



studi e analisi finanziarie

PREZZI CASE MILANO

I prezzi delle case a Milano stanno aumentando: la considerazione è che la qualità degli immobili in vendita sia bassa ed i prezzi richiesti siano elevati: tutti cercano casa, ma pochi la trovano.

L'obiettivo di questo lavoro è cercare di rispondere alla domanda: "comprare casa è un buon affare?"

Cercheremo di affrontare l'analisi con il maggiore rigore metodologico possibile, consci del fatto che rilevazioni accurate dei prezzi degli immobili siano molto difficili da effettuare, perché non esiste un mercato regolamentato e trasparente come, ad esempio, quello azionario (si pensi al prezzo del titolo Fiat è di pubblica conoscenza ed uguale per tutti).

Inoltre, la casa può essere anche la dimora dell'individuo si uniscono in questo caso considerazioni affettive e psicologiche, che non possono essere studiate nella presente analisi. In questa sede, l'immobile verrà considerato, solo ed esclusivamente, come un investimento da confrontare ad altri, trascurando tutte le motivazioni *sogettive* che potremmo così riassumere:

- da casa mia nessuno potrà mai sfrattarmi;
- è la casa dei miei sogni (es. casa di vacanza);
- è la dimora della mia famiglia, per mio figlio/a;
- non trovo in affitto quello che mi piace;
-

La lista non è esaustiva, ma intende chiarire quali possano essere le motivazioni che spingono all'acquisto di un immobile, ciò non esclude che ragioni non economiche – come quelle sopraelencate - impediscano che nel tempo le case si trasformino in un ottimo investimento.

Dal punto di vista dell'analisi del rischio, la perplessità relativa all'investimento in un immobile deriva dall'elevata percentuale del patrimonio che molto spesso la casa rappresenta: le risorse sono quindi concentrate su un unico bene.

E' indubbio che concentrare oltre il 50% del proprio patrimonio in un unico bene sia molto rischioso (nel bene e nel male).

Il mercato degli immobili, al contrario di quello finanziario, non consente l'acquisto di forme di assicurazione che possano tutelare da eventuali ribassi nel prezzo delle case:¹ in sostanza chi acquista una casa si espone

¹ Chi fosse interessato all'argomento legga il bellissimo libro di Robert Shiller, "Macro Markets" Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks, Oxford University Press 1993.

completamente alle oscillazioni di prezzo che si verificheranno in futuro e l'unico sistema per monetizzare l'eventuale guadagno è la vendita. Al contrario, un ribasso dei prezzi, sarà esclusivamente sulla carta fino al momento della vendita (che spesso avviene a distanza di molto tempo).

La presente analisi riguarda l'area delle abitazioni residenziali di Milano a partire dal 1955 fino al 2000, la città è divisa in quattro zone (concentriche): centro (A), bastioni (B), cerchia esterna (C), periferia (D).

La rilevazione dei prezzi è effettuata su base annuale, in questo tipo di indagine ha un'importanza centrale la coerenza e la continuità metodologica nella rilevazione dei dati. I prezzi degli immobili possono oscillare per molteplici ragioni (età dello stabile, piano, livello del traffico, ...) al punto tale che esiste una tabella ad hoc, che consente di rendere omogenei i differenti stabili. A titolo di esempio, si ipotizzi nella stessa strada un primo piano in una casa rumorosa e l'ultimo piano in una casa molto più tranquilla, è ragionevole ipotizzare una differenza di prezzo - al metro quadro - superiore al 40% (ovviamente a parità di stato di manutenzione dell'appartamento e dello stabile). Per semplicità di calcolo si utilizzano i dati relativi agli immobili di recente costruzione in buono stato di manutenzione.

Indubbiamente, ognuno di noi può assegnare una valutazione personale ad una casa: di solito si sovrastimano gli immobili di proprio possesso e si sottostimano gli altri, ma questo esula dalla nostra analisi.²

L'inflazione

La casa è sempre stata considerata il bene rifugio per eccellenza: trattandosi di una grandezza reale ha preservato il suo valore nel tempo, anzi è aumentata.

Peraltro, l'analisi basata esclusivamente sui prezzi di mercato non è sufficiente, infatti non è corretto confrontare i 3 milioni al metro quadro attuali con le 200 mila lire al metro quadro degli anni '70.

Inoltre, l'incremento dei prezzi è stato talmente elevato, spesso di ordine superiore a dieci volte, che il confronto anche solo a livello mentale è difficile e, spesso, distorto a favore dell'investimento immobiliare (tre milioni sono molto più di 200 mila lire).

L'analisi verrà svolta in termini reali, tenendo conto dell'effetto dell'inflazione, per poter paragonare – in modo corretto – i dati lontani nel tempo con quelli attuali.

² Il fenomeno è chiamato dissonanza cognitiva.

I grafici sono presentati in forma logaritmica, perché consentono un'analisi visiva molto più semplice quando gli incrementi percentuali sono così elevati. La trasformazione logaritmica non modifica la sostanza dei dati (l'ordine dei valori rimane invariato) e, inoltre, le stesse variazioni percentuali sull'asse verticale hanno la stessa ampiezza: passare da 100 a 200 è come passare da 1000 a 2000, solo che in una scala normale nel primo caso la differenza è 100, nel secondo è 1000, mentre in ambito logaritmico è uguale!

$$(1) \quad \log 200 - \log 100 = \log 200/100 = \log 2$$

$$(2) \quad \log 2000 - \log 1000 = \log 2000/1000 = \log 2$$

Il grafico 1 riporta l'andamento logaritmico reale dei prezzi delle quattro zone considerate, per consentire un confronto le quattro serie sono state ribasate al 1955 per poter effettuare un confronto (anche se i prezzi delle varie zone sono diversi, si veda la tabella 1 che li presenta in dettaglio)

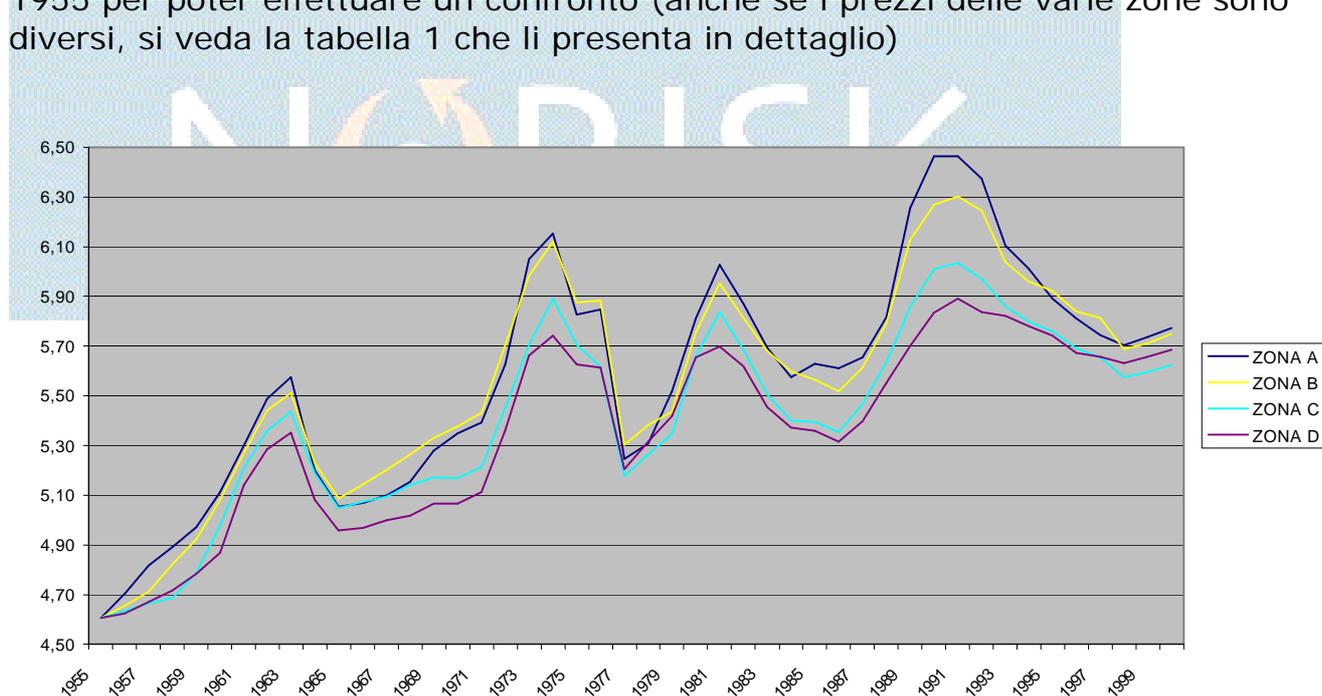


Grafico 1: andamenti reali a confronto, al netto della tassazione e degli affitti

Il grafico 2 riporta la variazione reale annua del prezzo degli immobili nelle quattro zone.

