

**Mercato Immobiliare e Finanziamenti**
**Mercato corporate in Europa**
**Mercato immobiliare**

La lenta riapertura dei confini tra i Paesi in seguito alla fase più acuta della pandemia ha spinto al rialzo il mercato corporate europeo. Sulla base delle buone performance nei settori Residenziale e Industriale, gli operatori immobiliari ritengono che possa proseguire l'interesse degli investitori per queste asset class anche nel 2022 e che il settore Uffici possa vedere una ripresa. Gli investitori stanno iniziando nuovamente a valutare opportunità nel Retail, dove sono attesi maggiori afflussi di capitali nel corso dell'anno.

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

Nell'ultimo mese i tassi Eurirs ed Euribor hanno registrato un generalizzato aumento (i secondi più contenuto): il movimento è stato indotto principalmente dalle ultime riunioni di Fed e BCE e dai nuovi record registrati dall'inflazione a gennaio sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona. Nel meeting di fine gennaio la Banca centrale statunitense ha preparato la svolta sui tassi di marzo, che ormai larga parte del mercato ritiene consisterà in un aumento di +50pb. A inizio febbraio la BCE, pur non fornendo nella comunicazione ufficiale (comunicato e commento introduttivo) indicazioni di variazioni della politica monetaria, si è mostrata preoccupata per la persistente crescita dei prezzi e ha aperto la strada a un atteggiamento più restrittivo, tanto che il mercato ha iniziato a scontare la possibilità di un primo rialzo di 10pb già a giugno (con successivi ritocchi entro l'anno per un totale di +50pb). Un lieve assestamento della dinamica dei tassi, soprattutto monetari, si è poi verificato in seguito ad ulteriori precisazioni fornite dai vertici BCE, volte a sottolineare la gradualità e la flessibilità nel cambio di approccio. Prospettivamente rivestirà un'importanza cruciale la prossima riunione BCE del 10 marzo, quando sarà effettuato un riesame approfondito delle proiezioni economiche dal quale potrebbero probabilmente scaturire modifiche al sentiero precedentemente annunciato per gli acquisti netti. Il quadro che riteniamo più verosimile è che ormai a marzo potrebbero ritenersi vicine le condizioni per una stretta, con conseguente riduzione dell'APP a 20 miliardi mensili già nel 3° trimestre al fine di terminare l'intero programma il 30 settembre e iniziare ad agire sui tassi ad ottobre (o, al più tardi, a dicembre). Lo scenario di abbandono della gradualità e rialzo dei tassi in estate potrebbe invece realizzarsi nel caso, molto meno probabile, di significative sorprese sfavorevoli dal fronte dei salari (crescita in eccesso rispetto a inflazione di medio periodo e produttività), delle aspettative di inflazione o della trasmissione dei rincari energetici agli altri prezzi.

