

## L'Europa immobiliare attira gli investimenti

L'Europa rappresenta un'area di elevato interesse per gli investitori immobiliari grazie agli interessanti rendimenti soprattutto se paragonati ai mercati obbligazionari che, negli ultimi anni, hanno subito la contrazione dei tassi ufficiali da parte della Banca Centrale Europea.

I comparti immobiliari maggiormente interessanti sono attualmente quello industriale-logistico e il residenziale, settore però quest'ultimo in cui l'Italia resta al margine. A livello globale gli investimenti immobiliari continuano a crescere e, secondo i principali operatori del mercato, potrebbero raggiungere i 2.500 miliardi di dollari nel 2020. Nel 2018 gli investimenti nell'immobiliare da parte di istituzioni globali hanno raggiunto 840 miliardi di dollari, che si vanno ad aggiungere ai 370 miliardi dei fondi chiusi specializzati.

Per capire dove conviene investire il driver principale da seguire, secondo Colliers International (società globale di servizi immobiliari e commerciali), è quello degli investimenti infrastrutturali nei grandi centri o regioni europee. Per quanto riguarda la tipologia di asset, predomina l'interesse per l'immobile ad uso misto, in special modo l'abbinamento tra il residenziale, il tempo libero e gli spazi business, con un occhio particolare allo *smart working* (asset caratterizzati da soluzioni *open-space* per favorire un lavoro più agile), che riscontra un crescente consenso da parte di aziende in cerca di una nuova sede.

In valore assoluto, secondo Colliers International, il miglior settore al mondo in cui investire oggi è quello industriale/logistico europeo, seguito dalla logistica asiatica. Gli investitori internazionali, in questo contesto, guardano sia all'investimento diretto in singoli asset, sia alle tipologie che includono sviluppo e strumenti di debito.

## Il bilancio a cinque anni

La parte predominante degli investimenti immobiliari continua ad essere costituita dal segmento uffici, che nel 2018 hanno raggiunto circa 103 miliardi di dollari, con un aumento in cinque anni del 40%. Seguono gli spazi commerciali, in particolare il *retail*, con un totale 2018 di 78 miliardi e una variazione positiva del 44%. L'industriale e la logistica hanno attirato capitali per circa 31 miliardi, con una variazione nel quinquennio dell'87%, mentre il settore alberghiero è cresciuto del 90% a quota 10 miliardi. Il residenziale ha messo a segno un vero e proprio balzo, con un aumento del 150%, a quota 20,5 miliardi.

9 luglio 2019  
10:20 CET  
Data e ora di produzione

9 luglio 2019  
10:25 CET  
Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

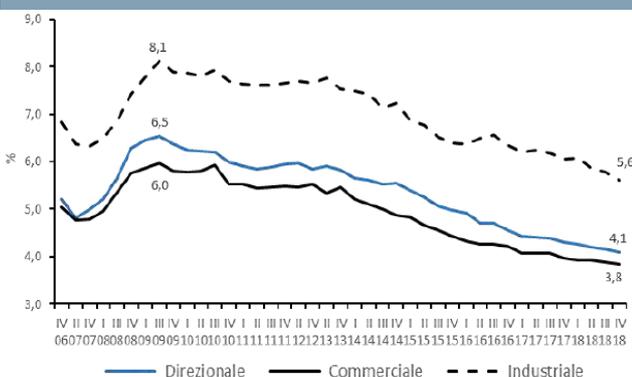
Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori privati e PMI

Paolo Guida  
Analista Finanziario

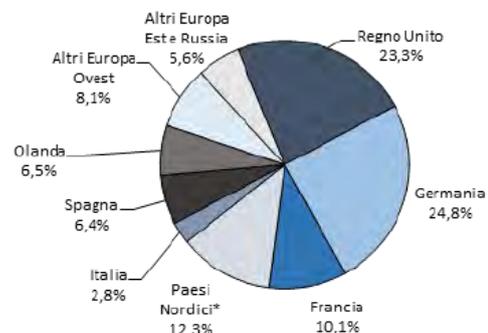
Ester Brizzolara  
Analista Finanziario

Europa – Evoluzione degli yield per comparto immobiliare



Fonte: Nomisma

Europa – Suddivisione degli investimenti immobiliari per Paese nel 2018



Fonte: Nomisma; Nota (\*): Danimarca, Svezia, Norvegia e Finlandia.