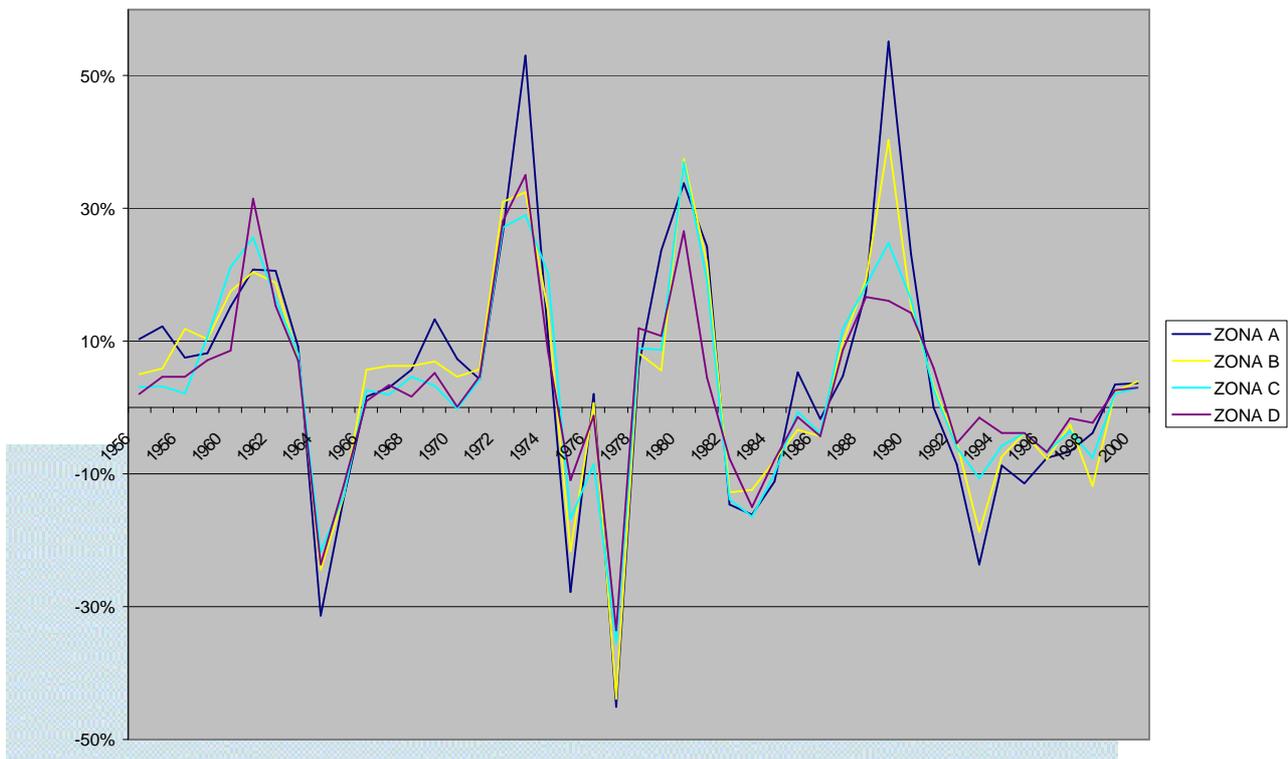


Grafico 2: rendimenti annui reali a confronto, al netto della tassazione e degli affitti

L'analisi visiva evidenzia una tendenza al rialzo di lungo termine, che però si è arrestata all'inizio degli anni '90 ed è ripresa nel 1999. Indubbiamente i valori reali del 1998 sono superiori a quelli degli anni 50/60, peraltro il forte incremento è concentrato principalmente nel primo decennio oggetto di analisi.

In alcuni casi i prezzi reali attuali sono solo leggermente superiori a quelli raggiunti all'apice dei cicli speculativi degli anni '70 e '80.

Il mercato evidenzia forme di ciclicità abbastanza marcate: dall'analisi emerge la considerazione che l'acquisto di un immobile debba pertanto essere effettuato con cautela, perché gli anni necessari per raggiungere nuovamente i valori reali, cioè al netto dell'inflazione, possono essere superiori a dieci, se si compra in un momento particolarmente sfavorevole. Il concetto è chiamato in finanza: *time to recover* e viene spesso utilizzato per valutare i gestori dei fondi di investimento.

Le tabelle proposte in appendice riportano in dettaglio l'analisi dei prezzi del mercato immobiliare di Milano negli anni oggetto di studio: i dati sono presentati sia in forma estesa che nei sottoperiodi.

Le tabelle dalla numero 1 alla numero 5 presentano i rendimenti medi nominali e reali, evidenziando anche i sottoperiodi. In ogni periodo è evidenziata anche la variazione annua massima e minima del prezzo degli immobili.

La tabella 6 riporta i prezzi al metro quadrato nelle singole zone

La tabella 7 riporta le variazioni annue, zona per zona, dei prezzi

La tabella 8 (ad opinione di chi scrive la più interessante) consente di calcolare, ad oggi nel 2000, il rendimento nominale effettivo (la media geometrica) di un investimento immobiliare. Ad esempio un acquisto effettuato nel 1966 nella zona C, avrebbe reso ad oggi – su base annua – il 10,3%. Il rendimento effettivo, a nostro avviso, è l'indicatore da utilizzare per valutare la redditività di investimenti con durata superiore all'anno (tipicamente il mercato immobiliare). I dati sono al netto di eventuali tassazioni ed affitti incassati.

A large, semi-transparent watermark of the NORISK logo is centered on the page, overlapping the text of the previous paragraph.

Alcune considerazioni:

- Determinare la redditività effettiva netta degli immobili a Milano (ma non solo lì) non è banale se si considerano sia tutti gli oneri a carico del proprietario, sia l'effettivo canone incassato. La legislazione italiana ha vissuto l'avvento dell'equo canone, dei patti in deroga, dei contratti regolamentati a livello locale...il tutto è abbastanza complicato da formalizzare, soprattutto in un arco di tempo elevato. In linea di massima possiamo affermare che adesso un immobile a destinazione residenziale renda circa il 5% lordo.
- In questa analisi abbiamo trascurato: oneri fiscali, manutenzioni, eventuale affitto...
- Invecchiamento: il problema non dovrebbe essere trascurato. Gli immobili invecchiano e perdono di valore nel tempo: una casa nuova vale almeno il 20% in più di un edificio di trent'anni. La manutenzione negli immobili non è lineare nel tempo, ma crescente in modo esponenziale: per i primi anni (anche 20) non succede quasi nulla, in seguito i problemi tendono a verificarsi sempre più frequentemente, come accennato in precedenza, i dati presentati in questa sede non tengono in considerazione questo problema.

Ipotesi di sviluppo del settore

Non siamo in grado di prevedere quale sarà l'andamento futuro del prezzo degli immobili, presentiamo un'impostazione alternativa, considerare:

1. Il prezzo di una casa come il multiplo dell'affitto (in linea con l'esperienza internazionale);
2. L'affitto di solito rappresenta una percentuale dei salari (il 30-40% al massimo);
3. I salari dipendono dalla crescita del reddito nazionale e dalla distribuzione di quest'ultimo tra i vari settori.

La variabile centrale nella crescita dei prezzi nel lungo termine per immobili con caratteristiche *normali* sarà quindi il PIL.

PIL ↑ → Profitti e Salari ↑ → Affitti ↑ → Prezzi immobili ↑

Il ciclo immobiliare è analogo a quanto si verifica spesso nei mercati azionari:

PIL ↑ → Profitti ↑ → Bilanci ↑ → Prezzi di Borsa ↑

Lasciamo agli esperti del settore la valutazione della nostra proposta.

Tabelle riassuntive
Periodo 1955-00

	Nominale	Reale	Peggior	Migliore
ZONA A	11,9%	4,4%	-24,7%	61,0%
ZONA B	11,4%	3,9%	-21,5%	59,0%
ZONA C	10,8%	3,3%	-15,1%	58,6%
ZONA D	10,7%	3,3%	-17,0%	48,2%

Tabella 1: rendimenti medi di periodo
Periodo 1955-70

	Nominale	Reale	Peggior	Migliore
ZONA A	9,5%	6,0%	-24,7%	24,5%
ZONA B	9,4%	5,9%	-17,8%	22,7%
ZONA C	8,0%	4,5%	-15,1%	27,4%
ZONA D	7,3%	3,8%	-17,0%	33,3%

Tabella 2: rendimenti medi di periodo
Periodo 1971-85

	Nominale	Reale	Peggior	Migliore
ZONA A	16,5%	5,0%	-22,7%	61,0%
ZONA B	17,8%	3,7%	-21,5%	59,0%
ZONA C	17,6%	3,5%	-13,1%	58,6%
ZONA D	17,6%	3,5%	-11,2%	48,2%

Tabella 3: rendimenti medi di periodo
Periodo 1986-00

	Nominale	Reale	Peggior	Migliore
ZONA A	7,0%	2,3%	-19,7%	60,4%
ZONA B	6,8%	2,1%	-14,9%	45,6%
ZONA C	6,7%	2,1%	-6,7%	30,1%
ZONA D	7,2%	2,5%	-1,2%	21,7%

Tabella 4: rendimenti medi di periodo
Periodo 1992-00

	Nominale	Reale	Peggior	Migliore
ZONA A	-3,2%	-7,1%	-19,7%	6,3%
ZONA B	-1,9%	-5,7%	-14,9%	6,6%
ZONA C	-0,6%	-4,4%	-6,7%	5,5%
ZONA D	1,6%	-2,2%	-1,2%	5,6%

Tabella 5: rendimenti medi di periodo



Anni	ZONA A	ZONA B	ZONA C	Zona D
1955	100	80	74	52
1956	114	87	79	55
1957	133	96	85	60
1956	148	111	90	65
1959	161	123	100	70
1960	190	148	124	78
1961	233	181	158	104
1962	290	222	190	124
1963	336	253	218	141
1964	253	208	185	117
1965	233	192	171	110
1966	243	208	180	114
1967	255	225	187	120
1968	274	243	199	124
1969	314	263	208	132
1970	351	287	217	138
1971	385	319	238	152
1972	505	433	314	202
1973	813	608	430	289
1974	1000	772	570	349
1975	975	800	618	399
1976	1100	892	632	437
1977	850	700	549	388
1978	1025	858	677	490
1979	1400	1017	823	606
1980	2175	1617	1305	898
1981	3125	2283	1809	1113
1982	3275	2433	1909	1243
1983	3200	2467	1859	1228
1984	3250	2583	1909	1287
1985	3717	2729	2069	1385
1986	3950	2829	2154	1437
1987	4300	3229	2500	1622
1988	5267	4014	3085	1974
1989	8450	5843	4015	2396
1990	11000	7143	4954	2907
1991	11667	7800	5385	3254
1992	11417	7886	5400	3287
1993	9167	6714	5038	3367
1994	8750	6500	4962	3378
1995	8083	6500	4962	3378
1996	7917	6357	4900	3337
1997	7600	6357	4854	3370
1998	7500	5771	4608	3378
1999	7950	6050	4825	3551
2000	8450	6450	5090	3749

Tabella 6: Prezzi al metro quadrato, immobili di recente costruzione in buono stato di manutenzione



	ZONA A	ZONA B	ZONA C	Zona D
1955				
1956	14,0%	8,7%	6,8%	5,8%
1957	16,7%	10,3%	7,6%	9,1%
1956	11,3%	15,6%	5,9%	8,3%
1959	8,8%	10,8%	11,1%	7,7%
1960	18,0%	20,3%	24,0%	11,4%
1961	22,6%	22,3%	27,4%	33,3%
1962	24,5%	22,7%	20,3%	19,2%
1963	15,9%	14,0%	14,7%	13,7%
1964	-24,7%	-17,8%	-15,1%	-17,0%
1965	-7,9%	-7,7%	-7,6%	-6,0%
1966	4,3%	8,3%	5,3%	3,6%
1967	4,9%	8,2%	3,9%	5,3%
1968	7,5%	8,0%	6,4%	3,3%
1969	14,6%	8,2%	4,5%	6,5%
1970	11,8%	9,1%	4,3%	4,5%
1971	9,7%	11,1%	9,7%	10,1%
1972	31,2%	35,7%	31,9%	32,9%
1973	61,0%	40,4%	36,9%	43,1%
1974	23,0%	27,0%	32,6%	20,8%
1975	-2,5%	3,6%	8,4%	14,3%
1976	12,8%	11,5%	2,3%	9,5%
1977	-22,7%	-21,5%	-13,1%	-11,2%
1978	20,6%	22,6%	23,3%	26,3%
1979	36,6%	18,5%	21,6%	23,7%
1980	55,4%	59,0%	58,6%	48,2%
1981	43,7%	41,2%	38,6%	23,9%
1982	4,8%	6,6%	5,5%	11,7%
1983	-2,3%	1,4%	-2,6%	-1,2%
1984	1,6%	4,7%	2,7%	4,8%
1985	14,4%	5,7%	8,4%	7,6%
1986	6,3%	3,7%	4,1%	3,8%
1987	8,9%	14,1%	16,1%	12,9%
1988	22,5%	24,3%	23,4%	21,7%
1989	60,4%	45,6%	30,1%	21,4%
1990	30,2%	22,2%	23,4%	21,3%
1991	6,1%	9,2%	8,7%	11,9%
1992	-2,1%	1,1%	0,3%	1,0%
1993	-19,7%	-14,9%	-6,7%	2,4%
1994	-4,5%	-3,2%	-1,5%	0,3%
1995	-7,6%	0,0%	0,0%	0,0%
1996	-2,1%	-2,2%	-1,2%	-1,2%
1997	-4,0%	0,0%	-0,9%	1,0%
1998	-1,3%	-9,2%	-5,1%	0,2%
1999	6,0%	4,8%	4,7%	5,1%
2000	6,3%	6,6%	5,5%	5,6%

Tabella 7: Variazioni annue dei prezzi al metro quadrato, immobili di recente costruzione in buono stato di manutenzione.



	zona A	Zona B	Zona C	Zona D
1955	10,4%	10,2%	9,9%	10,0%
1956	10,3%	10,3%	9,9%	10,1%
1957	10,1%	10,3%	10,0%	10,1%
1956	10,1%	10,2%	10,1%	10,1%
1959	10,1%	10,1%	10,1%	10,2%
1960	10,0%	9,9%	9,7%	10,2%
1961	9,6%	9,6%	9,3%	9,6%
1962	9,3%	9,3%	9,0%	9,4%
1963	9,1%	9,1%	8,9%	9,3%
1964	10,2%	10,0%	9,6%	10,1%
1965	10,8%	10,6%	10,2%	10,6%
1966	11,0%	10,6%	10,3%	10,8%
1967	11,2%	10,7%	10,5%	11,0%
1968	11,3%	10,8%	10,7%	11,2%
1969	11,2%	10,9%	10,9%	11,4%
1970	11,2%	10,9%	11,1%	11,6%
1971	11,2%	10,9%	11,1%	11,7%
1972	10,6%	10,1%	10,5%	11,0%
1973	9,1%	9,1%	9,6%	10,0%
1974	8,6%	8,5%	8,8%	9,6%
1975	9,0%	8,7%	8,8%	9,4%
1976	8,9%	8,6%	9,1%	9,4%
1977	10,5%	10,1%	10,2%	10,4%
1978	10,1%	9,6%	9,6%	9,7%
1979	8,9%	9,2%	9,1%	9,1%
1980	7,0%	7,2%	7,0%	7,4%
1981	5,4%	5,6%	5,6%	6,6%
1982	5,4%	5,6%	5,6%	6,3%
1983	5,9%	5,8%	6,1%	6,8%
1984	6,2%	5,9%	6,3%	6,9%
1985	5,6%	5,9%	6,2%	6,9%
1986	5,6%	6,1%	6,3%	7,1%
1987	5,3%	5,5%	5,6%	6,7%
1988	4,0%	4,0%	4,3%	5,5%
1989	0,0%	0,9%	2,2%	4,2%
1990	-2,6%	-1,0%	0,3%	2,6%
1991	-3,5%	-2,1%	-0,6%	1,6%
1992	-3,7%	-2,5%	-0,7%	1,7%
1993	-1,2%	-0,6%	0,1%	1,5%
1994	-0,6%	-0,1%	0,4%	1,8%
1995	0,9%	-0,2%	0,5%	2,1%
1996	1,6%	0,4%	1,0%	3,0%
1997	3,6%	0,5%	1,6%	3,6%
1998	6,1%	5,7%	5,1%	5,4%
1999	6,3%	6,6%	5,5%	5,6%

Tabella 8: Quanto hanno reso gli immobili? Rendimento annuo, nel 2000, derivante dall'acquisto di un immobile nel passato. Ad esempio il tasso medio di redditività annuo è del 7% per chi avesse acquistato una casa in zona a nel 1980, mentre è pari al -2,5% se avesse acquistato nel 1992 in zona b. Dati al netto di affitti e tassazione.