**18 febbraio 2022 - 14:39 CET**

Data e ora di produzione

Nota mensile

**Direzione Studi e Ricerche**
**Ricerca per  
investitori privati e PMI**
**Ester Brizzolara**

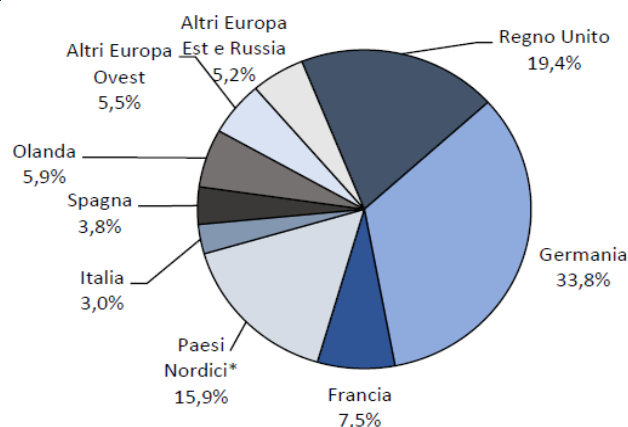
Analista Finanziario

**Paolo Leoni**

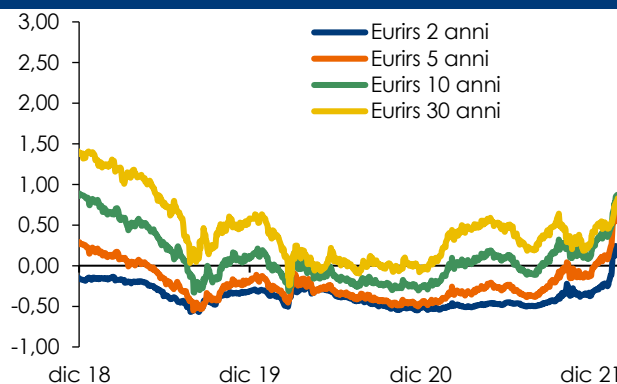
Analista Finanziario

**18 febbraio 2022 - 14:45 CET**

Data e ora di circolazione

**Europa: Investimenti immobiliari corporate per Paese**


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

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


Fonte: Bloomberg

## Mercato immobiliare

### Mercato corporate in Europa

**Nel corso del 2021 il mercato corporate europeo** ha mostrato un significativo miglioramento soprattutto nell'ultima parte dell'anno. Secondo le indicazioni preliminari di CBRE Group (società di consulenza immobiliare attiva a livello globale), gli investimenti immobiliari hanno **raggiunto circa 325 miliardi di euro, in aumento del 14% rispetto al 2020 e inferiori del 2% in confronto al 2019**. Il 4° trimestre ha registrato una forte crescita dei volumi a 115 mld circa, in progresso sia rispetto allo stesso periodo del 2020 che del 2019.

Ester Brizzolara

**Gli investimenti hanno interessato in particolare alcuni Paesi, mentre per altri la ripresa sembra ancora lontana.** Germania e Paesi Nordici hanno mostrato volumi di investimento record con una crescita rispettivamente del 39% e del 44% nel 2021. **In Germania il totale dei volumi investiti ha raggiunto 110 mld di euro, il valore più alto mai registrato da un paese europeo.** La maggior parte dei mercati europei ha visto comunque una crescita dei volumi rispetto al 2020: la crescita è stata del 49% per il Regno Unito, del 54% per l'Irlanda, del 33% per la Spagna e del 13% per l'Italia. Tuttavia, alcuni paesi hanno invece registrato un calo rispetto all'anno precedente: -9% in Francia, -21% in Portogallo e -10% in Olanda. In questa fase il mercato corporate italiano si colloca in posizione mediana, con segnali di ripresa in un quadro tuttavia di forte dipendenza da capitali stranieri e mancanza di immobili in linea con gli obiettivi di portafoglio degli investitori.

**L'asset class Uffici rimane il settore più grande in Europa:** il volume di investimenti nel 2021 dovrebbe aver raggiunto 111 mld di euro, in crescita del 16% rispetto al 2020, mostrando un forte recupero di fiducia da parte degli investitori. Il comparto ha registrato performance particolarmente favorevoli nei Paesi Nordici (+117%), nel Regno Unito (+48%), in Olanda (+30%), Spagna (+27%) e Germania (+10%). Nel 2022 CBRE Group si aspetta una ripresa degli investimenti nel settore Uffici anche nelle altre aree geografiche.

**Il segmento Residenziale ha continuato a registrare performance eccezionali,** raggiungendo un nuovo record, e si appresta a sfidare il mercato Uffici, finora prima asset class per volumi. Gli investimenti totali dovrebbero aver raggiunto i 102,6 mld nel 2021, con una differenza marginale rispetto agli Uffici. I volumi sono aumentati del 42% rispetto al 2020, spinti da numerose attività di fusioni, acquisizioni e attività di aggiustamento dei portafogli.