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 08.07.2019

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

## Le capitali europee

Le grandi città europee sono caratterizzate dai cosiddetti investimenti *cross border*, cioè provenienti da un Paese diverso da quello d'investimento; la percentuale dei capitali esteri è elevata in tutta Europa. Milano spicca, in questo contesto, con una percentuale che supera il 50%, in crescita negli ultimi anni. La città meneghina è tra le aree europee ad avere una maggiore incidenza di investimenti dall'estero; i capitali provenienti dalla Cina e dai Paesi asiatici sono però ancora piuttosto contenuti rispetto al resto dell'Europa, lasciando intravedere una possibilità di ulteriore sviluppo. In termini di aspettative di crescita economica e opportunità di investimento immobiliare, Londra e Parigi rappresentano le città più interessanti, mentre da questo punto di vista Milano rimane in secondo piano.

## Il residenziale

Il settore maggiormente in crescita negli ultimi cinque anni è stato il residenziale, sempre più interessante per gli investitori *real estate*, ma con grandi differenze a seconda dei Paesi. Colliers International ha elaborato una classifica degli investimenti nel residenziale dal 2008 a oggi: al primo posto spicca la Germania seguita dal Regno Unito, mentre l'Italia si attesta nelle ultime posizioni.

Discorso a parte per il residenziale londinese dove, a causa di Brexit, le transazioni rimangono contenute e le quotazioni ancora in ribasso. Tuttavia, il calo dei prezzi dal referendum su Brexit a oggi non supera il 10-15%. Il mercato si mostra infatti resiliente alle politiche di sconto tanto che molte offerte di acquisto vengono rifiutate dai venditori, che preferiscono togliere l'immobile dal mercato piuttosto che svenderlo. La Brexit incide soprattutto sugli investitori stranieri, sia su coloro che hanno dovuto abbandonare la città per seguire lo spostamento in Europa della sede di lavoro, sia per il rischio di non ottenere il permesso di soggiorno. Ciò nonostante, il quadro complessivo del mercato è di solidità: Londra è sempre stata una delle principali metropoli al mondo sotto il profilo economico e rappresenta un valido investimento alternativo alle attività denominate in euro.

## Tassi d'interesse su mutui e prestiti

A pochi mesi dalla scadenza del suo mandato il Presidente della BCE Mario Draghi, in occasione dell'incontro tra i banchieri centrali a Sintra lo scorso 18 giugno, riveste ancora una volta il ruolo di protagonista in un momento in cui la politica monetaria sta assumendo un compito forse ancora più determinante per le prospettive economiche e finanziarie dell'area euro. Infatti, dopo solo un paio di settimane dalla riunione in cui la BCE aveva annunciato lo spostamento della *forward guidance* per l'eventuale primo rialzo dei tassi in avanti di altri sei mesi, Draghi spinge sull'acceleratore agendo su tre piani: strategia, strumenti e tempistica.

