

**Mercato Immobiliare e Finanziamenti**

**Il rallentamento economico influenzerà volumi e prezzi**

**28 novembre 2022 - 13:04 CET**

Data e ora di produzione

**Mercato immobiliare**

Il quadro macroeconomico in progressivo deterioramento sta inevitabilmente condizionando l'andamento del mercato immobiliare italiano. Il trend rialzista, che ha alimentato le compravendite dal periodo post-pandemico fino a tutto il 3° trimestre di quest'anno, si sta indebolendo. Gli effetti del cambiamento non sono ancora del tutto evidenti, ma è sufficiente osservare l'andamento del clima di fiducia dei consumatori per comprendere come le intenzioni di spesa si siano fortemente ridimensionate a causa della perdita del potere di acquisto che penalizza le famiglie italiane. La stabilità dei salari, a fronte dell'impennata dell'inflazione, mette a rischio la capacità di spesa e di mantenimento degli stili di vita, facendo quanto meno posticipare ogni decisione di investimento importante. A favorire la frenata contribuisce anche l'accresciuto costo di indebitamento che, associato a un orientamento vigile del sistema bancario italiano, riduce le possibilità di accesso al mutuo.

Nota mensile

**Direzione Studi e Ricerche**

**Ricerca per  
investitori privati e PMI**

**Ester Brizzolara**  
Analista Finanziario

**Paolo Leoni**  
Analista Finanziario

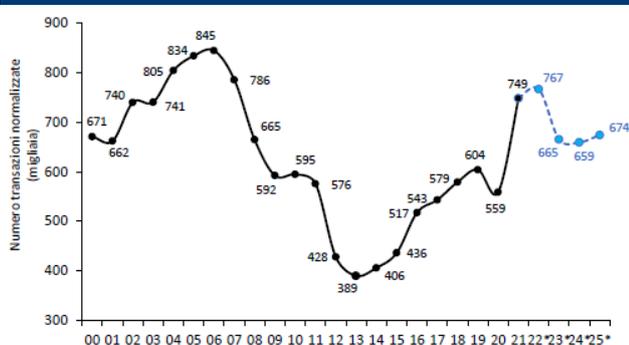
**Tassi d'interesse su mutui e prestiti**

Nell'ultimo mese per i tassi Euribor ed Eurirs si è verificato un andamento dissonante: i primi hanno continuato il loro trend al rialzo, anche se a ritmi più contenuti, mentre i secondi, in un contesto di spiccata volatilità, hanno registrato un calo in tutte le scadenze superiori a 2 anni. I tassi Euribor sono stati guidati dall'azione della BCE che, nella riunione di ottobre, ha aumentato i tassi di riferimento di 75pb ed agito contro l'eccesso di liquidità modificando i termini dei finanziamenti TLTRO e il relativo regime di remunerazione; sui tassi Eurirs hanno invece pesato le sempre più concrete attese di una recessione economica e la dinamica dei tassi di mercato statunitensi. Prospettivamente, il principale driver è rappresentato dalle aspettative sulle prossime mosse della BCE: sebbene il rallentamento economico in corso dovrebbe rendere più probabile una stretta di 50pb a dicembre, i nuovi record dell'inflazione e la necessità di perfezionare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria dovrebbero rendere più vicini gli annunci su una possibile riduzione degli investimenti APP (già a dicembre potrebbero essere fornite le linee guida). Alla luce di ciò i tassi Euribor dovrebbero persistere nella loro dinamica rialzista e dovrebbe verificarsi un recupero dei tassi Eurirs fino al 1° trimestre 2023 (periodo a partire dal quale dovrebbero attenuarsi le tensioni sui prezzi, soprattutto energetici).

