

VALORE IMMOBILIARE  
GLOBALE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso

Riservato a Clientela Retail

## RESOCONTO INTERMEDIO DI GESTIONE

31 Marzo 2014

CASTELLO  
SGR 

---

## SOMMARIO

---

<b>PREMESSA .....</b>	<b>3</b>
<b>DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO .....</b>	<b>3</b>
<b>L'andamento del mercato immobiliare .....</b>	<b>3</b>
Lo scenario economico di riferimento .....	3
Lo scenario economico di riferimento .....	7
L'andamento del mercato immobiliare .....	10
Il mercato degli uffici .....	14
Il mercato del retail .....	18
Il mercato della logistica .....	20
<b>Attività' di gestione del fondo.....</b>	<b>22</b>
Politiche d'investimento del Fondo .....	22
Altre informazioni .....	24
<b>Fatti rilevanti avvenuti successivamente al 31 marzo 2014.....</b>	<b>25</b>

---

## PREMESSA

---

Il presente Resoconto Intermedio di Gestione al 31 Marzo 2014 redatto ai sensi dell'art. 103, comma 3 del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/1999 – come successivamente modificato – attuativo del Decreto Legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza), persegue lo scopo di illustrare gli eventi di particolare rilevanza per il Fondo che si sono verificati nel trimestre di riferimento.

Tale documento è disponibile per il pubblico presso la sede della Società di Gestione in Milano, Piazza A. Diaz, 7, e sul sito internet della stessa ([www.castellosgr.com](http://www.castellosgr.com)).

---

## DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO

---

Tipologia: Fondo comune di investimento immobiliare chiuso a raccolta

Data di istituzione: 9/12/1997

Data di richiamo degli impegni: 15/02/1999

Tipologia di patrimonio immobiliare (OMV al 31/12/2013 in %): 66% immobili ad uso ufficio, 23% immobili ad uso logistica, 11% immobili ad uso alberghiero (in fase di riconversione).

Società di Gestione fino al 31/01/2013: RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A.

Società di Gestione dal 01/02/2013: Castello SGR S.p.A.

Banca depositaria: State Street Bank S.p.A.

Esperto indipendente: REAG Real Estate Advisory Group S.p.A.

Società di revisione: KPMG S.p.A.

Numero quote emesse: 30.850

Valore nominale delle quote: Euro 4.188,46 (Euro 5.164,57 all'emissione)

Quotazione: Segmento Mercato Telematico degli Investment Vehicles (MIV), Segmento Fondi

Chiusi di Borsa Italiana S.p.A., dal 29/11/1999

---

## L'ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE

---

### LO SCENARIO ECONOMICO DI RIFERIMENTO<sup>1</sup>

Il secondo semestre 2013 e il primo trimestre 2014 hanno evidenziato segnali di una graduale espansione dell'attività economica globale, sostenuta dalla stabilizzazione dello scenario finanziario internazionale, da un lieve rafforzamento del commercio mondiale e da un modesto miglioramento del clima di fiducia di imprese e consumatori. Tuttavia, la ripresa resta moderata e disomogenea, frenata da una serie di fattori ciclici e strutturali.

Secondo le più recenti proiezioni dell'OCSE, la crescita mondiale è scesa al 2,7% nel 2013 (+3,2% nel 2012), nonostante la lieve accelerazione delle economie avanzate nel secondo semestre dell'anno. Il PIL mondiale dovrebbe intensificarsi al 3,6% nel 2014 e al 3,9% nel 2015. Tuttavia, la futura evoluzione dell'economia mondiale rimane soggetta a rischi legati a possibili inasprimenti delle condizioni monetarie e finanziarie globali e al vincolo sul livello del debito pubblico negli Stati Uniti (*debt ceiling*) che, dopo esser stato sospeso nel mese di ottobre 2013, tornerà in vigore da febbraio 2014.

Il ritmo di espansione del PIL degli Stati Uniti, attestatosi all'1,7% nel 2013, accelererebbe nel 2014 al 2,9%, riflettendo il rafforzamento della dinamica dell'occupazione in atto dall'estate e l'irrobustimento dei consumi verificatosi nel corso del quarto trimestre 2013. Inoltre, il tasso di disoccupazione si è ridotto, collocandosi nel mese di dicembre al 6,7%, dal 7,9% registrato all'inizio del 2013.