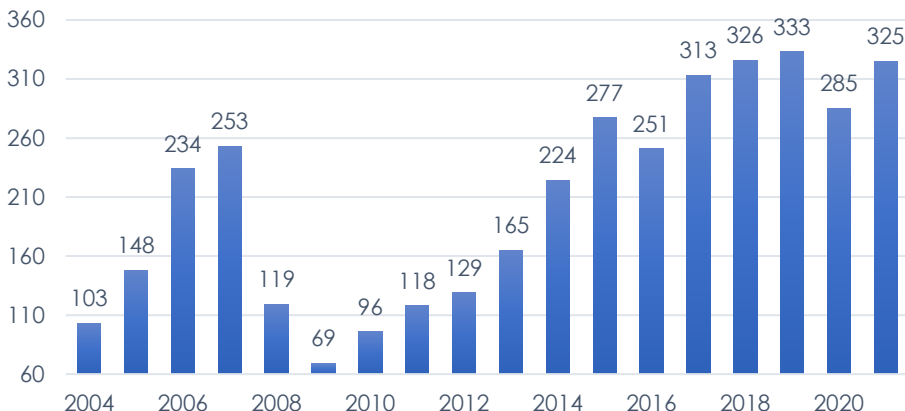
**Il 2021 è stato un anno record anche per la Logistica,** che dovrebbe aver chiuso l'anno con 62 mld di investimenti, in aumento del 48% rispetto all'anno precedente. **Il settore Hotel si avvia verso la ripresa,** raggiungendo quota 17,1 mld nel 2021, in crescita del 70% rispetto all'anno precedente. Gli hotel tornano a rappresentare circa il 4% del mercato, anche se la dinamica su questo settore ha risentito fortemente della situazione pandemica e del blocco del turismo per lunghi periodi. **Al contrario, il Retail è ancora sotto pressione, con volumi in calo dell'11%** a 35,2 mld nel 2021. Tuttavia, alcuni mercati hanno mostrato un aumento degli investimenti, tra cui Regno Unito (51%) e Paesi Nordici (23%).

In generale, la ripresa degli investimenti sul mercato corporate europeo è stata supportata dalla facilità di accesso ai finanziamenti, con interessi molto bassi, e dalla forte crescita economica, fattori che hanno risollevato la fiducia degli investitori. Tra le sfide da affrontare restano tuttavia la crescente inflazione e la pandemia che, nonostante i vaccini e le cure, rappresenta ancora un rischio per possibili mutazioni del virus.

**Gli esperti di CBRE Group prevedono che i volumi d'investimento nel 2022 aumentino del 5% rispetto al 2021 con un potenziale upside;** più in dettaglio stimano che i mercati della Logistica e del Residenziale rimarranno forti nell'anno in corso, anche se potrebbe essere difficile per il Residenziale eguagliare un 2021 così sostenuto, trainato da accordi transattivi di elevata entità.

Anche il mercato degli Uffici sembra destinato a continuare la sua ripresa, man mano che sempre più aziende iniziano a incoraggiare ritorni almeno parziali in ufficio e visto che l'intenzione di mantenere lo spazio fisico di lavoro si è rafforzata. Gli affitti per uffici premium (migliore location) sono in aumento, un trend che sembra destinato a continuare.

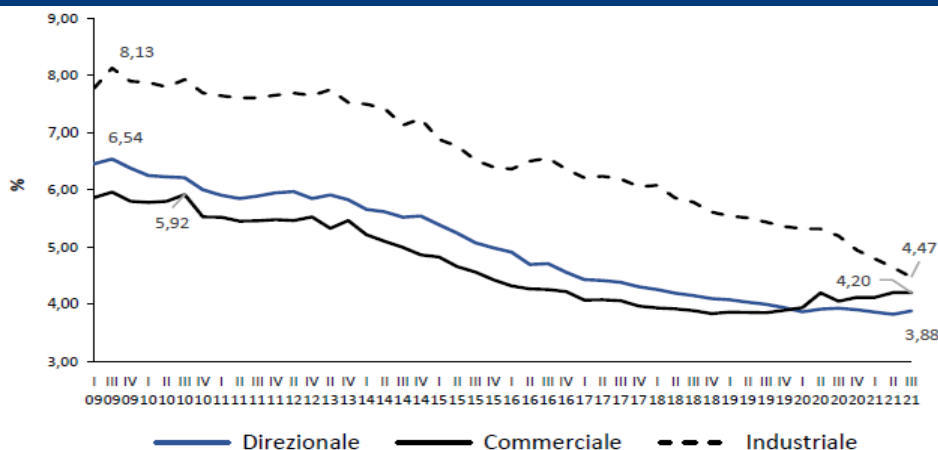
**Europa: Volume degli investimenti immobiliari corporate (dati in miliardi di euro)**



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Nomisma e CBRE Group

Le difficoltà nel settore alberghiero sono state in gran parte superate nelle location prime, pertanto il 2022 dovrebbe chiudersi con dati positivi sull'attività di investimento su base annua secondo CBRE Group. Per quanto riguarda il settore Retail, mentre i ricavi dei negozi rimangono sotto pressione, ci sono vari fattori che sostengono le transazioni degli immobili destinati alla vendita al dettaglio, tra cui una riduzione del gap tra acquirenti e venditori in merito alle aspettative di prezzo, rendimenti interessanti rispetto ad altri settori e il potenziale riposizionamento degli asset in alcuni mercati. **L'interesse verso la Logistica è un elemento positivo, ma non deve indurre a trascurare gli altri mercati, che dovranno trovare un assetto sostenibile nel lungo periodo e non unicamente coerente con le attuali trasformazioni dei comportamenti dei consumatori.**

**Europa – Evoluzione dei rendimenti (%)**



Fonte: Nomisma

**Gli andamenti dei mercati descritti hanno influenzato anche l'evoluzione dei rendimenti (yield).**

In particolare, la redditività del segmento Industriale (4,5%) è risultata in ulteriore calo, anche grazie alla forte domanda per il settore, che comporta aumenti di valori spesso a parità di canoni di locazione. La situazione risulta stabilizzata, dopo anni di discesa, per il settore Direzionale, che

si attesta su una redditività media nell'ordine del 3,9%. L'unico incremento riguarda il segmento Commerciale, che vive una fase di notevole crisi con un coerente aumento della percezione di rischio. Tali dinamiche hanno comportato un aumento degli yield, tale da garantire una remunerazione maggiore e coerente con i potenziali rischi.

## Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Nell'ultimo mese i tassi Eurirs ed Euribor hanno registrato un generalizzato aumento (i secondi più contenuto): a dettare il ritmo sono state principalmente le riunioni delle Banche centrali (da cui è emersa un'ampia apertura a un'accelerazione restrittiva delle proprie scelte di politica monetaria), i nuovi record segnati dall'inflazione a gennaio e, infine, alcune successive dichiarazioni dei vertici delle Autorità monetarie.

Nella riunione del 25-26 gennaio, infatti, la Banca centrale americana ha preparato la svolta dei tassi per marzo, fornendo un messaggio di inequivocabile inasprimento. In particolare, nella conferenza stampa, il presidente Powell ha sottolineato come il Comitato "sia già ora dell'idea" di intervenire alla prossima riunione, affermando che il mercato del lavoro è "molto sotto pressione" e che le recenti discese delle borse non sono preoccupanti. Rimarcando la differenza delle condizioni economiche rispetto al ciclo precedente, Powell non ha garantito una gradualità nei rialzi, ma ha dichiarato che "la Fed sarà umile e agile". Sulla riduzione del bilancio sono state infine fornite indicazioni generiche consistenti nello specificare che inizierà dopo la svolta dei tassi e avverrà "principalmente" attraverso il mancato rinnovo dei titoli in scadenza, lasciando in portafoglio solo Treasury.