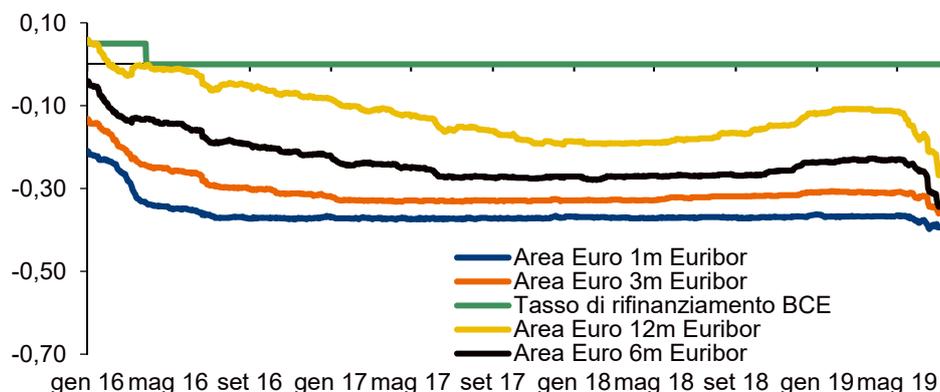
- 1) la strategia: "in assenza di miglioramenti, saranno necessari ulteriori stimoli in modo da far tornare l'inflazione al nostro obiettivo" (che ricordiamo essere al di sotto ma non lontana dal 2%);
- 2) gli strumenti: "ulteriori tagli ai tassi ufficiali di interesse e misure per contenere eventuali effetti collaterali negativi rimangono parte dei nostri strumenti" e "il programma di acquisto titoli ha ancora spazio";
- 3) la tempistica: "nelle prossime settimane, il Consiglio direttivo delibererà su come adeguare i nostri strumenti in funzione della gravità del rischio per la stabilità dei prezzi".

Nel dettaglio, dopo aver ripercorso le dinamiche economiche e finanziarie dell'area euro nei suoi primi vent'anni e l'evoluzione del ruolo, degli obiettivi e degli strumenti della BCE, Draghi si sofferma sul nodo che tuttora preoccupa la Banca centrale ed è probabilmente tra i fattori

determinanti della svolta, ossia la mutazione del processo che genera l'inflazione. Questo, afferma Draghi, è suscettibile ai cambiamenti delle dinamiche di domanda e offerta degli ultimi sette/otto anni, citando due fattori fondamentali che spiegano il trend di decelerazione della crescita dei prezzi, ossia 1) la distribuzione degli shock (di domanda e di offerta) sui prezzi (che si è decisamente spostata verso il basso) e l'ampiezza di questi shock (che è cresciuta) e 2) il cambiamento del mix di politiche macroeconomiche, che nella prima fase della crisi vedeva politica monetaria e politica fiscale in tandem mentre, dal 2013, la politica fiscale è divenuta restrittiva portando molti Paesi dell'area euro in recessione. Le nuove dinamiche alla base dell'inflazione hanno indotto, secondo Draghi, la strategia della BCE ad adattarsi a queste diverse circostanze, in mondo da continuare a perseguire il proprio obiettivo; al momento la "lotta alla bassa inflazione" è stata declinata, secondo il Presidente, attraverso tre strade nel corso degli anni. La prima è consistita nel precisare la simmetria del proprio target di stabilità dei prezzi, specificando che l'espressione "inferiore ma vicino al 2%" non rappresenta un limite superiore. La seconda si è concretizzata nell'esplicitare gli strumenti a disposizione per scongiurare i rischi al ribasso dell'inflazione, inclusi mezzi non convenzionali. La terza nel rendere operativa la "nuova" funzione di reazione della BCE considerando oramai normali tali strumenti, come i tassi negativi, le aste di rifinanziamento a lungo termine e il programma di acquisto titoli, mezzi che secondo Draghi sono stati efficaci e in assenza dei quali il livello dei prezzi sarebbe presumibilmente ben più basso. Queste valutazioni portano Draghi alla situazione attuale, con la BCE che "non si rassegna ad avere un tasso d'inflazione basso per sempre o anche solo per ora". Recentemente Draghi ha descritto l'orientamento complessivo di politica monetaria come "paziente", ossia con un orizzonte temporale più ampio dati i continui *shock* negativi; "persistente", ossia con una politica monetaria accomodante finché l'obiettivo non sarà raggiunto; "prudente", ossia caratterizzato da una particolare attenzione all'eventuale evoluzione dei rischi. Proprio in questo senso, con i rischi che restano verso il basso, Draghi arriva al punto cruciale del discorso: la BCE resta pronta a modificare la propria *forward guidance* (cioè le indicazioni sulle mosse future) in termini di tutti gli strumenti, come ulteriori tagli dei tassi e un nuovo programma di acquisto titoli. Su quest'ultimo punto Draghi risponde già implicitamente ad un'obiezione legata ai vincoli decisi per il QE che, di fatto, aveva portato il programma di acquisto titoli alla saturazione (ossia all'impossibilità di comprare altri titoli dati i vincoli imposti dal programma stesso): "il Trattato fondativo della BCE richiede che le azioni siano congiuntamente necessarie e proporzionate ad adempiere al proprio mandato (...), il che implica che i limiti che stabiliamo per i nostri strumenti siano specifici per le contingenze che affrontiamo". Ossia, come sottolinea lo stesso Presidente, la BCE ha la flessibilità per eventualmente decidere nuovi vincoli (ad un eventuale nuovo programma di acquisto titoli) in risposta all'evoluzione dello scenario.

Nell'ultimo mese la curva Euribor è scesa con una flessione di qualche punto base sulle scadenze a 1 e 3 mesi e di circa 10pb sul 6 e 12 mesi, raggiungendo nuovi minimi storici sulla scia delle aspettative di taglio dei tassi. Le prospettive restano di tassi di mercato monetario estremamente compressi sui livelli attuali per un lungo periodo di tempo.

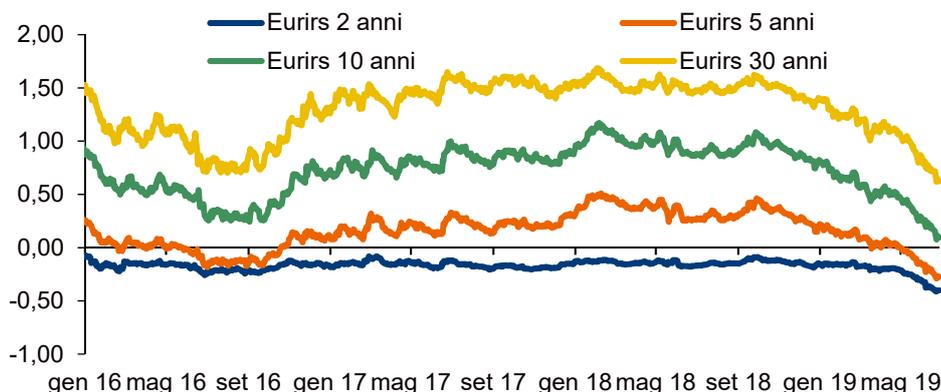
I tassi Euribor e il tasso di rifinanziamento della BCE



Fonte: Bloomberg

Anche la discesa dei tassi Eurirs ha subito un'accelerazione: i tassi hanno raggiunto nuovi minimi storici a inizio luglio (4 luglio). Si rafforza dunque una preferenza verso l'indebitamento flessibile o a tasso fisso rispetto a quello a tasso variabile, per gli orizzonti temporali medio-lunghi. Gli orizzonti temporali brevi o brevissimi possono invece beneficiare in misura più significativa di un prolungato periodo di tassi Euribor o BCE a livelli minimi.

I tassi swap (Eurirs)



Fonte: Bloomberg

Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30 anni

Positivi	Negativi*
Tasso fisso	Tasso variabile
Flessibile	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: Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche

## 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.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento 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.

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.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 12.06.2019.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, e verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI ([https://markethub.bancaimi.com/home\\_public.html](https://markethub.bancaimi.com/home_public.html)).

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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 [www.group.intesasanpaolo.com/script/sir/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp)

## 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.

## 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: [http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

## Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento, dichiarano che:

- (a) le opinioni espresse riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, obiettiva, equa ed equilibrata degli analisti;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Altre indicazioni

Gli analisti citati nel documento sono soci AIAF.

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 e 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 e 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

Serena Marchesi

Fulvia Riso

Andrea Volpi

#### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Maria Giovanna Cerini