**28 novembre 2022 - 13:10 CET**

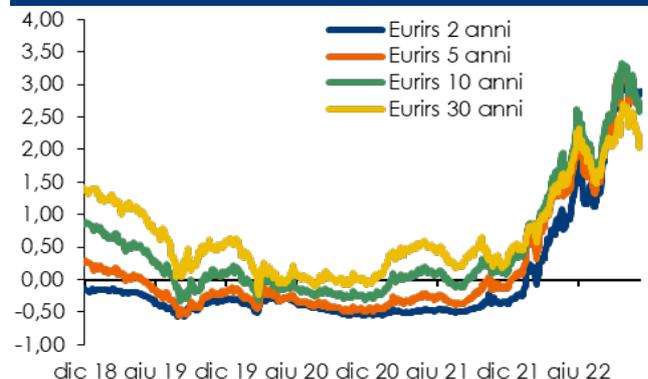
Data e ora di circolazione

**Numero di compravendite residenziali in Italia**



Nota: (\*) dati di stima. Fonte: Nomisma

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



Fonte: Bloomberg

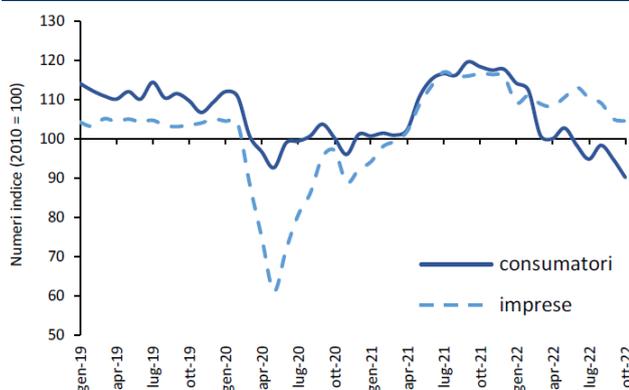
## Mercato immobiliare

Dopo un 1° semestre caratterizzato ancora da una dinamica espansiva del mercato immobiliare, nella seconda parte dell'anno la tendenza rialzista appare decisamente meno intensa e tutt'altro che generalizzata. L'acquisto di un immobile è diventato meno accessibile a famiglie e imprese rispetto a quanto non sia stato fino a qualche mese fa, anche in ragione della crescita dei valori di compravendita e locazione intervenuta nel frattempo.

Ester Brizzolara

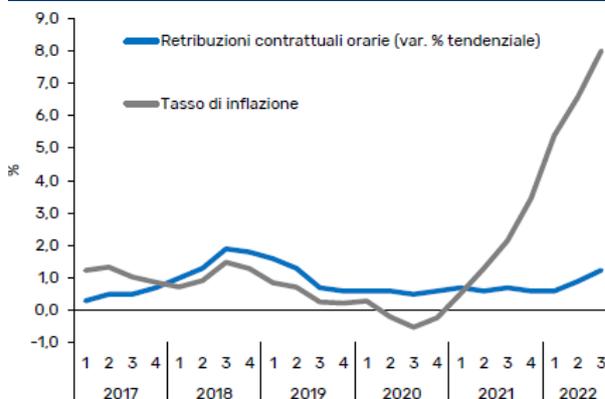
Il segmento degli immobili di impresa di piccole dimensioni, dopo un trend timidamente espansivo innescato dalla prospettiva di un ritorno alla normalità dell'attività produttiva post pandemia, ha mostrato un'attenuazione della crescita, che era già piuttosto timida sia per numero di contratti che di valori.

**Evoluzione del clima di fiducia di consumatori e imprese**



Fonte: Nomisma

**Andamento delle retribuzioni contrattuali e dell'inflazione**



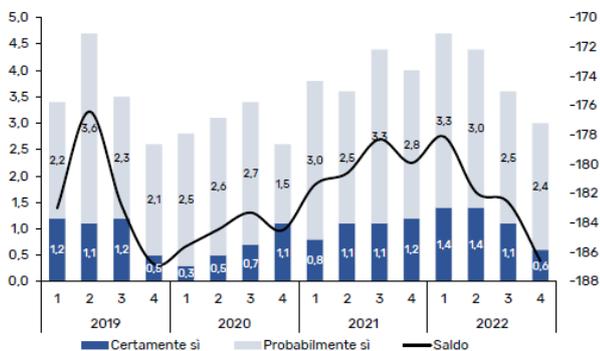
Fonte: Nomisma

Nel corso del 1° semestre dell'anno le compravendite di abitazioni in Italia hanno registrato un aumento tendenziale del 10,1%, leggermente inferiore al +11% degli immobili d'impresa. La fase attuale di transizione apre a un'inevitabile flessione delle intenzioni di acquisto nella seconda metà dell'anno, situazione peraltro già evidente sul fronte del credito (flessione dei mutui). Il preconsuntivo elaborato da Nomisma sul 2022 limitatamente al segmento abitativo restituisce infatti un calo delle transazioni dell'8,9% nel 2° semestre rispetto al 1°, riconducibile prevalentemente all'andamento del 4° trimestre dell'anno.

La risposta dei valori immobiliari al peggioramento del contesto di riferimento è ancora una volta improntata alla rigidità, con un'attenuazione della crescita dei prezzi ma senza rischi di cali significativi, quantomeno nel breve periodo. La maggiore accelerazione delle compravendite in alcuni mercati rispetto ad altri fotografa una situazione eterogenea delle performance locali, spesso dovuta a ritardi accumulati nelle fasi di inversione dei cicli immobiliari.

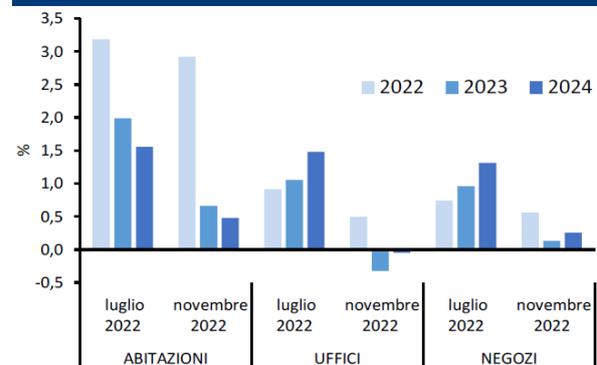
Secondo Nomisma, l'attenuazione della domanda determinerà un rallentamento dei prezzi immobiliari, favorendo una diminuzione dei valori reali rispetto a quelli preventivati lo scorso luglio (grafico seguente a dx). Già in questo 2° semestre 2022, infatti, si è registrato un rallentamento della crescita dei prezzi delle abitazioni, dal momento che alla variazione congiunturale di +2,1% registrata dalla media delle grandi città nella prima parte dell'anno è seguita una variazione di +0,6% nella seconda parte, a testimonianza dei primi segnali di frenata del mercato. In termini di media d'anno, il 2022 è atteso chiudere con un tasso di crescita di +2,9%, a cui seguirà un +0,7% nel 2023, che rappresenta la sintesi di andamenti molto eterogenei tra le maggiori città, passando dal +2,6% di Milano fino al -1,8% di Venezia. La crescita è attesa modesta anche nel biennio successivo, con una variazione media di +0,5% nel 2024 e di +0,7% nel 2025.

**Intenzioni di acquisto di un'abitazione nei 12 mesi successivi (% sul totale dei rispondenti e media mobile)**



Fonte: Nomisma

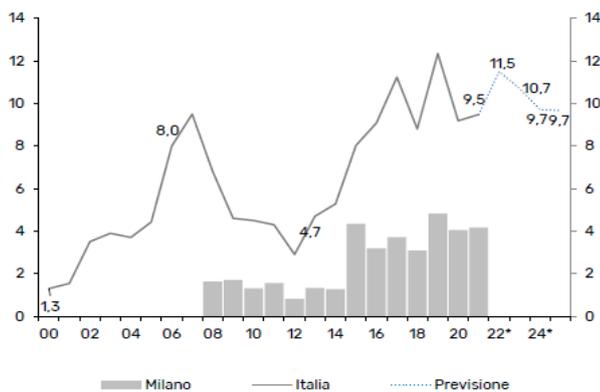
**Previsione dei prezzi nelle maggiori città (variazioni % annuali)**



Fonte: Nomisma

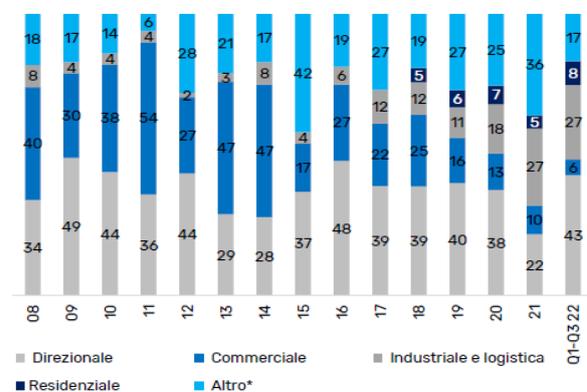
Per quanto riguarda il comparto degli investimenti corporate il grafico sottostante, elaborato sempre da Nomisma, evidenzia come la ripresa sia risultata sostenuta fino a tutto il 3° trimestre di quest'anno, alimentata dall'accresciuta attrattività dei settori alternativi (logistica e alberghiero), a cui si è aggiunto il ritorno di interesse per il segmento direzionale. Il deterioramento del quadro macroeconomico ha, anche in questo caso, improvvisamente raffreddato gli entusiasmi, spingendo gli investitori stranieri su posizioni attendiste. Il superamento dei livelli pre-Covid, che sembrava alla portata, appare ora piuttosto improbabile, nonostante i segnali di tenuta che l'economia continua a mostrare.

**Investimenti immobiliari corporate in Italia (dati in mld di euro)**



Nota: (\*) dati di stima. Fonte: Nomisma

**Tipologia di investimenti immobiliari corporate Italia (% sul totale)**



Nota: (\*) Hotel e altre tipologie. Fonte: Nomisma

Le preoccupazioni per una possibile recessione, associata a tassi di rendimento straordinariamente esigui per tutte le principali tipologie, rappresentano i presupposti alla base della prudenza che è improvvisamente tornata a imperversare sul mercato immobiliare italiano. Il differenziale di rendimento tra immobiliare e titoli di Stato, che in poco più di un anno ha registrato una variazione di 300 punti base (passando da uno spread favorevole all'immobiliare di oltre 200 punti a un gap negativo rispetto ai BTP di circa 100 punti), si è trasformato da fattore trainante della risalita a elemento scatenante di un possibile riprezzamento.

In conclusione, la cautela rimane la migliore risposta ai crescenti dubbi sulla sostenibilità dei prezzi correnti, che sono passati sostanzialmente indenni agli sconvolgimenti causati dalla pandemia, almeno fino a quando non ci sarà maggiore visibilità sulle prospettive economiche del Paese.

## Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Nell'ultimo mese per i tassi Euribor e i tassi Eurirs si sono verificate dinamiche dissonanti: i primi hanno continuato il loro trend al rialzo, anche se con un più lento ritmo di crescita, mentre i secondi hanno mostrato un andamento piuttosto altalenante, con esito sostanzialmente negativo: hanno infatti registrato un calo in tutte le scadenze superiori a quella a 2 anni, la quale, invece, è rimasta stabile. La diversa evoluzione dei tassi Euribor rispetto agli Eurirs è riconducibile alla maggiore influenza della politica monetaria sui tassi a breve termine: questi (Euribor) sono stati infatti ampiamente condizionati dalle decisioni della BCE, a differenza di quelli a lungo termine (Eurirs), che hanno incorporato le aspettative sull'economia e, in parte, anche replicato la dinamica dei tassi statunitensi.

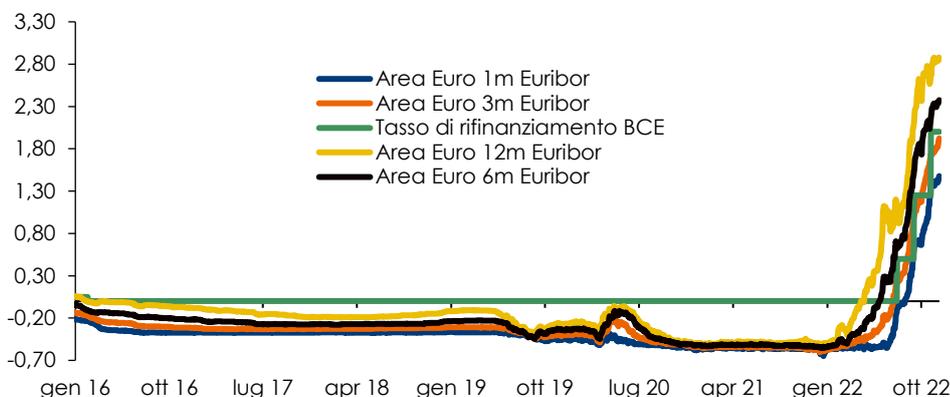
Nella riunione del 27 ottobre, come atteso, la BCE ha alzato i tassi ufficiali di 75pb. Per facilitare la trasmissione della politica monetaria e ridurre la liquidità in eccesso (aumentando pure la disponibilità di collaterale) l'istituto ha anche modificato sia le condizioni delle aste di rifinanziamento a lungo termine TLTRO (strumenti studiati in un momento di politica monetaria ultra-espansiva per i quali sono state introdotte ad ottobre 3 opzioni aggiuntive di rimborso anticipato), sia il loro regime di remunerazione: in particolare, dal 23 novembre le banche hanno iniziato a pagare il tasso di riferimento vigente (cioè il tasso sui depositi presso la BCE se il benchmark è stato centrato, o il tasso di rifinanziamento principale presso la BCE se invece è stato mancato) e non più la media dei tassi lungo tutta la vita dell'operazione. Un cambiamento nel regime di remunerazione è stato infine annunciato anche per la riserva obbligatoria, in merito alla quale le banche non riceveranno più il tasso di rifinanziamento principale presso la BCE ma quello sui depositi. Riguardo al futuro, il comunicato del meeting ha ribadito l'avviso che i tassi saranno aumentati ancora alle prossime riunioni, e che la dimensione della mossa dipenderà dall'evoluzione del quadro macroeconomico. La presidente Lagarde non si è sbilanciata sull'estensione futura delle strette, legandola al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione; tuttavia, l'analisi economica che ha presentato ha mostrato un quadro prospettico inequivocabilmente negativo, caratterizzato da indebolimento dell'attività economica fino al 1° trimestre 2023, da rischi inflazionistici ancora al rialzo e da un aumento della disoccupazione.