L'inflazione USA ha inoltre ulteriormente accelerato a gennaio, ponendosi al di sopra delle attese: +7,5% a/a secondo l'indice complessivo (contro +7,3% stimato e +7% precedente) e +6% a/a secondo l'indice core (contro +5,9% stimato e +5,5% precedente). Si è trattato, per entrambe le rilevazioni, di un massimo da quasi 40 anni, a cui hanno contribuito in gran parte alimentari (+7% a/a circa), energia (+27%), abitazioni (+4,4%) e automobili usate (+40,5%). L'aumento congiunturale di +0,6% m/m per entrambi gli indicatori (settimo incremento superiore a +0,5% negli ultimi 10 mesi) ha mostrato una concatenazione intersettoriale dei rialzi che si collega anche all'andamento dei salari. Il dato ha dunque avvalorato l'intento della Fed di avviare l'azione sui tassi già a marzo, rafforzando le attese di mercato per una stretta di 50pb nel prossimo FOMC.

Nel meeting del 3 febbraio la BCE ha riconosciuto che l'inflazione resterà elevata più a lungo di quanto atteso, con i rischi sbilanciati verso l'alto, e che le prospettive di crescita potrebbero restare contenute nella prima parte dell'anno, a causa delle misure di contenimento e degli alti prezzi dell'energia che pesano su consumi e imprese, con rischi bilanciati. Data l'incertezza dello scenario, la presidente Lagarde ha nuovamente sottolineato la necessità di una gestione flessibile della politica monetaria, evidenziando che le aspettative d'inflazione restano ben ancorate leggermente al di sotto dell'obiettivo della BCE, ossia il 2%, ma che contestualmente l'intero Consiglio Direttivo è preoccupato per gli ultimi dati sui prezzi. D'altra parte, diversamente da quanto accade in USA e nel Regno Unito, la Presidente ha rimarcato che in Eurozona non si riscontra un'accelerazione dei salari. Come in parte già anticipato dal comunicato della riunione, dove è stato tolto il riferimento alle attese di un calo dell'inflazione nel corso dell'anno, Lagarde ha ammesso in conferenza stampa che il sentiero dei prezzi che si attende la BCE è ora ben più alto di quanto riflesso nelle previsioni di dicembre, cosa che comporta – quale conseguenza implicita – tempi più ristretti per un inasprimento monetario (come evidente anche dal fatto che Lagarde non ha più definito come "molto poco probabile" un rialzo dei tassi quest'anno). La Presidente ha infine sottolineato come la BCE rispetterà la tabella di marcia per l'uscita dalle misure ultra-espansive: prima termineranno gli acquisti (al momento l'APP non ha un termine) e poi saranno alzati i tassi.

L'inflazione preliminare area euro ha poi sorpreso ampiamente al rialzo a gennaio, attestandosi a +5,1% a/a (nuovo massimo storico) da +5% di dicembre. Le previsioni erano invece per un raffreddamento a +4,4%. Volano dell'accelerazione dei prezzi è stata ancora una volta

Paolo Leoni

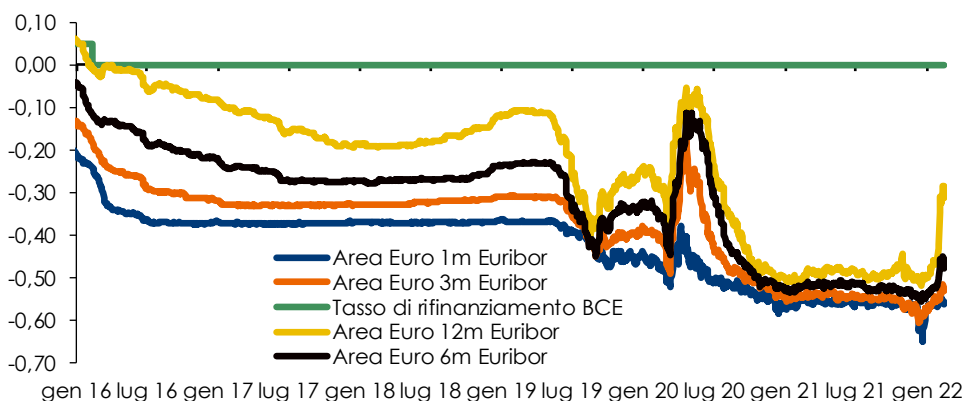
l'energia: il relativo rincaro su base annua è stato infatti di quasi il 29%, mentre il contributo delle strozzature produttive al dato è stato stimato intorno a +0,4%.

