

Mercato Immobiliare e Finanziamenti
Mercato Corporate Europeo
Mercato immobiliare

Il mercato corporate europeo ha raggiunto il valore di 395 mld di euro a fine 2021 concludendo la fase di recupero post periodo pandemico, mettendo a segno un rimbalzo del 26% rispetto al 2020 e del 7,8% sul 2019. Tale recupero ora si trova a fronteggiare nuove sfide legate all'esito imprevedibile della guerra in Ucraina e al difficile contesto macroeconomico. L'Italia, nonostante la ripresa rispetto al 2020, non ha fatto registrare gli stessi aumenti osservati nei paesi del Nord Europa. I 9,4 miliardi raggiunti al termine del 2021 sono comunque un ottimo risultato rispetto alle prospettive negative ipotizzate a inizio anno. Per quanto riguarda le asset class di investimento, secondo i dati elaborati da Nomisma, sembra che l'attenzione verso il segmento della logistica stia riducendo, anche in ragione di una significativa contrazione della redditività. Il segmento degli uffici, invece, si conferma come quello trainante un po' in tutti i Paesi.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Durante le ultime settimane si è profilato un andamento leggermente differente tra i tassi Euribor e i tassi Eurirs: mentre i primi (ad eccezione della scadenza ad 1 mese che ha mostrato una tendenza laterale) sono significativamente saliti grazie al formarsi di un ampio consenso in ambito BCE a favore di una stretta sui tassi ufficiali alla riunione del 21 luglio (e in misura minore grazie ad un riprezzamento del rischio di credito), i secondi hanno fatto seguire all'incremento innescato dall'accelerazione restrittiva della BCE (ma anche della Fed) una fase di ritracciamento dovuta alle preoccupazioni riguardanti un possibile rallentamento della crescita globale (eventualità resa più probabile dalle prolungate restrizioni sanitarie cinesi, dall'evolversi del rischio geopolitico e delle sue ricadute energetiche e dalla risposta delle Banche centrali occidentali – soprattutto la Fed – all'inflazione). Prospettivamente i tassi Euribor dovrebbero continuare la propria tendenza ascendente (compresa la scadenza a 1 mese che potrebbe tornare superiore a 0 attorno a settembre) in forza delle prossime decisioni della BCE che faranno tornare i tassi ufficiali positivi entro fine anno, a meno che non si assista a un'implosione dell'economia dell'Eurozona; un quadro analogo dovrebbe profilarsi per i tassi Eurirs che però, ad eccezione della scadenza a 2 anni, dovrebbero mostrare un appiattimento della crescita nell'ultimo trimestre 2022, quale riflesso di un presumibile rallentamento inflazionistico.

19 maggio 2022 – 14:09 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

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

Analista Finanziario

Paolo Leoni

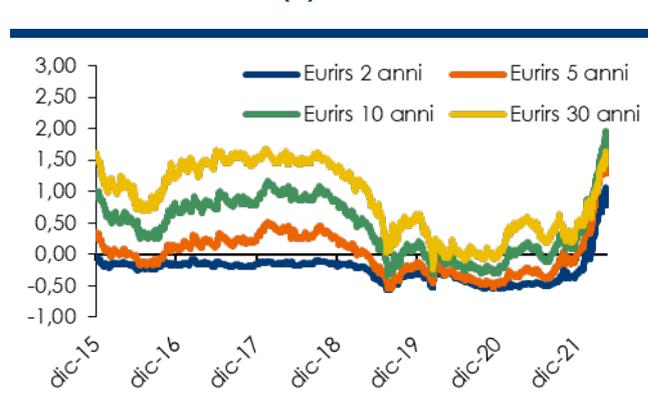
Analista Finanziario

19 maggio 2022 - 14:15 CET

Data e ora di circolazione

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


Fonte: Nomisma

L'andamento dei tassi Eurirs (%)


Fonte: Bloomberg

Mercato immobiliare

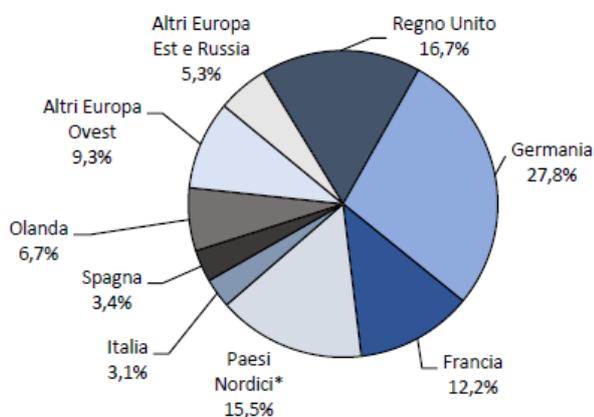
Il passaggio da un lungo periodo pandemico a una guerra nell'Est Europa avrà qualche ripercussione sul mercato immobiliare corporate europeo sia in termini di riduzione degli investimenti, che di ricomposizione dell'asset allocation. Per quanto riguarda le sanzioni verso la Russia, secondo Nomisma, è probabile che l'impatto diretto sugli investimenti immobiliari nell'Europa occidentale sia modesto. Negli ultimi cinque anni, gli investimenti transfrontalieri russi in immobili commerciali a livello globale sono stati, in media, di soli 300 milioni di euro all'anno. Al di là del corporate, gli investitori russi risultavano comunque particolarmente attivi nei mercati residenziali delle grandi capitali europee (Londra e Parigi in primis) o nei paesi limitrofi alla Russia come Finlandia o Polonia. Il mercato immobiliare ucraino, invece, era in gran parte domestico, con pochissimi investitori internazionali. La crisi in atto potrebbe portare a una ricomposizione della domanda degli investitori dai paesi dell'Europa centrale verso mercati che sono percepiti come più sicuri (ad esempio Londra, Parigi o la Svizzera).

Ester Brizzolaro

Al termine del 2021 la Germania si conferma come mercato maturo e attraente, con oltre 100 miliardi di euro di investimenti e una crescita del 38% rispetto al 2020. A seguire si colloca il Regno Unito, tornato ai livelli degli investimenti pre-Brexit, con una crescita del 47% e circa 70 miliardi di euro investiti. Anche i paesi nordici (Svezia, Norvegia, Finlandia e Danimarca) hanno fatto registrare aumenti consistenti, nell'ordine del 46%, con investimenti pari a circa 64 miliardi di euro. La capacità di tenuta di tale dinamica non appare tuttavia scontata secondo gli esperti di Nomisma, sia per il mutato contesto economico sia perché si tratta in larga parte del recupero di investimenti non completati nel corso del 2020. Tutti i paesi hanno fatto segnare andamenti positivi, ad eccezione della Francia, che ha registrato una

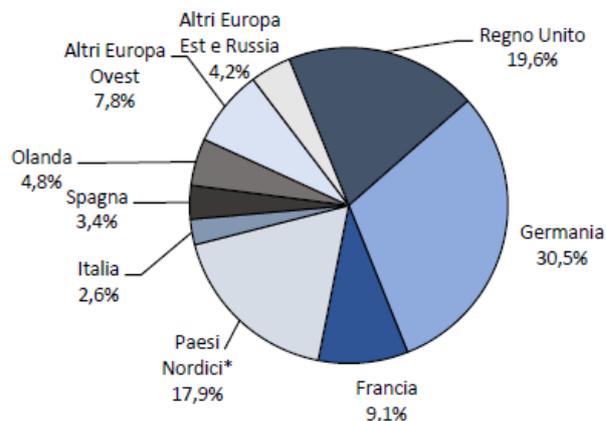
flessione del 6,2% su base annua.

2020: investimenti immobiliari per Paese in % sul totale Europa



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

2021: investimenti immobiliari per Paese in % sul totale Europa

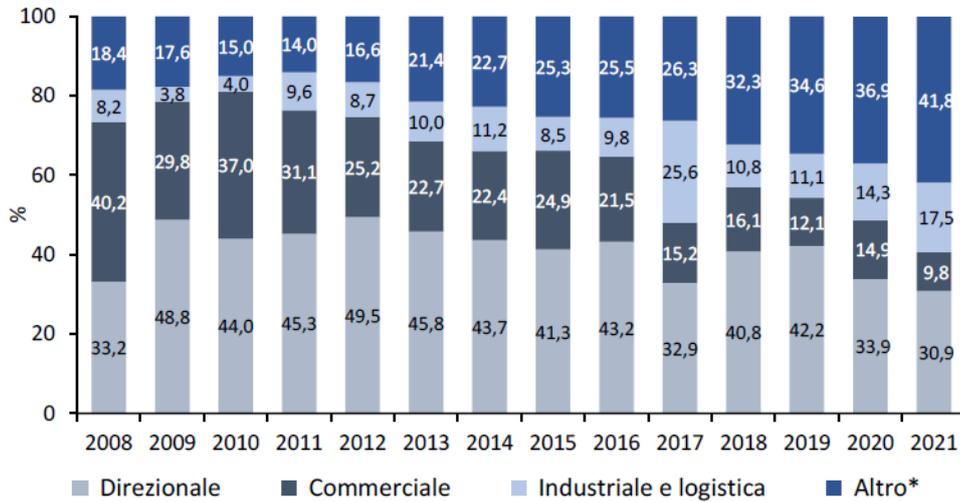


Nota: (*) Danimarca, Svezia, Norvegia e Finlandia. Fonte: Nomisma

Per quanto riguarda la destinazione d'uso degli immobili, il segmento direzionale si conferma trainante rispetto alle altre asset class, anche se la quota di investimenti nel comparto a fine 2021 è calata dal 33,9% al 30,9% (si veda grafico nella pagina seguente). Il settore della logistica si conferma altrettanto rilevante, con una quota aumentata nell'ultimo anno dal 14,3% al 17,5%. Il mercato retail invece si conferma in affanno a causa della contrazione dei consumi e del mancato adeguamento dei rendimenti rispetto all'evoluzione del contesto. Il riassetto dei portafogli degli investitori ha riguardato anche il mercato alberghiero che, seppure in ripresa, ricopre una quota residuale (pari al 4,8%) del totale investito nel 2021. Infine, il segmento di residenza in condivisione (multi-family), che in Italia risulta poco diffuso per quanto riguarda la proprietà, in Europa è cresciuto fortemente, con una quota arrivata al 28,5% a fine 2021. Nel Sud

Europa, tale segmento è destinato a rafforzarsi anche per effetto degli investimenti pubblici legati al recovery plan sul mercato del social housing e degli studentati.

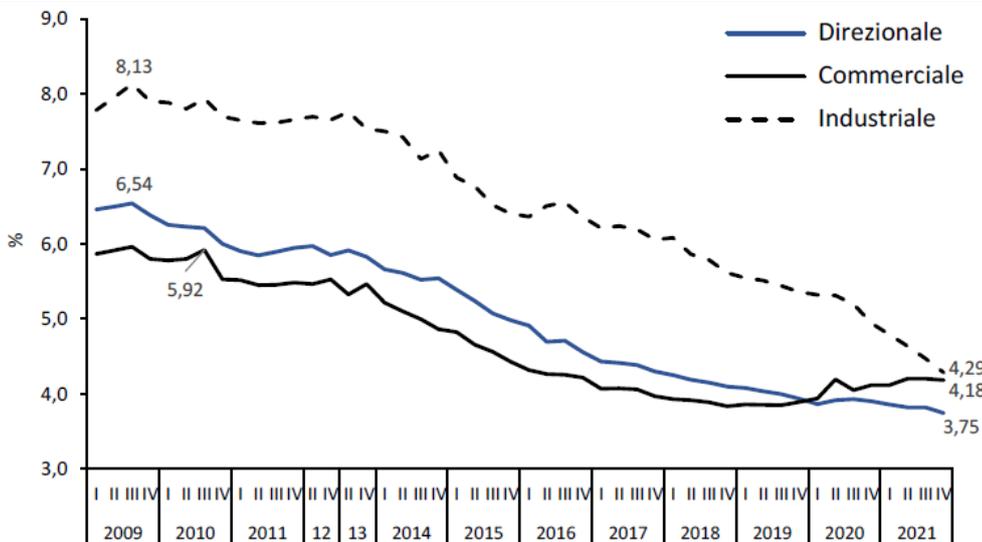
Europa – Investimenti corporate per tipologia (% sul totale)



Nota: (*) Hotel, Misti e Altre tipologie. Fonte: Nomisma

Il quadro di sintesi fin qui delineato ha influenzato anche l'evoluzione dei rendimenti. In particolare, la redditività del segmento industriale (4,29%) è risultata in calo a fine 2021, così come quella del segmento direzionale (3,75%). La domanda in crescita verso queste due asset class sta erodendo la redditività. Al contrario, i rendimenti degli immobili retail in Europa sono risultati stabili e di poco superiori al 4%, nonostante la riduzione della richiesta di spazi commerciali.

Europa – Evoluzione dei rendimenti immobiliari (dati in %)



Fonte: Nomisma

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Durante le ultime settimane si è profilato un andamento leggermente differente tra i tassi Euribor e i tassi Eurirs: mentre i primi (ad eccezione della scadenza a 1 mese che ha mostrato una tendenza laterale) sono significativamente saliti sulla scia delle dichiarazioni di importanti esponenti BCE, che hanno decisamente rafforzato l'ipotesi di un primo intervento sui tassi già il prossimo luglio, i secondi hanno continuato il trend ascendente fino all'inizio della seconda settimana di maggio per poi ripiegare in misura tale da tornare leggermente sopra i livelli di fine aprile.

All'interno della BCE sembra ormai essersi delineato un ampio consenso a favore di una stretta sui tassi ufficiali alla riunione del 21 luglio, preceduto dall'annuncio (alla prossima riunione del 9 giugno) che gli acquisti netti APP saranno chiusi a fine mese, perché ormai tutte le condizioni per il rialzo dei tassi sono soddisfatte. Molti governatori di Banche centrali nazionali si sono espressi in tal senso e a loro si sono uniti anche alcuni membri del Comitato esecutivo (de Guindos, Schnabel). Lo scorso 11 maggio persino la presidente Lagarde ha segnalato che fra la sospensione degli acquisti e il primo rialzo dei tassi potrebbero trascorrere "poche settimane", e che la sospensione degli acquisti netti dovrebbe avvenire "presto nel 3° trimestre" (cioè a fine giugno/inizio luglio). L'accelerazione restrittiva della BCE è stata provocata principalmente da sorprese negative sul lato dell'inflazione: ad aprile la variazione del CPI dell'Eurozona ha segnato un nuovo massimo storico a +7,4% a/a, risultato di pressioni sui prezzi ampiamente diffuse e di un incremento sui margini di profitto da parte delle imprese. Questa origine ha portato infatti in evidenza la forza della domanda che dovrebbe consentire una maggiore propagazione dei rincari di costo ai prezzi finali: ciò, assieme a repentini aumenti delle aspettative di inflazione delle famiglie, ha messo in allarme l'Autorità monetaria, che ha contemporaneamente reso più severi i toni della propria comunicazione.

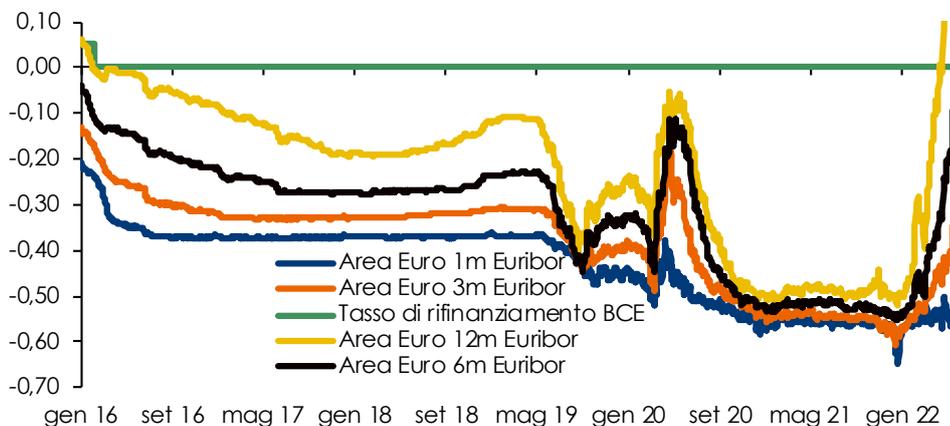
Con l'irrigidimento delle posizioni in seno alla BCE i tassi Euribor hanno sviluppato una decisa dinamica ascendente che nel caso delle scadenze a 6 e 12 mesi ha portato a un incremento attorno a +20pb e +35pb rispettivamente nell'ultimo mese; di circa +10pb è stato l'aumento per il tasso a 3 mesi e per quello a 1 mese. Va precisato inoltre che ad alimentare la crescita dei tassi è stata anche una rivalutazione dei rischi di credito, come è emerso dall'analisi dell'andamento del differenziale tra Euribor 3 mesi e tasso OIS (Overnight Indexed Swap, privo di rischio controparte): tale riprezzamento, che ha coinvolto soprattutto il mercato obbligazionario governativo e corporate, è stato indotto soprattutto dal rapidissimo processo di restrizione monetaria statunitense.

Nella riunione del 3-4 maggio, infatti, la Fed non solo ha deciso all'unanimità per una stretta di +50pb (dopo che a marzo aveva avviato il ciclo con +25pb), ma ha anche annunciato il programma di riduzione del bilancio da avviare a inizio giugno e fornito una *guidance* mirata a suggerire l'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo. L'atteggiamento della Banca centrale americana ha influenzato in particolar modo i tassi Eurirs, che comunque avevano ampiamente risentito, nel contempo, anche del crescente approccio più intransigente della BCE. La salita dei tassi Eurirs è stata decisamente ripida fino all'inizio della scorsa settimana, quando è stata seguita da un profondo ritracciamento dovuto alla maggiore sensibilità dei tassi Eurirs al contesto internazionale: l'aumento della preoccupazione sui mercati finanziari per un rallentamento della crescita globale ha portato a una repentina flessione degli stessi che li ha ricondotti leggermente al di sopra dei livelli di fine aprile. I montanti timori sulla crescita sono stati alimentati dalle prolungate restrizioni sanitarie decise in Cina (dove la protratta chiusura dell'hub commerciale di Shanghai ha determinato gravi interruzioni alle catene del valore), dall'evolversi del rischio geopolitico e dalle sue ricadute energetiche (la Commissione UE ha tagliato le stime di crescita 2022 dell'Eurozona a +2,7% dal precedente +4% e a +2,3% da +2,7% per l'anno prossimo) e dall'intensità della risposta delle Banche centrali occidentali – soprattutto la Fed – all'inflazione (in particolare si reputa quale rischio prevalente sullo scenario americano un forte

inasprimento delle condizioni monetarie che dovrebbe portare a un deciso rallentamento nel 2023-2024).

Prospettivamente, i tassi Euribor dovrebbero continuare la propria tendenza ascendente, compresa la scadenza a 1 mese che potrebbe tornare superiore a 0 attorno a settembre: le prossime decisioni sui tassi della BCE faranno tornare i tassi ufficiali positivi entro fine anno, a meno che l'economia non imploda per qualche motivo (un rallentamento globale o un nuovo shock energetico), e ciò influirà sui tassi fino a 12 mesi che non dovrebbero invece risentire, al contrario, di minori condizioni di liquidità dovute a rimborsi anticipati di TLTRO (il conflitto Russia-Ucraina e gli esiti ancora incerti favoriranno infatti la detenzione di liquidità a scopo prudenziale). Un quadro analogo dovrebbe delinearsi per i tassi Eurirs, la cui dinamica crescente è attesa però mostrare un appiattimento nell'ultimo trimestre 2022 per tutte le scadenze superiori a 2 anni: ciò sarebbe il riflesso di una prevista frenata dell'inflazione conseguente a un presumibile allentamento delle tensioni sui mercati dell'energia.

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 storicamente molto bassi.

Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30anni

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.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 21.04.2022.

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