Il rialzo dei tassi ufficiali e le altre misure volte a drenare liquidità dal sistema, annunciate dalla BCE, hanno dunque continuato a sostenere la risalita dei tassi Euribor, i quali, pochi giorni dopo, sono stati anche sospinti in tale direzione dal nuovo dato sull'inflazione area euro di ottobre. Lo scorso mese, infatti, il caro-vita nell'Eurozona ha raggiunto un nuovo record storico a +10,6% a/a, alimentato soprattutto dalla crisi energetica, ma anche dal meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici (che ha comportato un'accelerazione dei prezzi dei prodotti alimentari e dei beni manufatti ex-energia). La pubblicazione del CPI di ottobre ha determinato una fase di significativa volatilità anche per i tassi Eurirs, che però hanno comunque tracciato un percorso discendente: per questi hanno infatti assunto maggiore rilevanza il difficile scenario economico delineato dall'Autorità monetaria e le sempre più concrete attese di recessione in area euro. Inoltre, i tassi Eurirs hanno subito l'influenza dei tassi di mercato statunitensi che, in forza della nuova fase strategica della Fed ispirata a una "calibrazione" degli interventi e in forza dei dati sui prezzi al consumo e sui prezzi alla produzione di ottobre (che hanno evidenziato un deciso rallentamento), hanno registrato significativi cali per le scadenze superiori a 2 anni.

Guardando al futuro, nelle prossime settimane la dinamica dei tassi Euribor ed Eurirs sarà condizionata dalle aspettative di politica monetaria, con l'avvicinarsi della riunione della BCE del 15 dicembre: l'istituto centrale si trova stretto tra la strada della "calibrazione", scelta dalla Fed che probabilmente opererà a dicembre un rialzo di 50pb, e le indicazioni ancora preoccupanti sul fronte dei prezzi che condizionano il flusso di dati europeo. Queste ultime si riflettono, al momento, in un orientamento ancora molto restrittivo di diversi membri del Consiglio direttivo: Nagel (Bundesbank) e Knot (DNB) hanno sostenuto che la BCE debba portare i tassi a livelli tali da frenare la domanda, anche se Knot ha ammesso che il passo della restrizione

potrebbe rallentare. Inoltre, Nagel ha sostenuto che la riduzione del portafoglio APP dovrebbe essere avviata già all'inizio del 2023, e che ciò potrebbe abbassare il livello dei tassi ufficiali necessario a garantire il ritorno dell'inflazione al 2%. Anche la presidente Lagarde ha fornito indicazioni circa l'avvicinarsi di un possibile annuncio riguardante la riduzione dei reinvestimenti APP e ciò è apparso ulteriormente verosimile alla luce dei primi dati sui rimborsi TLTRO che sono risultati inferiori alle aspettative. Pure il capoeconomista BCE Philip Lane, noto per il suo atteggiamento generalmente conciliante, ha aperto alla possibilità di definire le linee guida per una riduzione del bilancio già a dicembre. Tale contesto dovrebbe continuare a favorire la tendenza rialzista dei tassi Euribor e determinare anche un recupero dei tassi Eurirs fino al 1° trimestre del 2023. Infatti, anche se – nonostante un acceso dibattito interno – l'ipotesi leggermente più probabile è che il rallentamento economico in corso porti la BCE ad optare il 15 dicembre per una stretta di 50pb, le forti tensioni inflazionistiche legate all'energia non sono attese in attenuazione fino alla primavera del prossimo anno.

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



Fonte: Bloomberg

Nel complesso, ne deriva una preferenza verso l'indebitamento flessibile o a tasso fisso rispetto a quello a tasso variabile.

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

Positivi	Negativi*
Tasso fisso	Tasso variabile
	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

## 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 24.10.2022.

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.

## 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 separatezza 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 Riso

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi