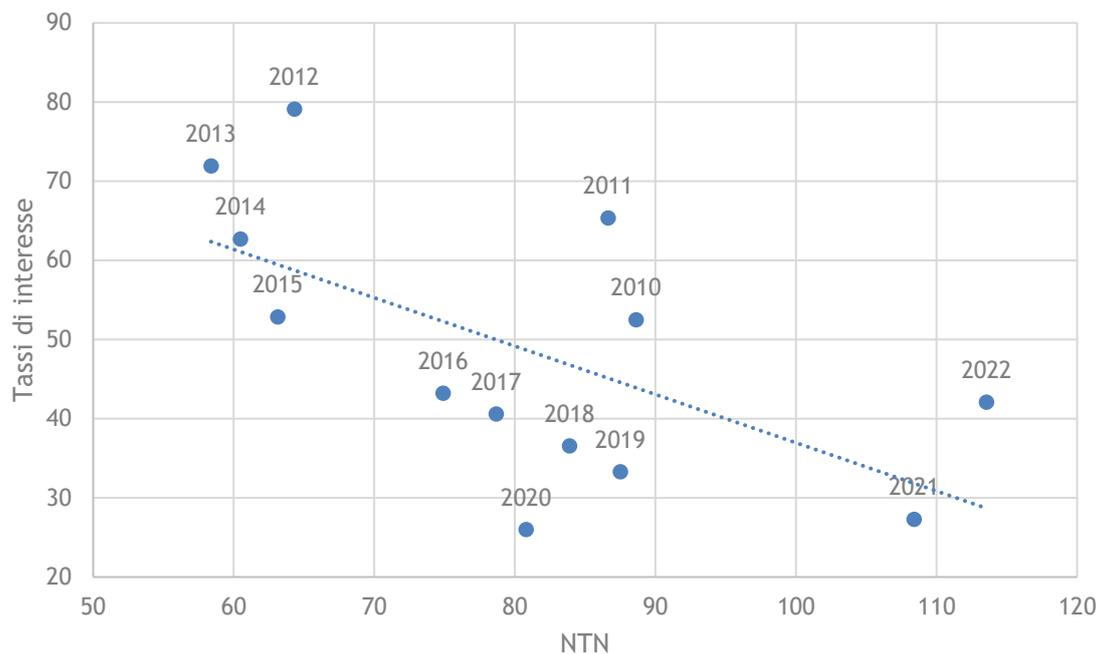


Fonte: Investing, LME.

Sul costo del debito, così come per gli asset core, le fasi preliminari all'acquisizione porteranno all'effettiva transazione solo dopo alcuni mesi, con condizioni del credito che saranno, se non già migliorate, molto vicine ad esserlo. In particolare, la riduzione del costo del debito avrà un impatto rilevante sul comparto residenziale, con l'allentamento delle condizioni del credito per i mutui retail; ciò in considerazione della relazione che sussiste tra il numero di transazioni nel mercato residenziale e i tassi di interesse, che negli ultimi dieci anni consente di rilevare una correlazione pari al $-0,61^{13}$:

¹³ La correlazione varia tra -1 (correlazione negativa esatta) e 1 (correlazione positiva esatta).

Fig.5: NTN residenziali e tassi di interesse (valori in base 2000)



Fonte: Banca d'Italia e Agenzia delle Entrate.

Va specificato che tra le operazioni che potrebbero ripartire già a fine 2023 sono da considerare anche quelle che coinvolgono trophy asset che sono stati precedentemente oggetto di investimenti value-add. A differenza di quanto previsto per gli investimenti core to core, per cui non c'è incontro tra domanda e offerta, in questi casi la transazione può avvenire perché:

- dal punto di vista del venditore, si tratta di un'operazione value-add che, alle condizioni precedentemente espone, riuscirebbe a rintracciare in linea di massima i rendimenti attesi per l'investimento e anticipa il momento dell'operazione, avvicinando nel tempo l'entrata corrispondente; d'altra parte, anche l'aumento sostenibile dei canoni, unitamente a tale anticipazione, può svolgere un ruolo incentivante per la transazione, rendendo la stessa più percorribile;
- dal punto di vista del compratore, gli elementi che consentono la transazione sono da individuarsi nella possibilità di contrattazione e maggiore flessibilità della stessa (consentita dall'anticipazione della transazione rispetto alla yield compression che ci si aspetta per il 2025) e dalla possibilità che il compratore si finanzi momentaneamente con solo capitale proprio, posticipando il finanziamento ad un momento successivo (presumibilmente al 2025)

4. CONCLUSIONI

Tenendo conto di tutte le considerazioni esposte, si può quindi ipotizzare che la ripartenza del mercato, intesa in senso ampio non solo come l'incremento del numero di transazioni, ma anche come le fasi che precedono questo momento (presentazione delle offerte e trattative, che danno il via ai vari operatori coinvolti), si possa svolgere con le seguenti modalità:

- la prima fase di ripartenza, quella prevista per il prossimo trimestre, riguarderà gli investimenti che hanno come oggetto immobili di tipo value-add e opportunistic, i cui rendimenti, più elevati, sono stati fortemente influenzati dal rialzo dei prezzi delle materie prime; da questo punto di vista, se saranno confermati, i primi segnali di rallentamento dei prezzi consentiranno di riconsiderare per prime queste tipologie di investimento. Probabilmente con un po' di ritardo seguiranno anche i core plus. Questa fase coinvolgerà anche trophy asset che risultano da precedenti operazioni value-add, per le quali c'è spazio di negoziazione e che presumibilmente sarebbero finanziate interamente con capitale proprio;
- a seguito dell'allentamento della restrizione monetaria e della previsione di una riduzione dei tassi di interesse sarà possibile vedere anche una ripartenza per gli investimenti di tipo core plus prima del raggiungimento di una situazione di stabilità, ripartenza che potrebbe ricevere una spinta anche per effetto dei processi di decarbonizzazione che riguarderanno alcuni immobili core;
- infine, a partire dal 2025, a meno di nuovi fenomeni recessivi, è possibile prevedere il ritorno a una situazione di "nuova normalità" sul mercato, che probabilmente non raggiungerà i minimi che avevano caratterizzato il periodo precedente la crisi (in termini di tassi di interesse, rendimenti e inflazione), ma che si assesterà a un nuovo livello di stabilità. A questo punto, la ripartenza riguarderà anche le transazioni core to core.

Fig.6: Previsioni evoluzione del mercato