Il quadro generale della forte dinamica inflazionistica e del cambiamento nell'atteggiamento delle più importanti Banche centrali ha avuto un effetto ragguardevole sull'andamento dei tassi a medio-lungo dell'Eurozona, che hanno segnato aumenti di circa +20pb per il quinquennale e di circa +30pb per il decennale. Sugli Eurirs è stata anche esercitata una significativa influenza da parte dei corrispondenti tassi statunitensi, che hanno tracciato un trend rialzista sull'aumento delle aspettative per un accelerato restringimento delle condizioni di politica monetaria da parte della Fed: attualmente sono prezzate dal mercato 6 strette nel 2022, con la prima a marzo attesa di +50pb con un'ampia probabilità. La dinamica degli Eurirs ha avuto comunque una prevalente matrice autoctona, dato che anche per i tassi europei il violento riprezzamento seguito al meeting BCE ha portato a scontare la possibilità di un primo rialzo di 10pb già a giugno, con successivi ritocchi entro l'anno per un totale di +50pb. Ciò si è ovviamente riflesso anche sui tassi monetari che, esclusa la scadenza a 1 mese, hanno subito incrementi significativi: per la scadenza a 1 anno si è registrata una crescita di oltre +10pb.

Un lieve assestamento del movimento si è poi verificato in seguito alle ulteriori precisazioni fornite dai vertici BCE: in un'audizione al Parlamento europeo la Presidente Lagarde ha usato toni più morbidi, dicendo che l'inflazione potrebbe rientrare prima di consolidarsi e che non è indispensabile un approccio fortemente più restrittivo, mentre le dichiarazioni di 3 banchieri centrali nazionali (Knot, Kazaks e Nagel) hanno concordato sul fatto che è allo studio l'ipotesi di un primo rialzo dei tassi ufficiali entro la fine del 2022, cosa che comporterebbe dunque la valutazione in corso della possibilità di una chiusura un po' più rapida dei programmi di acquisto di titoli rispetto a quanto espresso il 3 febbraio.

Prospettivamente rivestirà un'importanza cruciale la prossima riunione BCE del 10 marzo, quando sarà effettuato un riesame approfondito delle proiezioni economiche, dal quale potrebbero scaturire, appunto, modifiche al sentiero precedentemente annunciato per gli acquisti netti (possibilità a cui è stato indirettamente fatto cenno nell'ultimo meeting del Consiglio Direttivo, le cui ampie spaccature interne non hanno consentito però l'assunzione di impegni di scenario già a febbraio). Qualora le nuove prospettive certifichino (ipotesi che riteniamo più probabile) che ormai a marzo possano ritenersi vicine le condizioni per una stretta, potrebbe essere decisa una riduzione dell'APP a 20 miliardi mensili già nel 3° trimestre per terminare l'intero programma il 30 settembre e iniziare ad agire sui tassi ad ottobre (o, al più tardi, a dicembre). Lo scenario di abbandono della gradualità e rialzo dei tassi in estate potrebbe invece realizzarsi nel caso, molto meno probabile, di significative sorprese sfavorevoli dal fronte dei salari (crescita in eccesso rispetto a inflazione di medio periodo e produttività), delle aspettative di inflazione o della trasmissione dei rincari energetici agli altri prezzi di mercato.

#### 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, 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.

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

<b>Positivi</b>	<b>Negativi*</b>
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.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 25.01.2022.

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.intesasnpaolo.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 Risso

##### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi