



**Banca Monte dei Paschi di Siena**

Una storia italiana dal 1472

*EUROFI Financial Forum:  
scenari 2015*

Settembre 2014

*Area Research & IR*



**MONTE  
DEI PASCHI  
DI SIENA**  
BANCA DAL 1472



➤ Nel secondo trimestre 2014 l'Italia entra in recessione tecnica con una crescita acquisita sul 2013 del -0,2%. **Il 2014 si prospetta quindi un anno di contrazione dell'attività economica, il terzo consecutivo ed il quinto negli ultimi 7 anni.** Le **cause congiunturali** hanno sicuramente pesato sulla performance del Bel Paese. L'Italia, infatti, anche a causa di un debito/Pil che ha ormai sfiorato il 130%, è l'unico paese Europeo dei "periferici" ad avere un **surplus di bilancio primario** (+2,3% del Pil a fronte ad esempio di un deficit primario del 3,7% della Spagna e di una media del -0,1% dell'intera area Euro), ma il Bel Paese sconta un forte **ritardo dovuto a cause strutturali**, già evidente a partire da metà anni novanta.

➤ **Le cause principali di tale ritardo non sono da imputare alla conformazione della struttura produttiva del paese o alla composizione settoriale.** Da un'analisi storica emerge, infatti, che **non sono solo i settori a basso valore aggiunto a non essere produttivi ma è tutta l'industria manifatturiera.** Nel decennio prima della crisi (1998-2007), il tasso di crescita della produttività oraria è nettamente inferiore in tutti i settori economici rispetto a quanto è avvenuto negli altri paesi Europei. Anche il luogo comune che la piccola impresa è la causa del ritardo italiano non è confermato dall'evidenza empirica: **la piccola impresa del comparto manifatturiero registra, infatti, il tasso di crescita del valore aggiunto più elevato (+37%, rispetto a +25% di media e grande impresa).** Non sono neppure mancati gli investimenti nel comparto industriale. **Tutti i settori del manifatturiero, ad eccezione del chimico, vedono aumentare il proprio investimento nel decennio considerato.**

➤ **I veri mali strutturali dell'Italia sono quindi da ricercare altrove.** Oltre ad una lentezza della giustizia civile e ai classici impedimenti burocratici, **l'istruzione ed il mercato del lavoro, assieme ad una popolazione che invecchia,** sono i principali punti critici che **rendono il sistema scarsamente dinamico.** In Italia la popolazione che ha completato un **corso di scuola post-secondaria** è poco superiore al 5%, circa la metà di quella del Regno Unito e quasi un quarto di quella statunitense, ma nettamente inferiore anche a quella francese e spagnola. **L'auspicata riforma del lavoro potrebbe non essere sufficiente se non accompagnata da giusti incentivi.** In Italia, infatti, **i salari crescono esclusivamente con l'anzianità lavorativa, senza alcun legame con la produttività.** Agire su queste due leve (istruzione e lavoro) è prioritario soprattutto per un paese in cui la disoccupazione giovanile ha raggiunto il 43% ed il tasso di inattività femminile è tra i più alti di Europa (46%). Anche una **rimodulazione della politica fiscale** che consenta una **riduzione della tassazione del lavoro** (in Italia il *tax rate* è del 42,8% rispetto al 38,5% dell'area Euro) passando da una **riduzione della spesa** (al 50,6% del Pil rispetto al 49,9 dell'area Euro) sarebbe auspicabile.

➤ In tale contesto la **crescita dell'azionariato straniero nelle imprese italiane** può essere un **fattore positivo in termini di redditività** soprattutto nei casi in cui l'azienda è mal gestita. In **Italia la gestione di tutte le imprese è molto accentrata:** quasi il 70% delle aziende familiari ha il management di famiglia rispetto al 28% della Germania e il 26% della Francia. Solo il 16% di tutte le imprese remunera i dirigenti in base al raggiungimento degli obiettivi. Secondo studi recenti (Barba Navaretti et al., 2008; Bugamelli et al., 2012) **questo si riflette negativamente sia sull'attività innovativa sia sull'attività di esportazione verso i mercati emergenti più dinamici.**



- La **politica monetaria estremamente accomodante** condotta dalla Bce negli ultimi 5 anni non è riuscita a stimolare il credito. Il credito alle imprese private non finanziarie dell'intera Area Euro continua a contrarsi: dai 4877 Mld di euro di gennaio 2009 ai 4316 Mld dello scorso giugno registrando una variazione del -11,5%. Nello stesso periodo la contrazione in termini reali avvicina il 20%. **Il programma di acquisto di ABS annunciato da Draghi rappresenta un ottimo strumento ma rischia di non avere gli stessi effetti di quelli avuti dal QE introdotto dalla Fed.** In Usa, infatti, le autorità hanno acquistato non solo ABS ma anche titoli di stato consentendo un calo dei tassi di interesse anche sulla parte a lungo termine della curva. **In area Euro questa manovra sarebbe fortemente auspicabile** non solo per il mantenimento dei tassi a lunga a livelli bassi, soprattutto per i paesi periferici, ma **anche per sollevare le banche dall'acquisto di titoli di stato.**
- La nuova operazione di **TLTRO** lanciata dalla Bce è diversa dalla precedente LTRO perché **condizionata all'erogazione di credito all'economia.** La misura potrebbe rappresentare un bel colpo assestato al *credit crunch* anche se **una simile esperienza condotta dalla BoE con il programma di Funding For Lending non ha avuto i risultati sperati** per le imprese, ma è riuscita, oltre a contenere il *cost of funding* per le banche, a dare una spinta al mercato immobiliare, attraverso l'erogazione di mutui.
- **In una fase di bassi tassi di mercato e abbondante liquidità sui mercati,** l'appetito per il rischio è sensibilmente cresciuto con una **forte domanda per le attività mediamente più rischiose.** In prospettiva, **una politica monetaria meno accomodante negli Usa** attesa a partire dalla primavera del 2015, con conseguente *fly to quality*, potrebbe comportare una ricomposizione dei portafogli a **scapito dell'azionario** (in particolare statunitense), **dell'obbligazionario dei paesi emergenti e di corporate bond ad elevato rendimento.** Un **buon investimento** potrebbe essere invece il \$ che, sebbene abbia già recuperato molto nei confronti delle principali valute, **potrebbe continuare a correre grazie alla politica della Fed.**
- In Italia, **il basso livello di tassi di interesse garantito dalla Bce potrebbe rendere interessante l'investimento nel mercato immobiliare,** dove si sta assistendo ad un **recupero del numero delle compravendite.** **Sebbene non sia esclusa un'ulteriore correzione dei prezzi,** visto che il tasso di rendimento dell'affitto rimane ancora basso se paragonato ad altre capitali europee con l'esclusione di Parigi, **tale mercato potrebbe offrire occasioni interessanti.**

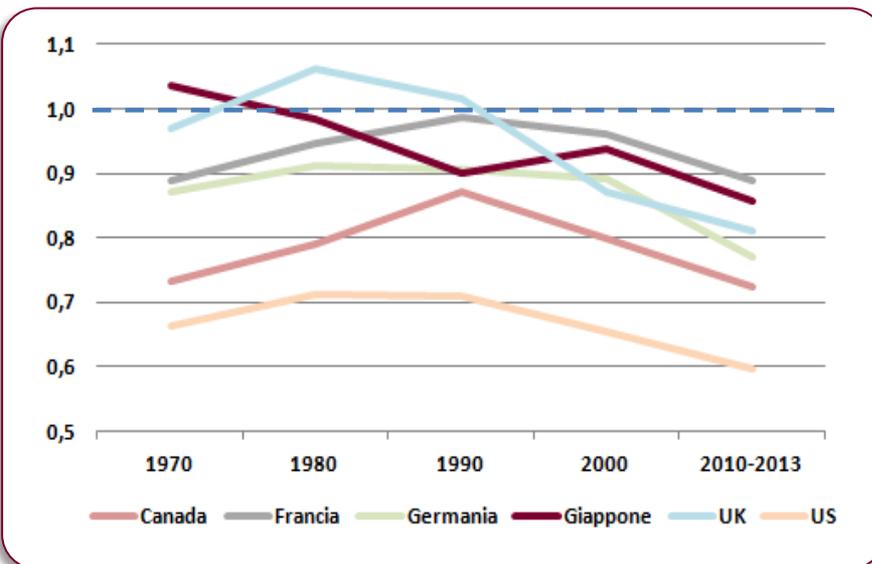
# La congiuntura particolarmente critica per il Bel Paese ma la “lentezza” italiana arriva da lontano



*Pil a confronto (var % t/t)*

	<b>I trimestre</b>	<b>II trimestre</b>
US	-0,5	1,0
UK	0,8	0,8
Canada	0,2	0,8
Russia	0,1	0,3
Francia	0,0	0,0
Germania	0,7	-0,2
<b>Italia</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
Giappone	1,5	-1,8
Spagna	0,4	0,6
Portogallo	-0,5	0,3
Irlanda	2,7	

*Italia: Pil pro capite rapportato a quello dei G7*



➤ L'Italia risulta l'unico paese dell'Area Euro a registrare per due trim. consecutivi una flessione del Pil nella prima metà dell'anno, con gli indicatori anticipatori negativi che non lasciano intravedere prospettive di miglioramento per la parte finale del 2014. Il deterioramento del contesto è aggravato anche dalle crescenti tensioni geopolitiche ed i relativi riflessi sul commercio estero. Deboli anche i consumi interni, con il **Bel Paese che, per la prima volta dal dopoguerra, entra in deflazione** (-0,1% a/a l'indice NIC, ad agosto).

➤ Il II trim è risultato difficile anche per la Germania, ma i recenti dati produttivi (rispettivamente, a luglio, +4,9% a/a per gli ordini e +2,5% a/a per la produzione) **indicano un probabile rimbalzo dell'economia tedesca nel III quarter.**

➤ **I problemi sono strutturali.** Da un'analisi storica del Pil pro capite italiano rapportato a quello dei G7 emerge che il declino e la **perdita di posizione relative è evidente già a partire dalla metà degli anni 90.**



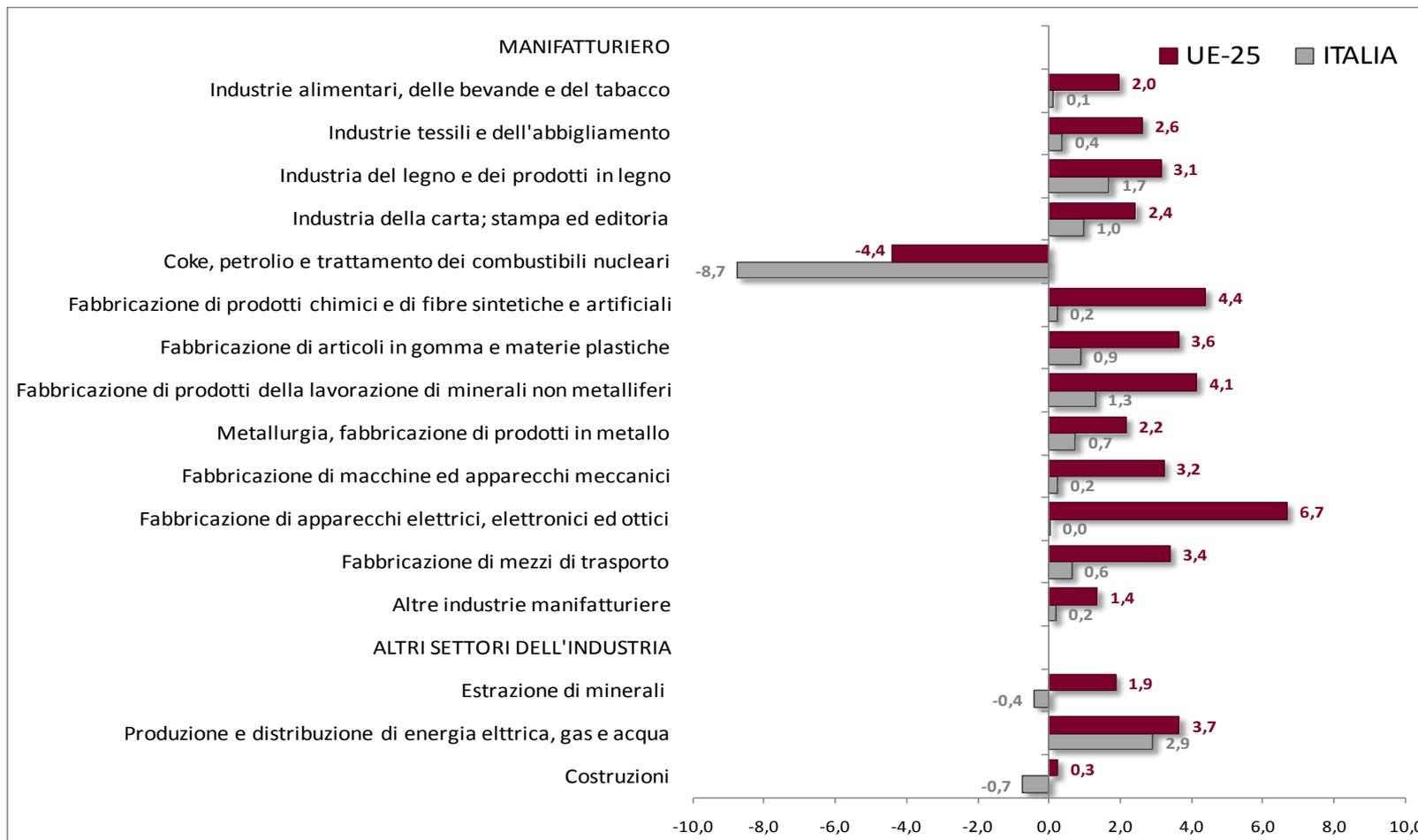
## Il decennio 1998-2007

- ❑ Le note caratteristiche del sistema produttivo italiano prima della crisi (**alto peso di settori tradizionali, piccola dimensione delle imprese, problemi nel mercato del lavoro, scarsi investimenti**) non sono sufficienti a spiegare la perdita di posizioni all’interno del G8. **Il problema non è tanto la struttura quanto la performance.**

# Non è solo un problema di composizione settoriale, il vero problema è che la produttività cresce molto poco in tutti i settori

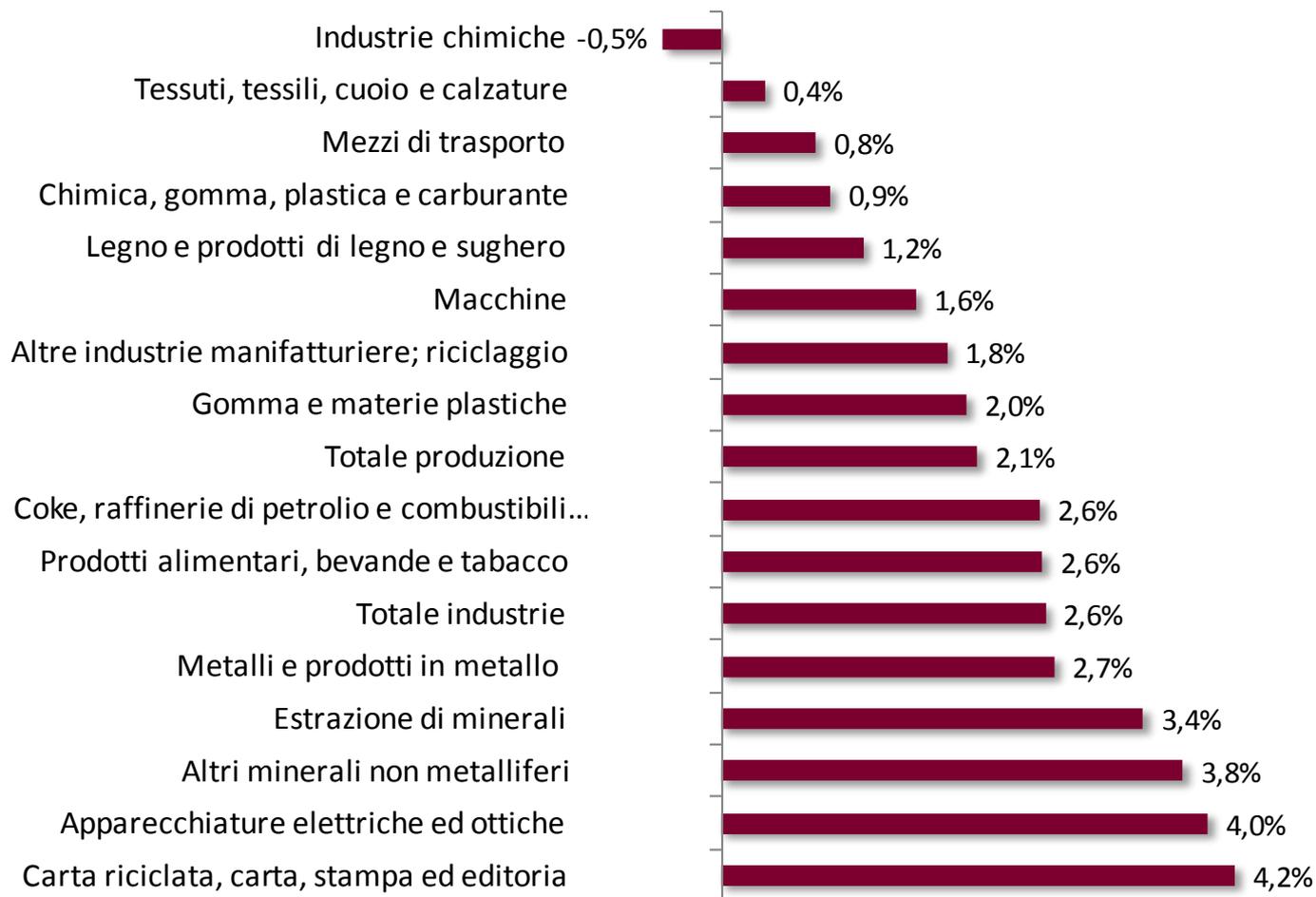


## Tasso di crescita per ora lavorata (media 1998-2007)



➤ Nel decennio precedente la crisi **tutti i settori del manifatturiero italiano hanno un andamento della produttività molto peggiore** rispetto a quello della media paesi EU 25.

## L'investimento aumenta in tutti i comparti (1998-2007)

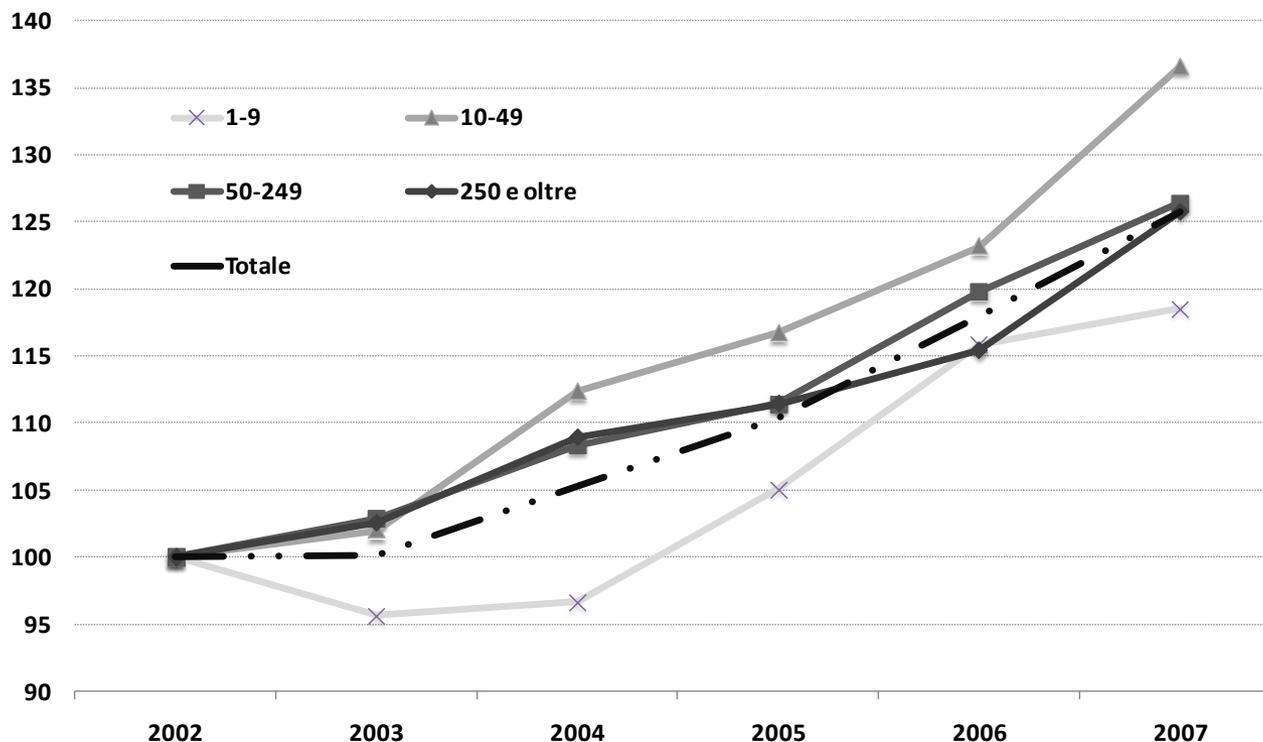


➤ Nel decennio pre crisi non manca l'investimento, perché **tutti i comparti ad eccezione delle industrie chimiche aumentano i propri investimenti.**



## La piccola impresa cresce più della grande

Dinamica del valore aggiunto per classi di addetto (2002=100)



Elaborazione su dati ISTAT - Struttura e competitività del sistema delle imprese industriali e dei servizi

➤ La piccola impresa prima della crisi è quella che performa meglio.

# La presenza degli stranieri nel capitale d'impresa



## Quota di imprese a proprietà e gestione familiare (%)

	imprese di proprietà familiare	solo imprese familiari:	
		CEO di famiglia	management di famiglia
Francia	80,0	62,2	25,8
Germania	89,8	84,5	28,0
Italia	85,6	83,9	66,3
Spagna	83,0	79,6	35,5
Regno Unito	80,5	70,8	10,4

Fonte: Bugamelli, Cannari, Lotti e Magri (2012).  
Note: "management di famiglia" è una variabile dummy eguale a 1 se il management dell'impresa familiare è costituito per intero da membri della famiglia proprietaria.

## Quota di imprese per tipo di pratica manageriale (%)

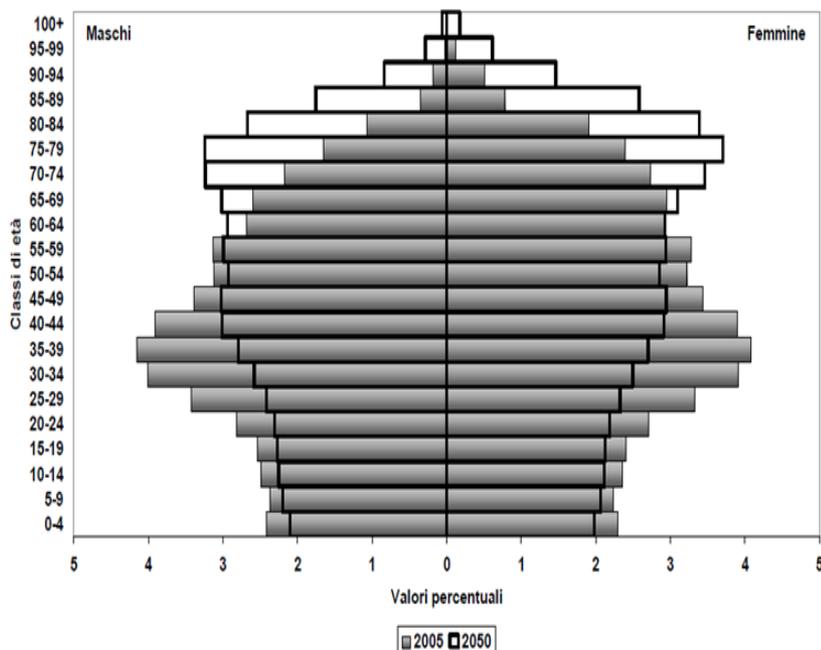
	gestione accentrata			remunerazione basata su performance		
	tutte le imprese	solo imprese familiari	solo imprese con management di famiglia	tutte le imprese	solo imprese familiari	solo imprese con management di famiglia
Francia	77,5	79,7	83,4	45,0	43,1	33,4
Germania	70,5	74,4	90,2	48,9	46,9	31,5
Italia	84,9	87,0	91,3	16,4	15,2	10,7
Spagna	61,4	67,0	79,8	24,8	23,3	13,5
Regno Unito	62,7	66,4	78,4	47,3	44,9	39,8

Fonte: Bugamelli, Cannari, Lotti e Magri (2012).

➤ Cresce il peso degli azionisti stranieri nelle imprese italiane: nell'anno conclusosi a giugno 2013, le quote di spa in mano a soggetti esteri è aumentato di 30,9 (+10,3%) Mld da 301,4 miliardi a 332,4 miliardi. Ancora più forte l'aumento dell'azionariato estero per le quotate: le azioni detenute dagli stranieri sono passate da 118,9 miliardi a 139,1 miliardi con una crescita di 20,1 miliardi (+16,9%). In termini percentuali, a giugno 2013, gli stranieri possedevano il 39,4% delle azioni di imprese quotate, rispetto al 36,4% di giugno 2012. **Nei casi in cui l'azienda è mal gestita e il bilancio è mal messo, l'ingresso di azionariato estero che ne possa migliorare la gestione è sicuramente un fattore positivo** in termini di redditività. **In Italia la gestione di tutte le imprese è molto accentrata rispetto a quanto succede nei principali paesi europei** e quasi il 70% delle aziende familiari ha il *management* di famiglia rispetto al 28% della Germania e il 26% della Francia. In Italia solo il 16% di tutte le imprese **remunera i dirigenti in base al raggiungimento degli obiettivi** e ben **nove imprese su dieci a proprietà e gestione completamente familiare dichiarano di avere una gestione centralizzata**. Tutto questo si riflette sia **sull'attività innovativa sia sull'attività di esportazione** verso i mercati emergenti più dinamici: a parità di altre condizioni, entrambe sono meno intense laddove prevalgono modelli gestionali più accentrati e tradizionali e un *management* legato alla famiglia proprietaria da vincoli di parentela (Barba Navaretti et al., 2008; Bugamelli et al., 2012).



## La piramide della popolazione



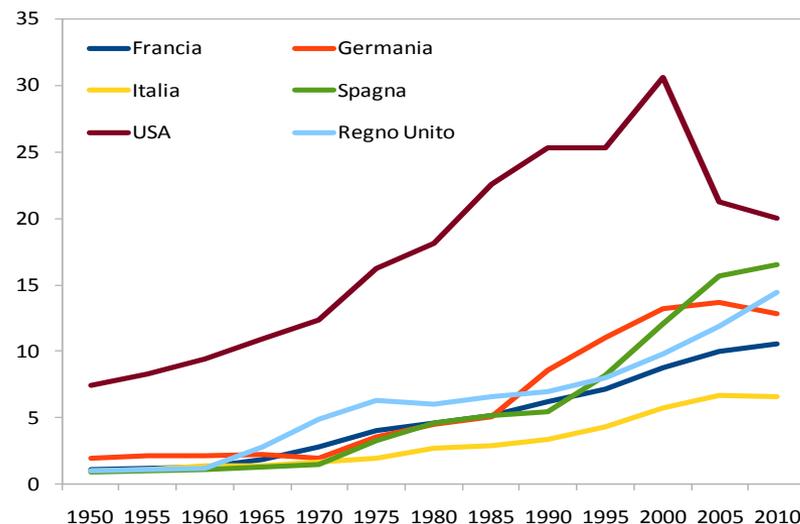
➤ Nel 2012, in Italia, oltre 2.250 mila giovani (il **23,9% della popolazione tra i 15 e i 29 anni**) risultano **fuori dal circuito formativo e lavorativo**. L'incidenza dei Neet (*Not in Education, Employment or Training*) è più elevata tra le donne (26,1%) rispetto agli uomini (21,8%).

➤ Nel 2012, **solo il 43%** della popolazione tra i 25 e i 64 anni di età ha conseguito come titolo di studio più elevato **la licenza di scuola media**

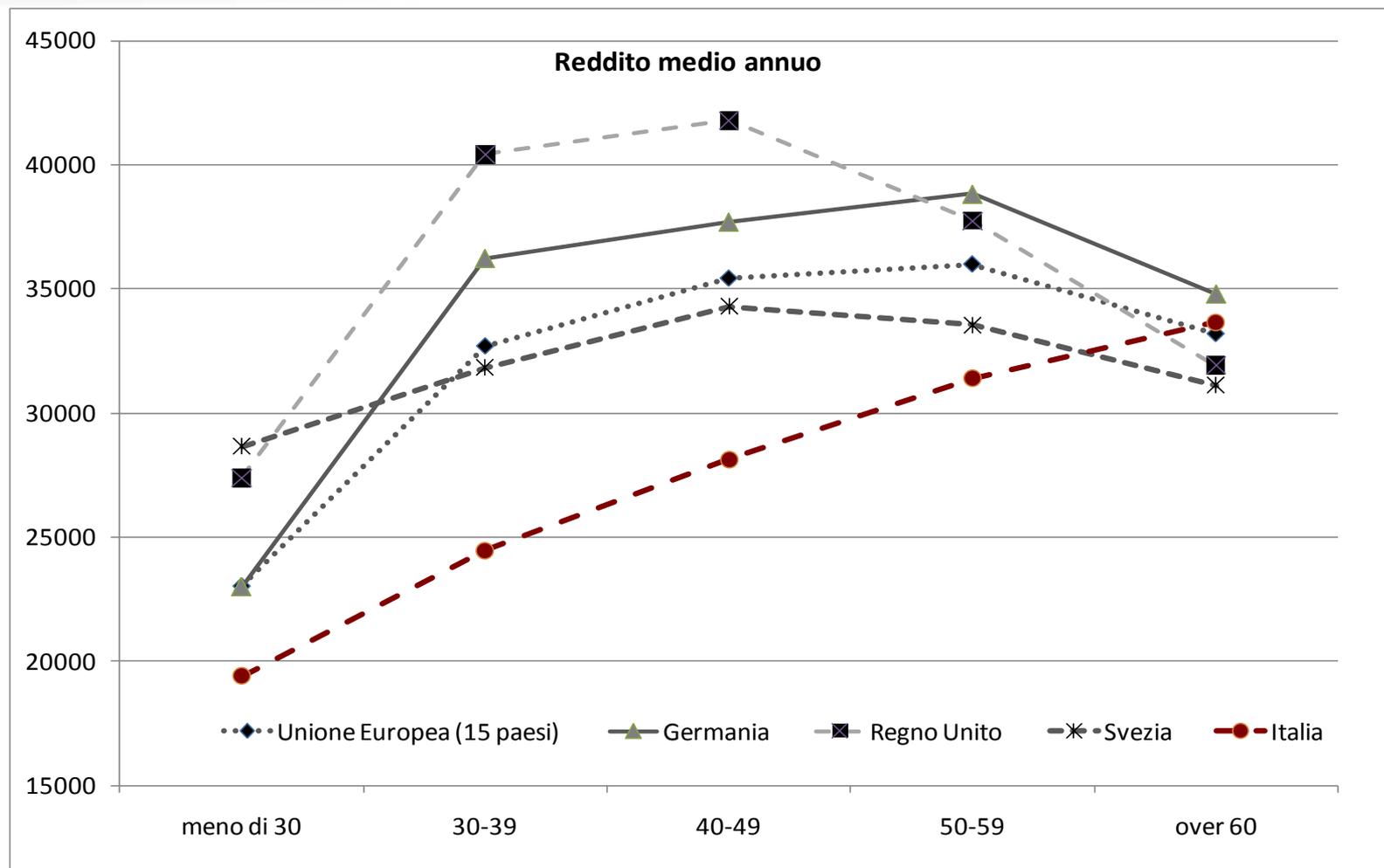
➤ La disoccupazione giovanile si attesta intorno al **43%**.

➤ Il tasso di **inattività femminile** è tra i più elevati in Europa (**circa il 46%**).

*Popolazione che ha completato un corso di scuola post secondaria (universitaria e non)*



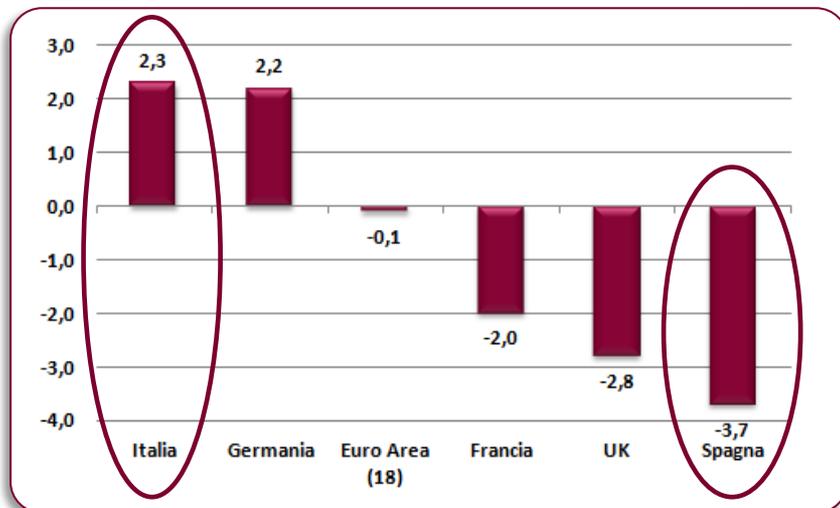
# La mancanza dei giusti incentivi: anzianità e salari



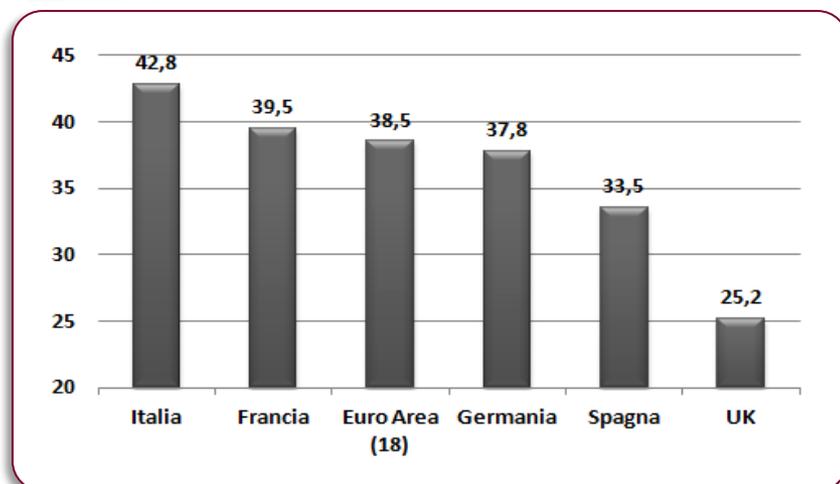
➤ La riforma del lavoro potrebbe non essere sufficiente se non accompagnata dai giusti **incentivi**. In Italia **il salario cresce solo proporzionalmente in base all'età lavorativa**, una grossa anomalia non solo rispetto al Regno Unito ma anche rispetto ai paesi dell'Unione Europea.



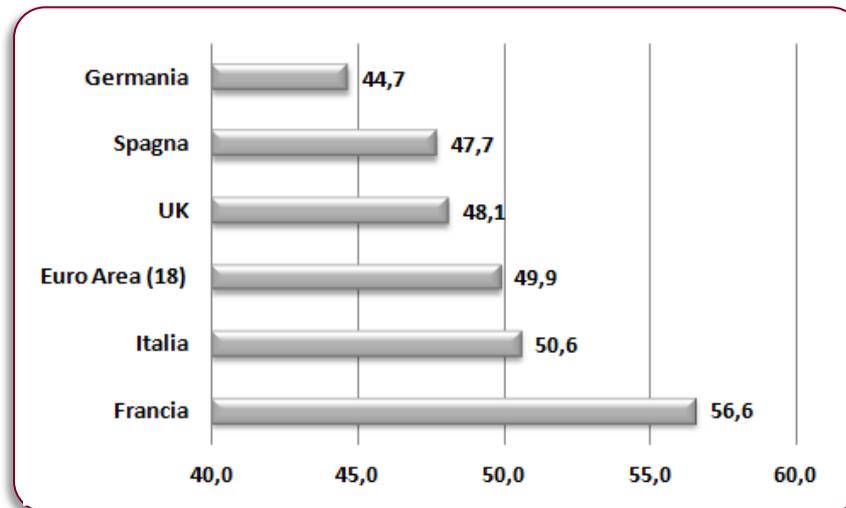
### Saldo primario (in % del Pil, 2013)



### Tax rate (2012)



### Spesa pubblica (in % del Pil, 2012)



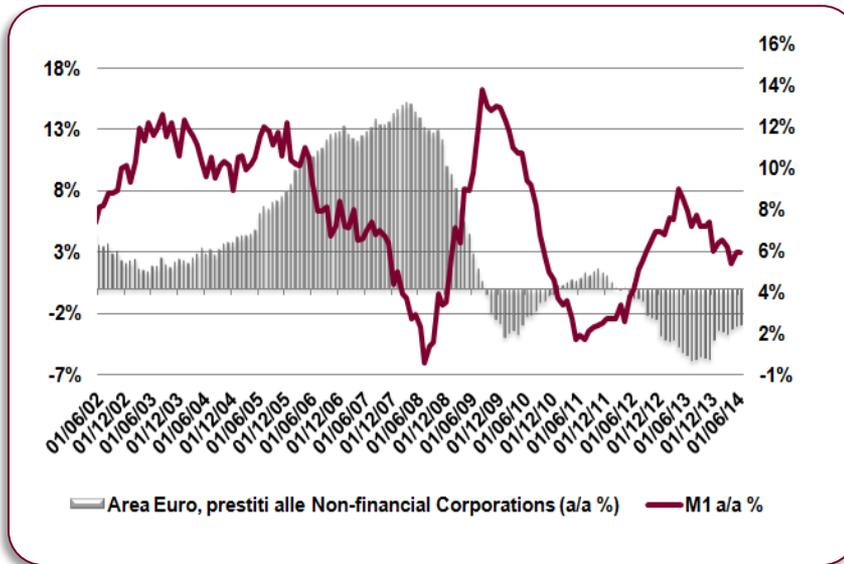
➤ L'Italia, anche a causa di un debito/Pil che ha ormai sfiorato il 130%, è l'unico paese Europeo dei "periferici" ad avere un surplus di bilancio primario (+2,3% del Pil a fronte ad esempio di un deficit primario del 3,7% della Spagna e di una media del -0,1% dell'intera area Euro).

➤ Una rimodulazione della politica fiscale che consenta una **riduzione della tassazione del lavoro** (in Italia il *tax rate* è del 42,8% rispetto al 38,5% dell'area Euro) passando da una **riduzione della spesa** (al 50,6% del Pil rispetto al 49,9 dell'area Euro) sarebbe auspicabile.

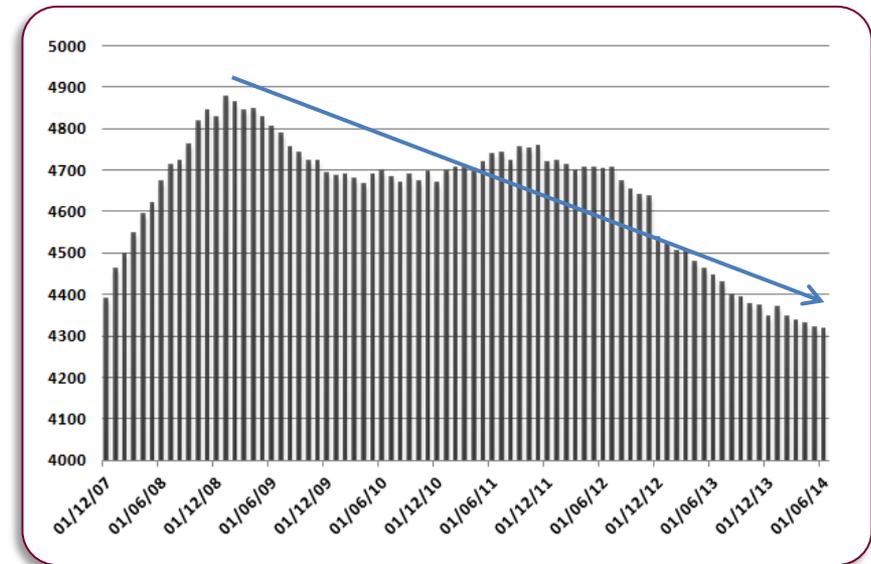
# La Politica monetaria della Bce ha avuto sin qui effetti molto limitati



## Prestiti e offerta monetaria



## Prestiti alle Non-financial Corporations (Mld €)



➤ Le misure straordinarie intraprese dalla Bce (la prima introdotta da Trichet nel 2009 per dare liquidità alle banche) hanno avuto un effetto sulla moneta, con M1 che dalla metà del 2010 ad oggi è cresciuta in media ad un tasso del 5% in termini tendenziali, **ma ciò non si è tradotto in credito all'economia.**

➤ I prestiti alle imprese non finanziarie dell'intera Area Euro sono passati **dai 4877 Mld di euro di gennaio 2009 ai 4316 Mld dello scorso giugno** registrando una variazione del -11,5%. Nello stesso periodo **la contrazione in termini reali avvicina il 20%.**

➤ Per contrastare questo andamento la Bce ha annunciato a giugno una serie di misure ordinarie e straordinarie. Tra le iniziative sicure le aste TLTRO, mentre **rimangono da definire le modalità di conduzione del programma di acquisto di titoli cartolarizzati**, annunciato a settembre. **Nessun riferimento invece all'acquisto diretto di sovereign bond sul mercato secondario**, malgrado gli evidenti effetti che hanno avuto sul credito per le imprese non finanziarie in Usa.

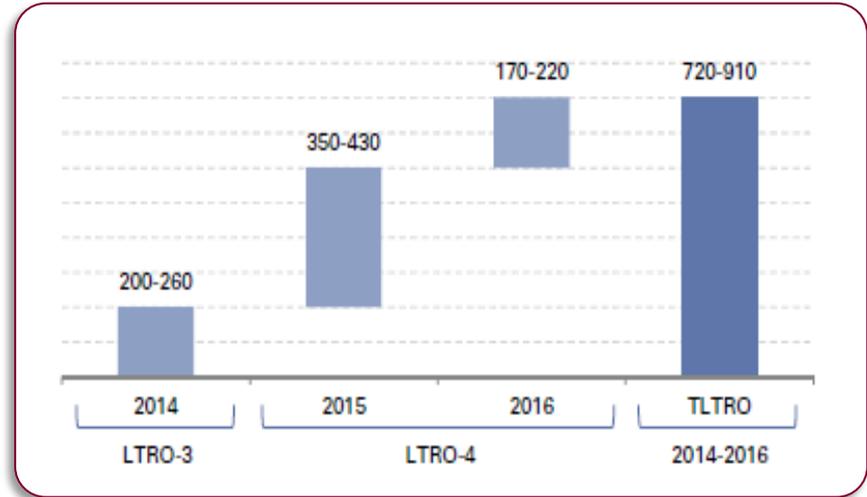
# Le nuove misure per finanziare l'economia: le TLTRO



Gap potenziale rispetto all'ammontare in essere delle attuali TLTRO (Mld S)



Utilizzo atteso delle prossime TLTRO (Mld S)



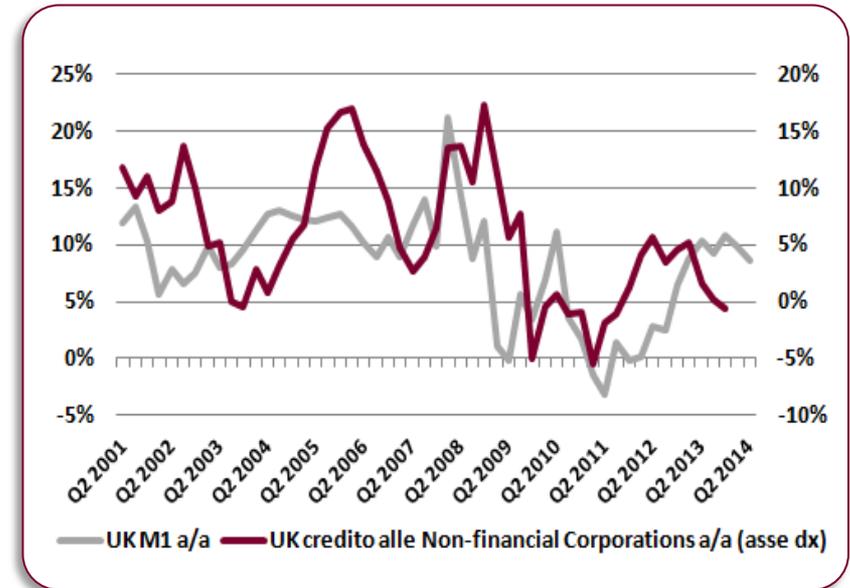
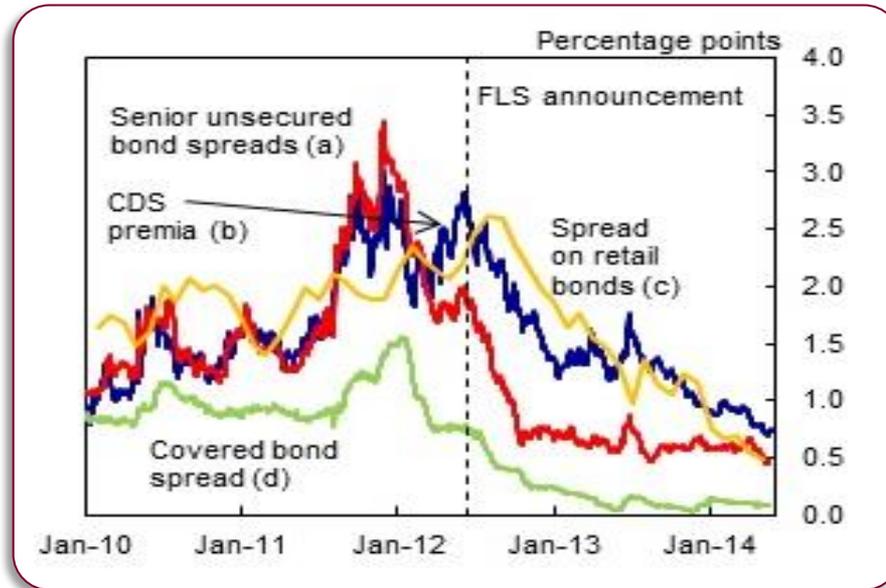
➤ Le TLTRO sono le nuove operazioni di rifinanziamento alle banche, **“finalizzate” al riutilizzo di tali fondi a favore di famiglie e imprese** (con l'esclusione dei mutui per l'acquisto casa) con scadenza protratta **fino al 2018** (anche se un rimborso anticipato sarà possibile a settembre 2016). Le prime due operazioni saranno condotte a settembre e dicembre 2014 con le controparti autorizzate ad ottenere fino al 7% dei loro prestiti verso il settore non finanziario privato dell'Euro (escluso i prestiti per l'acquisto di abitazioni), ovvero una **cifra pari a circa €400 Mld**. Per le successive TLTROs il limite dipenderà dal *net lending* degli istituti registrato nel mese di conduzione dell'operazione e quello risultante al 30 aprile 2014, e da un livello *benchmark* definito dalla Bce.

➤ Secondo BofA-Merrill Lynch, gli istituti dei paesi periferici potrebbero prendere a prestito il massimo consentito dalle prime due TLTROs (€140-160 Mld) **ma non riuscire a coprire con tali fondi il gap costituito dal rimborso delle 2 LTROs già in essere** (su un ammontare iniziale di oltre un Trilione di euro, dopo la possibilità di rimborsi anticipati, delle 2 TLTRO, risultano ancora in essere prestiti per €506 Mld secondo BofA, di cui la gran parte imputabili ai paesi periferici). Le banche delle economie *core* dovrebbero utilizzare **solo il 50% di quanto loro spettante dalle TLTROs** e non avere problemi a rimborsare le precedenti LTRO (per tali paesi rimangono da restituire, a giungo solo 50 Mld se si esclude l'Olanda), mentre le economie periferiche dovrebbero **utilizzarne il 90%**.

# L'esperienza di *Bank of England* è stata abbastanza fallimentare



Andamento indicativo del cost of funding delle banche UK *Prestiti e offerta monetaria*

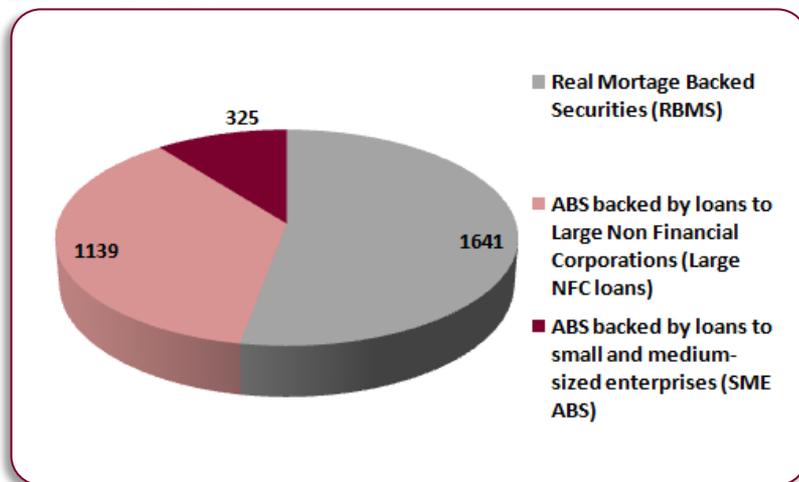


➤ Un'esperienza simile è stata adottata dalla BoE, il cui programma *Funding for Lending* (FLS) adottato a giugno 2012 ha avuto solo effetti parziali rispetto a quelli desiderati. Se da un lato il merito di questo programma è stato quello di innescare una sensibile riduzione del *cost of funding* per le banche e quindi di migliorare le condizioni di accesso al credito anche per le imprese e per le famiglie, dall'altro l'ammontare di fondi complessivamente erogati è rimasto abbastanza contenuto (10 Mld £ dall'inizio del programma a fine 2013). I dati parlano chiaro: il credito alle imprese non finanziarie si è ridotto in termini nominali dello 0,4% di quasi il 4% in termini reali.

# Le cartolarizzazioni: le possibili soluzioni e i potenziali effetti sul credito



## Area Euro: mercato potenziale degli ABS (€ Mld)



## Incidenza potenziale del mercato degli ABS per tipologia e Paese (%)

	Large NFC loans	SME ABS	RBMS
France	21	17	23
Germany	22	17	26
Ireland		6	2
Italy	21	14	9
Portugal	1	7	3
Spain	13	19	16
Rest of Euro Area	22	21	21
	100	100	100

➤ Secondo lo studio dell'Organizzazione Bruegel, la Bce avrebbe tre opzioni per riattivare il mercato degli ABS esistenti:

✓ a) **acquistare direttamente SME ABS**: opzione realizzabile immediatamente, ma che mobilizzerebbe **un importo limitato** (tenuto conto che degli attuali volumi pari a poco più di €100 Mld, prudenzialmente, solo un 60% potrebbe essere *elegibile*). Comunque l'operazione avrebbe **effetti non secondari sui bilanci delle banche e garantirebbe un pieno sfruttamento delle potenzialità offerte dalle TLTRO** agli istituti.

✓ b) acquistare tutti i titoli securitizzati elegibili ma per fare ciò sarebbe necessario **regolamentare globalmente al livello comunitario** (trasparenza e contabilità) **il mercato degli ABS**, in modo da poter utilizzare senza problemi tutte le tipologie di *asset*. Le tempistiche però si allungherebbero anche se ciò libererebbe un maggior numero di risorse.

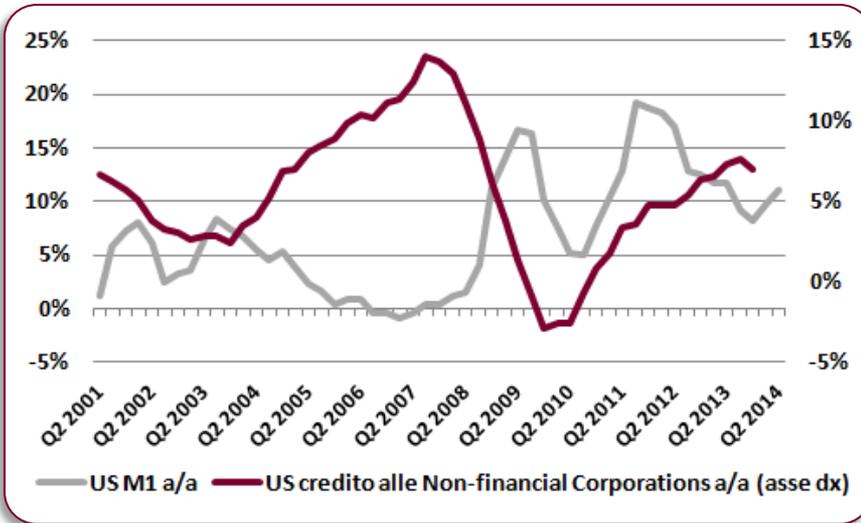
✓ c) **varare rapidamente un programma di acquisti di RMBS, interessando così, risorse per circa €500 Mld** (tenuto conto che l'85% degli attuali volumi - pari a €601 Mld- avrebbe *rating investment grade*). Tuttavia tale intervento risulterebbe molto **vicino ad un *quantitative easing*** e avrebbe implicazioni di **politica fiscale** da valutare.

➤ Nella riunione di settembre la Bce **ha confermato l'acquisto di Abs e Covered bond**. La decisione circa l'acquisto di Abs, che riguarderà un largo range di crediti cartolarizzati **compreso gli RMBS**, non è stata presa all'unanimità ma il presidente Draghi ha anche aggiunto che se, la situazione congiunturale continuasse a deteriorarsi, il *Board* sarebbe pronto a misure non convenzionali aprendo la **possibilità ad un futuro sovereign QE**. Gli ABS oggetto di acquisto saranno sia gli esistenti ma anche i nuovi. Secondo stime effettuate dal *Think Tank* Bruegel il **mercato potenziale per le nuove cartolarizzazioni sarebbe di una dimensione prossima ai 3 trn di euro**.

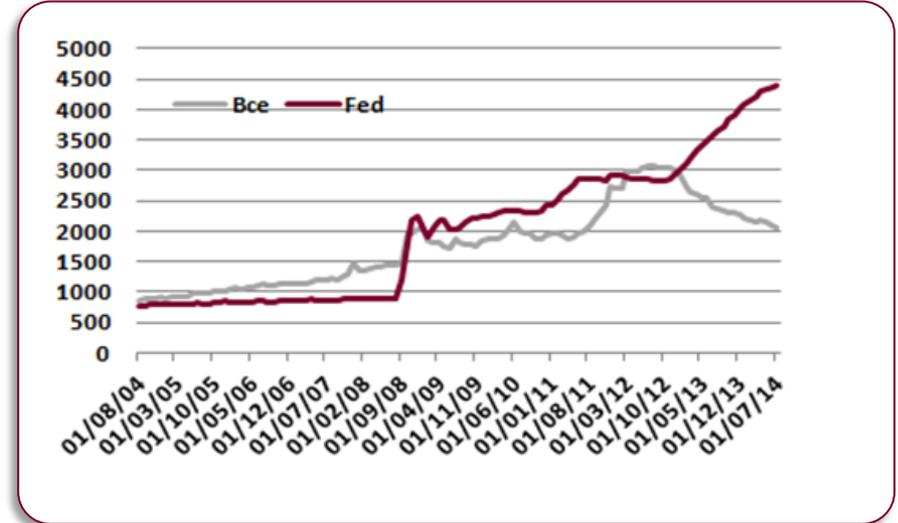
# L'acquisto di titoli del debito pubblico ...



## Gli effetti della politica monetaria statunitense



## Total asset delle BC (Mld \$ per la Fed; Mld € per la Bce)



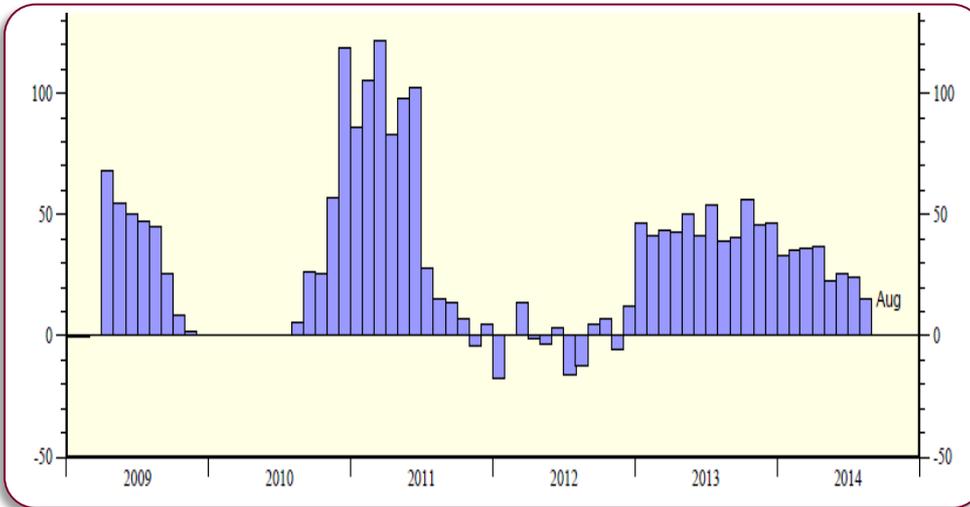
➤ La misura, che potrebbe essere molto efficace ma di cui la Bce non discute, è l'**acquisto diretto di titoli di stato**, che nel settembre 2012 ha sostituito il programma SPM. La probabilità che la Bce possa effettuare un *sovereign* QE rimane ancora bassa, ma la debolezza del ciclo economico e soprattutto la deflazione potrebbero far propendere le Autorità per una decisione in tal senso. Malgrado la forte opposizione della Bundesbank, secondo i principali analisti finanziari un QE della Bce **appare probabile**: le possibilità di *sovereign* QE nei prossimi sei mesi, secondo JPMorgan risultano del 50%. Al momento l'intervento diretto della BCE sul mercato dei titoli è limitato alla conduzione del *Securities Market Programme* (il cui ammontare in essere risulta di €148,7 Mld) e di due programmi di acquisto di Covered Bond (rispettivamente in essere per 32,8 e 13,8 Mld di euro).

➤ L'intervento più contenuto sui mercati da parte della Bce è evidente anche dall'analisi delle attività detenute in bilancio: il *total asset* infatti è di **2 trilioni di euro, rispetti ai 4,4 Trn della Fed**, valore più che quadruplicato dallo scoppio della crisi ad oggi.

## ... la misura su cui non si discute ma che potrebbe essere molto efficace

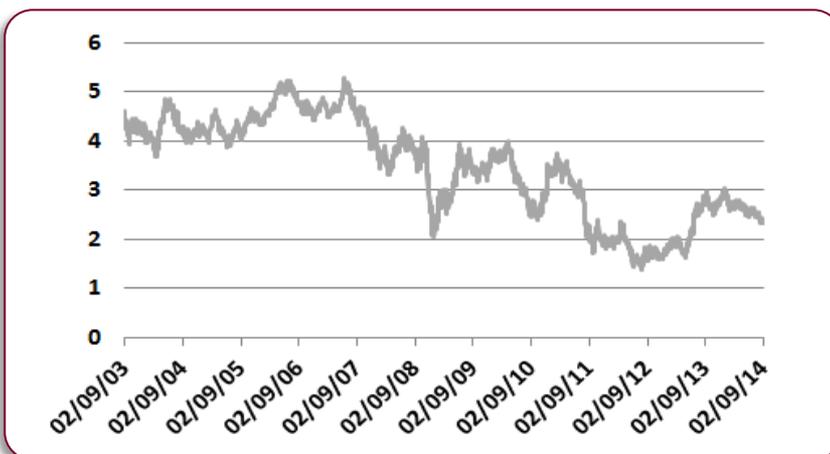


*Fed: net purchases di treasuries (variazione mensile, \$Mld)*



➤ L'esperienza negli Stati Uniti è stata positiva. L'acquisto diretto da parte della Fed, più massiccio tra il 2010 ed il 2011, ha avuto effetti evidenti sul credito alle imprese private non finanziarie che, dalla fine del 2008 a fine 2013, è **aumentato in termini nominali di quasi il 17% e del 6,7% in termini reali**, forte di un'economia che ha comunque continuato ad espandersi nel periodo considerato.

*Rendimento del decennale statunitense (%)*

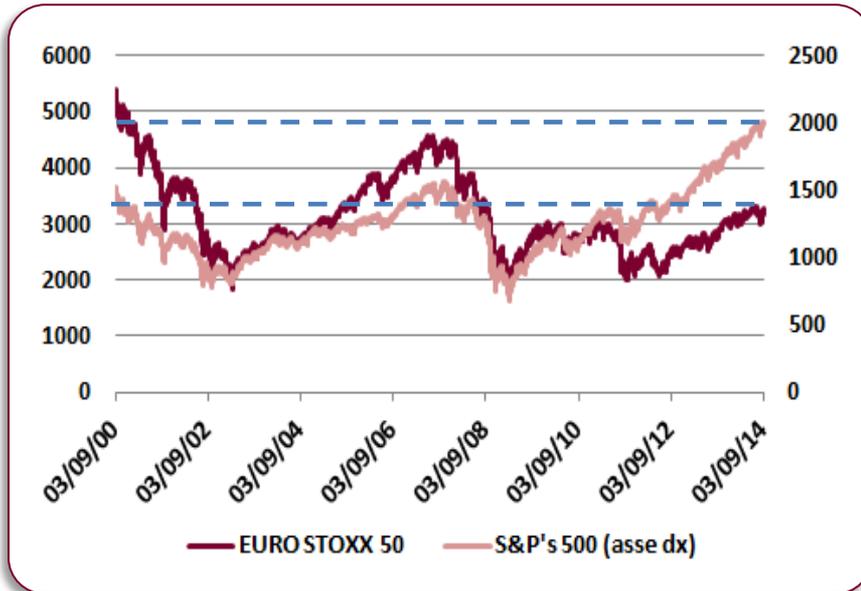


➤ Il QE ha consentito anche di mantenere **bassi i rendimenti impliciti a scadenza sui titoli governativi**.

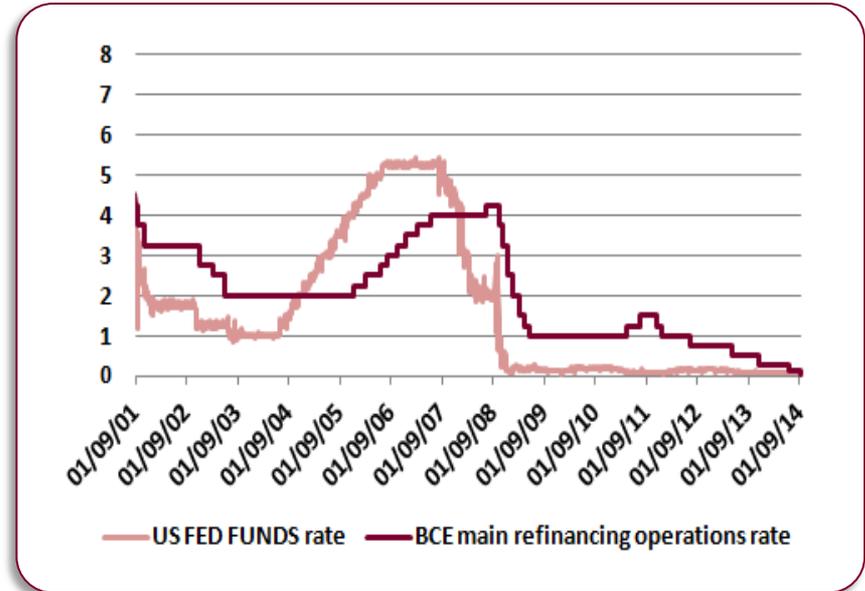
# Le attuali condizioni di mercato ...



I listini azionari (pb.)



Tassi Benchmark a confronto (%)

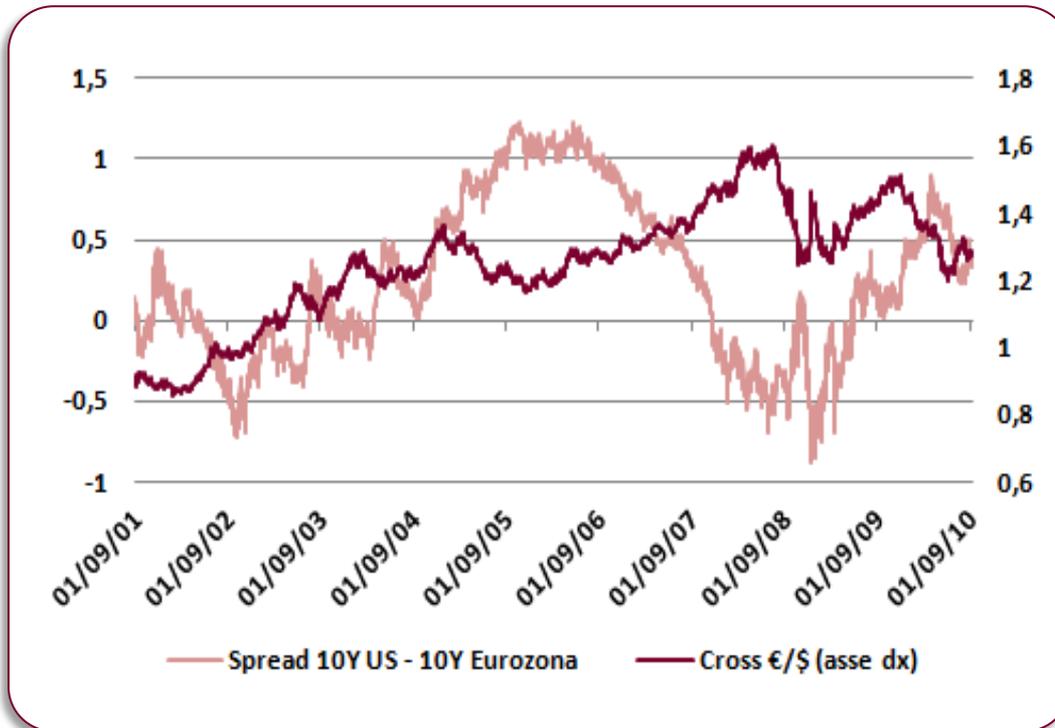


➤ In una fase di bassi tassi di mercato e abbondante liquidità sui mercati, l'appetito per il rischio è sensibilmente cresciuto con una **forte domanda per le attività mediamente più rischiose**. In prospettiva, una politica monetaria meno accomodante negli Usa attesa a partire dalla primavera del 2015, con conseguente *fly to quality*, potrebbe comportare una ricomposizione dei portafogli **a scapito dell'azionario** (in particolare statunitense), **dell'obbligazionario dei paesi emergenti** e di **corporate bond ad elevato rendimento**.

## ... offrono opportunità per investimenti in valuta...



### *L'andamento del dollaro*

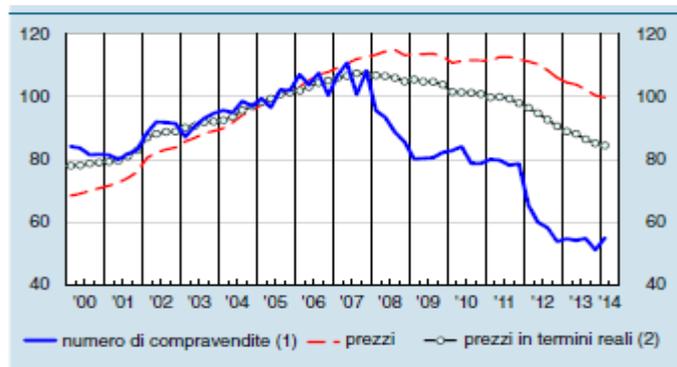


➤ Un buon investimento potrebbe essere invece il \$ che, sebbene abbia già recuperato molto nei confronti delle principali valute, **potrebbe continuare a correre grazie alla politica della Fed.**

## ... e nel real estate



### Compravendite e prezzi delle abitazioni in Italia (dati trimestrali; indici: 2005=100)



Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*.  
(1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

➤ In Italia, il basso livello di tassi di interesse garantito dalla Bce potrebbe rendere interessante l'investimento nel mercato immobiliare, dove si sta assistendo ad **un recupero delle compravendite**. Sebbene non sia esclusa un'ulteriore correzione dei prezzi, visto che **il tasso di rendimento dell'affitto rimane ancora basso se paragonato ad altre capitali europee** con l'esclusione di Parigi, potrebbero esserci occasioni interessanti.

### Rendimento del mercato degli affitti

City	Residential (outside of city centre)	Office	Retail	Industrial
Amsterdam	4.85%	5.45%	4.15%	6.70%
Athens	3.33%	8.50%	6.50%	10.00%
Barcelona	3.99%	5.75%	4.50%	8.00%
Berlin	5.05%	4.65%	4.40%	6.25%
Birmingham	9.01%	5.75%	na	5.75%
Brussels	6.56%	6.00%	4.25%	7.00%
London	4.18%	4.50%	na	5.05%
Paris	2.89%	4.15%	3.90%	7.00%
Dublin	6.04%	5.25%	5.25%	8.00%
Dusseldorf	5.31%	4.70%	4.20%	6.25%
Frankfurt	4.46%	4.70%	4.30%	6.25%
Helsinki	4.12%	4.60%	5.00%	7.20%
Hamburg	4.01%	4.55%	4.20%	6.25%
Lisbon	5.75%	7.00%	6.75%	9.25%
Lyon	3.23%	5.70%	4.50%	7.00%
Madrid	4.75%	5.75%	4.75%	8.00%
Manchester	5.88%	5.75%	na	7.00%
Milan	4.23%	6.00%	5.50%	8.25%
Munich	3.53%	4.45%	4.10%	6.25%
Oslo	4.60%	5.25%	5.00%	6.30%
Rome	3.84%	6.25%	5.50%	8.25%
Stockholm	2.96%	4.50%	4.50%	6.50%
Vienna	3.29%	4.70%	3.95%	7.25%
Italian average	4.04%	6.13%	5.50%	8.25%
Spanish average	4.37%	5.75%	4.63%	8.00%
Total average ex Italy	4.66%	5.32%	4.68%	7.01%

# Contatti

---

## Area Research & Investor Relations

Email: [servizio.research@mps.it](mailto:servizio.research@mps.it)

## Autori Pubblicazione

Lucia Lorenzoni

Email: [lucia.lorenzoni@banca.mps.it](mailto:lucia.lorenzoni@banca.mps.it)

Tel: +39 0577-293753

Nicola Zambli

[nicola.zambli@banca.mps.it](mailto:nicola.zambli@banca.mps.it)

+39 0577-298593

Si ringrazia Francesco Iacono per la preziosa collaborazione alla stesura del report

## Disclaimer

This analysis has been prepared solely for information purposes. This document does not constitute an offer or invitation for the sale or purchase of securities or any assets, business or undertaking described herein and shall not form the basis of any contract. The information set out above should not be relied upon for any purpose. Banca Monte dei Paschi has not independently verified any of the information and does not make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein and it (including any of its respective directors, partners, employees or advisers or any other person) shall not have, to the extent permitted by law, any liability for the information contained herein or any omissions therefrom or for any reliance that any party may seek to place upon such information. Banca Monte dei Paschi undertakes no obligation to provide the recipient with access to any additional information or to update or correct the information. This information may not be excerpted from, summarized, distributed, reproduced or used without the consent of Banca Monte dei Paschi. Neither the receipt of this information by any person, nor any information contained herein constitutes, or shall be relied upon as constituting, the giving of investment advice by Banca Monte dei Paschi to any such person. Under no circumstances should Banca Monte dei Paschi and their shareholders and subsidiaries or any of their employees be directly contacted in connection with this information



**MONTE  
DEI PASCHI  
DI SIENA**  
BANCA DAL 1472

[www.mps.it](http://www.mps.it)