---

<sup>1</sup> Fonte: ISTAT, ISAE, BCE, Scenari Immobiliari. Dati espressi in valori concatenati con base di anno di riferimento l'anno 2000, corretti per gli effetti di calendario e destagionalizzati.

Anche nel Regno Unito la dinamica del prodotto si rafforzerebbe nel 2014 al 2,4%, rispetto all'1,4% registrato nel 2013. La crescita del PIL sarà prevalentemente trainata dalla domanda interna. Nel corso del 2013 sono migliorate le condizioni del credito per famiglie e grandi imprese, inoltre, l'evoluzione del mercato del lavoro e degli indici PMI sono coerenti con una stabilizzazione della crescita su livelli elevati.

Al contrario, in Giappone il ritmo di espansione del PIL, pari all'1,8% nel 2013, diminuirebbe dell'1,5% nel 2014, a seguito di una brusca decelerazione dei consumi e delle esportazioni iniziata nel corso del terzo trimestre 2013, nonostante vi sia stata una temporanea ripresa dei consumi e delle esportazioni nel corso del quarto trimestre 2013.

Nelle principali economie emergenti l'attività economica ha mostrato andamenti differenziati. In Cina la dinamica del prodotto è rimasta stabile, attestandosi nel 2013 al 7,7%, nel 2014 dovrebbe intensificarsi all'8,2% sulla spinta delle misure di sostegno agli investimenti e alle esportazioni varate nell'estate. Inoltre, nel mese di novembre 2013 le autorità cinesi hanno annunciato un ampio programma di riforme volte a rafforzare l'economia di mercato e ad accrescere la concorrenza nel settore finanziario e produttivo, che si accompagnerebbe a una maggiore flessibilità del tasso di cambio. In India il ritmo di espansione del PIL si è attestato al 3% nel 2013 e, grazie al forte deprezzamento della rupia e al recupero della produzione nel settore agricolo, si prevede che nel 2014 questo aumenti del 4,7% nel 2014. In Russia la dinamica del prodotto, dopo un rallentamento della sua crescita nel corso dell'anno (+1,5% nel 2013 contro +3,4% nel 2012), registrerebbe un incremento del 2,3% nel 2014; contrariamente, il ritmo di espansione del PIL rallenterebbe in Brasile, passando dal 2,5% nel 2013 al 2,2% nel 2014.

Nell'ultimo periodo del 2013 l'impostazione delle politiche monetarie relative alle banche centrali delle maggiori economie avanzate è stata più accomodante e di supporto allo sviluppo economico. La Federal Reserve ha avviato la riduzione dello stimolo monetario, pur mantenendo un orientamento verso una politica monetaria espansiva di lungo termine e, considerando i segnali di miglioramento della congiuntura, in data 18 dicembre 2013 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di ridurre dal mese di gennaio 2014 gli acquisti di *Mortgage Backed Securities* (MBS) e di obbligazioni del Tesoro a lungo termine (*tapering*) per complessivi 10 miliardi di dollari al mese. Ha altresì deciso di lasciare invariato l'intervallo obiettivo per il tasso di interesse sui federal funds tra lo 0% e lo 0,25% (*forward guidance*), riaffermando che questo sarà mantenuto su valori eccezionalmente bassi fino a quando permarranno un elevato tasso di disoccupazione, anche se questo dovesse scendere al di sotto del 6,5% e basse aspettative di inflazione, specialmente se le previsioni di inflazione continueranno a collocarsi al di sotto dell'obiettivo di lungo periodo del 2%.

La Banca d'Inghilterra ha rivisto al rialzo le proprie aspettative di crescita e occupazione e ha dichiarato che un eventuale calo del tasso di disoccupazione più rapido rispetto alle previsioni non si tradurrebbe meccanicamente in un aumento del tasso di riferimento di politica monetaria. Inoltre, in accordo con il Ministero delle Finanze ha esteso il programma *Funding for Lending*, relativo a prestiti verso le imprese con particolari incentivi a favore di quelle di media e piccola dimensione, fino al mese di gennaio 2015.

La Banca del Giappone ha proseguito con una politica monetaria espansiva mediante programmi di acquisto di titoli pubblici e di incremento della base monetaria.

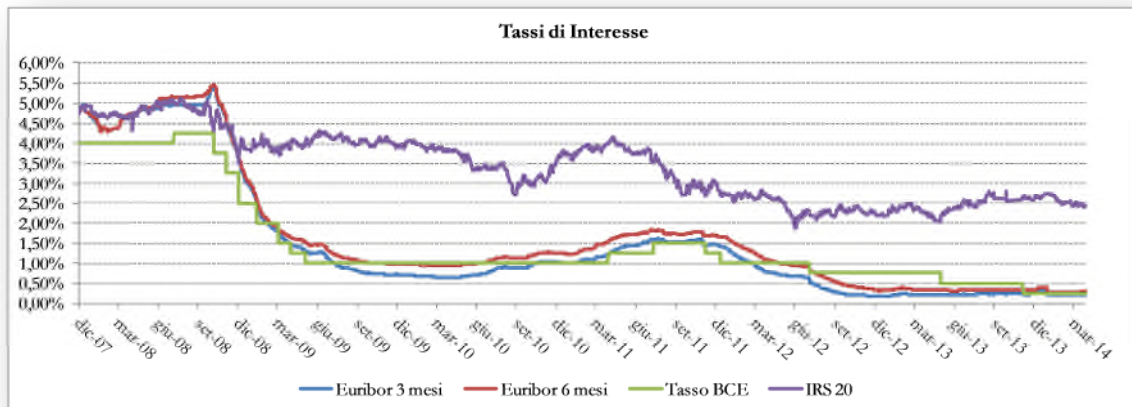
Al contrario, le politiche monetarie nelle principali economie emergenti sono state meno accomodanti. La Banca Centrale della Cina ha frenato il ritmo di espansione della liquidità per ridurre quello del credito, mentre le Banche Centrali dell'India e del Brasile hanno aumentato i rispettivi tassi di riferimento (Repo e Selic) al fine di contenere l'inflazione e contrastare il deflusso di capitali.

Il PIL dell'area Euro, secondo le proiezioni del Consensus Economics e dell'Eurosistema, sarebbe sceso dello 0,4% durante il 2013 (-0,6% nel 2012) e si stima che possa tornare a crescere dell'1% nel corso del 2014. Nel terzo trimestre 2013 si è registrato un lieve incremento dei consumi dello 0,1% e degli investimenti fissi lordi dello 0,5%, rispetto al trimestre precedente dello stesso anno. Sempre nel terzo trimestre 2013 in Germania il PIL, sospinto dagli investimenti in costruzioni, è aumentato dello 0,3% rispetto al secondo trimestre 2013, mentre in Francia è diminuito dello 0,1%, riflettendo l'apporto negativo della domanda estera netta e la

flessione degli investimenti. In Italia nel 2013 il PIL è diminuito dell'1,8% rispetto al 2012 (-2,4% nel 2012 rispetto al 2011), mentre per il 2014 e per il 2015, grazie alla crescita, seppur moderata, degli investimenti e degli scambi internazionali, si prevedono delle lievi riprese pari allo 0,7% e all' 1% rispettivamente.

In un quadro di protratta debolezza congiunturale dell'area Euro, il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea ha mantenuto nel corso del primo semestre 2013 un orientamento di politica monetaria accomodante, perseguendo le operazioni di “*Outright Monetary Transaction*” (OMT) e “*European Stability Mechanism*” (ESM).

In data 2 maggio 2013 il Consiglio Direttivo ha ridotto i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali e marginali di 25 e 50 punti base rispettivamente, portando il primo dallo 0,75% allo 0,50% ed il secondo dall'1,50% all'1%. Alla luce delle prospettive di un prolungato periodo di bassa inflazione, della dinamica contenuta di moneta e credito e della debolezza dell'attività economica, nel mese di novembre 2013 il Consiglio Direttivo ha ulteriormente ridotto i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali e marginali di 25 punti base ciascuno, portando il primo dallo 0,50% allo 0,25% (minimo storico) ed il secondo dall'1% allo 0,75%. L'intenzione del Consiglio è quella di mantenere i tassi ufficiali a livelli pari o inferiori a quelli attuali per un periodo di tempo prolungato. Il Consiglio ha inoltre deciso di continuare a condurre tutte le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con pieno accoglimento delle domande fino a quando ritenuto necessario e, in ogni caso, almeno fino all'inizio del mese di luglio 2015.



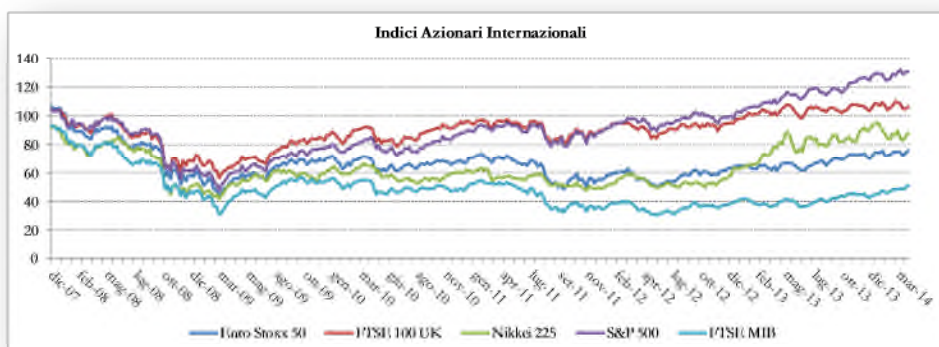
Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

La liquidità detenuta dalle banche operanti nell'Eurosistema, in eccesso rispetto all'obbligo di riserva, si è mantenuta ampia, nonostante i finanziamenti complessivi forniti dall'Eurosistema mediante le operazioni di rifinanziamento siano diminuiti, passando da Euro 216 miliardi alla fine di settembre 2013 ad Euro 155 miliardi a metà gennaio 2014, per effetto della restituzione anticipata di una parte dei fondi ottenuti nelle due LTRO (*Long term refinancing operation*) a tre anni, effettuate a dicembre 2011 e a febbraio del 2012. Alla fine di dicembre 2013 la restituzione ha riguardato complessivamente Euro 446 miliardi, pari a circa il 44% dei finanziamenti forniti attraverso le due operazioni.

Nel corso del 2013 si sono registrati progressi nei paesi più esposti alle tensioni sui mercati del debito sovrano: le agenzie di rating Standard & Poor's e Moody's hanno rivisto al rialzo il merito di credito di Cipro e della Grecia rispettivamente. Inoltre, è terminato il programma di aiuti finanziari internazionali all'Irlanda. L'attenuazione delle tensioni all'interno dell'area Euro si è tradotta in una riduzione degli squilibri nei saldi del sistema dei pagamenti TARGET2 delle banche centrali dell'area, che rispecchiano i movimenti di capitali privati tra i rispettivi paesi. Resta tuttavia elevata l'eterogeneità del costo del credito alle imprese tra i paesi dell'area.

Durante le sedute del 19 e 20 dicembre 2013, il Consiglio della UE ha chiesto ai paesi membri di approvare entro il mese di maggio 2014 l'istituzione di un meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie che prevede la creazione di un fondo con capacità finanziaria pari ad Euro 55 miliardi. Il fondo sarà inizialmente costituito da comparti nazionali che saranno gradualmente unificati entro il 2025. Eventuali crisi bancarie, antecedenti l'unificazione dei comparti del fondo, saranno risolte mediante risorse finanziarie rese disponibili dai governi e dallo European Stability Mechanism (ESM), in linea con le procedure stabilite per la ricapitalizzazione degli istituti finanziari. Il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie rappresenta un'ulteriore tappa verso il completamento dell'Unione bancaria.

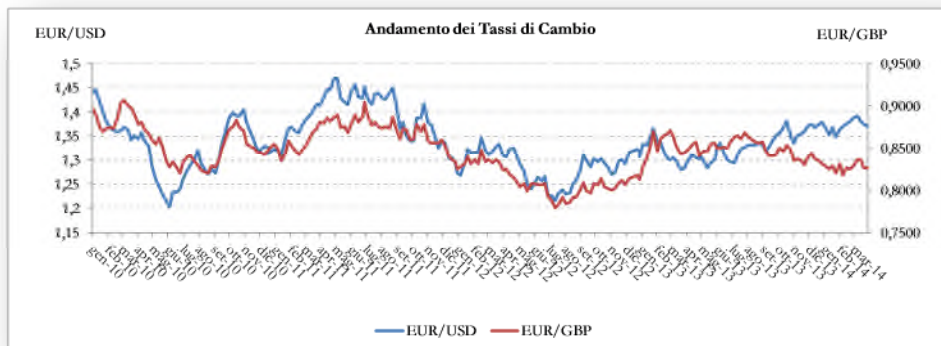
L'andamento dei mercati finanziari internazionali è stato complessivamente positivo nei primi mesi del 2013. Nella parte finale del primo trimestre 2013 sono tuttavia riaffiorate tensioni legate ai dubbi sulla crescita in Europa, alla crisi finanziaria a Cipro e all'incertezza politica in Italia che si sono riflesse in un aumento generalizzato dei differenziali, anche se complessivamente modesto rispetto ai picchi raggiunti nei due anni precedenti. In Italia lo spread decennale con la Germania, sceso alla fine di gennaio 2013 al minimo da luglio del 2011, si è nuovamente ampliato in marzo 2013, pur rimanendo ben al di sotto dei livelli raggiunti a novembre 2011. Alla fine del primo semestre dell'anno 2013 lo spread BTP Italia/BUND è nell'intorno di 270 - 290 punti. Alla fine del 2013, le prospettive di ripresa economica, la politica monetaria accomodante e i progressi nella governance dell'area Euro hanno contribuito a migliorare le condizioni sui mercati finanziari europei e italiani: i tassi di interesse a lungo termine sui titoli di Stato italiani sono diminuiti ed il differenziale rispetto al rendimento del Bund decennale è sceso a circa 200 punti base; alla fine del primo trimestre 2014, il differenziale è ulteriormente sceso a 172 punti base. Inoltre, è tornato l'interesse dei non residenti per le attività finanziarie italiane. Dalla fine del terzo trimestre 2013 gli indici azionari dei principali paesi avanzati hanno registrato rialzi, soprattutto in Giappone e negli Stati Uniti, prevalentemente grazie alle notizie positive circa la ripresa ciclica. L'annuncio, a metà dicembre, di un cauto avvio del *tapering*, accompagnato dal rafforzamento del *forward guidance*, è stato seguito da nuovi e generalizzati aumenti. Dall'inizio del 2013 l'indice statunitense S&P 500 ha avuto un incremento YTD del 26,4%, l'indice Euro Stoxx 50, relativo alle maggiori società quotate dell'area Euro, del 14,7% (FTSE MIB +12,3%). Si ricorda comunque che nel primo semestre 2013, l'indice Euro Stoxx 50 ha registrato un decremento del 4% (FTSE MIB -8,49%) rispetto ai valori di inizio anno 2013, a seguito dei timori sulla sostenibilità del debito di alcuni Paesi Europei, quali Grecia, Spagna, Portogallo e Italia. Nel secondo semestre 2013, l'indice europeo e quello italiano sono risaliti rispettivamente del 18,5% e del 22,7%; anche nel primo trimestre 2014 l'indice Euro Stoxx 50 è aumentato del 3,7%, mentre il FTSE MIB del 17,2% rispetto ai valori di inizio anno 2014. L'andamento positivo è il riflesso degli interventi messi in atto dalla BCE; tuttavia non bisogna sottovalutare la criticità politico-economica che persiste nei paesi già citati della zona Euro.



Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

Le condizioni sui mercati finanziari dei paesi emergenti hanno beneficiato dell'aumento generalizzato dell'appetito per il rischio, che ha finora più che compensato l'incertezza circa l'intensità della ripresa ciclica interna e le decisioni della Federal Reserve. I corsi azionari sono aumentati e i premi per il rischio dei titoli

sovrani sono moderatamente diminuiti. A fine 2013 l'euro ha avuto un apprezzamento YTD del 4,6% rispetto al dollaro e del 2,9% nei confronti della sterlina. Nel primo trimestre 2014 l'euro si è apprezzato dello 0,1% nei confronti del dollaro, mentre si è deprezzato dello 0,4% nei confronti della sterlina.



Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

## LO SCENARIO ECONOMICO DI RIFERIMENTO<sup>2</sup>

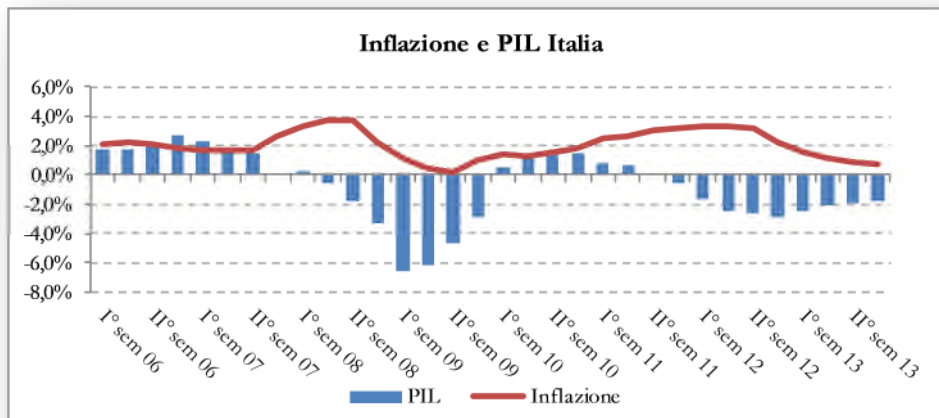
A fine 2013 il contesto macroeconomico italiano risulta essere ancora incerto, nonostante nel terzo trimestre 2013 il PIL si sia stabilizzato, interrompendo una prolungata caduta che si protraeva dall'estate del 2011. Nei mesi più recenti sono emersi segnali di una crescita dell'attività economica, seppur moderata e fragile, sospinta da un aumento della produzione industriale, trainata a sua volta dalla domanda estera. Tuttavia, la fragilità del mercato del lavoro, la flessione del reddito disponibile delle famiglie e la difficoltà di accesso al credito da parte delle imprese e delle famiglie continuano a gravare sulla ripresa economica.

Nel 2013 il PIL, in Italia, si è ridotto dell'1,8% rispetto al 2012 (-2,4% nel 2012 rispetto al 2011), mentre per il 2014 è prevista in media una ripresa modesta dello 0,7% e per il 2015 dell'1% grazie alla moderata crescita degli investimenti e degli scambi internazionali, indotta dal consolidamento della ripresa nelle economie avanzate e dell'accelerazione del prodotto in quelle emergenti.

Nel mese di dicembre 2013 l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, ha registrato un aumento dello 0,2% rispetto al mese precedente e dello 0,7% nei confronti di dicembre 2012 (lo stesso valore di novembre). Il tasso di inflazione medio annuo per il 2013 è stato pari all'1,2%, in netta decelerazione rispetto al 3% del 2012. Nel mese di dicembre l'inflazione al netto delle componenti più volatili è scesa ad un livello storicamente basso, pari allo 0,9% contro l'1,1% registrato a novembre, risentendo della debolezza della domanda interna. Si segnala che l'impatto sulla dinamica dei prezzi al consumo dell'aumento dell'IVA, entrato in vigore dal 1° ottobre 2013, sarebbe stato limitato. Infatti, secondo l'inchiesta condotta dalla Banca d'Italia con la collaborazione del Sole 24 Ore nel mese di dicembre, il 61% delle imprese ha dichiarato di non aver trasferito l'aumento dell'aliquota sui propri prezzi di vendita, principalmente per effetto di tre fattori: la debolezza della domanda, le politiche di prezzo dei concorrenti e la difficoltà di aggiustamento dei listini nel breve periodo. Nel mese di marzo 2014 l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, è aumentato dello 0,1% rispetto al mese precedente e dello 0,4% nei confronti di marzo 2013, in decelerazione rispetto a febbraio (+0,5%).

<sup>2</sup> Fonte: Banca d'Italia: "Bollettino Economico" Gennaio 2014; ISTAT: "Prezzi al consumo Italia" Gennaio 2014; ISTAT: "Occupati e disoccupati" Dicembre 2013; ISTAT: "Prezzi al consumo Italia" Marzo 2014.

L'inflazione acquisita per il 2014 sale allo 0,2%, dallo 0,1% di febbraio. Per la fine del 2014 è atteso un livello di inflazione dell'1,3%, mentre per il 2015 dell'1,5%. Il permanere dell'inflazione su livelli contenuti per un prolungato periodo di tempo potrebbe indurre una revisione al ribasso delle aspettative a medio e a lungo termine.



Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati ISTAT

L'instabilità finanziaria ha portato il Governo tecnico "Monti" e l'attuale Governo a varare importanti riforme atte a promuovere l'economia e a contenere il debito pubblico. L'austerità fiscale adottata dal Governo tecnico ha dato respiro ai conti pubblici ma nel contempo, ha innescato un calo evidente nei consumi delle famiglie. La riduzione dell'offerta di lavoro e l'aumento, non soddisfatto, della domanda specialmente per i giovani, le donne e nel Mezzogiorno, uniti all'aumento della tassazione hanno visto diminuire il potere di acquisto delle famiglie che nei primi nove mesi del 2013 è calato dell'1,5% nei confronti dello stesso periodo del 2012; se si confronta questo dato con il 2008 la variazione negativa è pari al 13,4%.

L'attuale Governo sta varando riforme volte a risolvere le problematiche rilevanti del Paese, in primis il contenimento del debito pubblico. L'obiettivo è quello di far fronte al pagamento del debito evitando la pressione fiscale adottata dal governo precedente, anche se difficilmente perseguibile. A fine giugno il Consiglio dei Ministri ha rinviato l'aumento di un punto percentuale, al 22%, dell'IVA dal primo luglio al primo ottobre di quest'anno. Nel primo semestre 2013, il Consiglio ha approvato il decreto sul congelamento della rata IMU di giugno sulla prima casa e sul rifinanziamento della Cassa Integrazione in deroga, valutando la cancellazione della tassa sugli immobili, con riferimento alla prima casa, per l'anno in corso. Tuttavia, in data 30 novembre 2013 il Consiglio ha previsto il pagamento della cosiddetta "Mini IMU", in sostituzione del saldo IMU del mese di dicembre 2013, dovuta dai contribuenti residenti nei comuni che per l'anno di imposta 2013 hanno deciso un aumento dell'aliquota IMU rispetto a quella base prevista per legge (pari allo 0,04%), nella misura della differenza del 40% tra aliquota base e aliquota aumentata.

Il Governo inoltre continua ad affrontare il tema della disoccupazione che continua ad indebolire il mercato del lavoro. Secondo le stime dell'ISTAT, nel mese di dicembre il numero di disoccupati, pari a 3 milioni 229 mila, è diminuito dell'1,0% rispetto al mese precedente (-32 mila), mentre è aumentato del 10,0% su base annua (+293 mila). Il tasso di disoccupazione è balzato al 12,7% (con una crescita di 1,2 punti percentuali rispetto a dicembre 2012); la disoccupazione attesa è pari al 12,8% per il 2014 e al 12,9% per il 2015.

Nonostante il Consiglio dei Ministri abbia varato a fine giugno 2013 il cosiddetto "pacchetto lavoro" che prevede incentivi alle imprese che assumono giovani disoccupati tra i 18 e 29 anni, resta elevata la disoccupazione giovanile. Nel mese di dicembre, infatti, l'incidenza dei giovani disoccupati tra 15 e 24 anni sul totale dei giovani della stessa classe di età è stata pari all'11,2%, circa un giovane su 10 è disoccupato (+0,1% rispetto al mese precedente e +0,8% rispetto allo scorso anno). Considerando la quota di giovani disoccupati



sul totale di quelli attivi (occupati e disoccupati), il tasso di disoccupazione dei 15-24enni è stato pari al 41,6%, in calo dello 0,1% rispetto al mese precedente ma in aumento del 4,2% nei dodici mesi.

La diminuzione del reddito disponibile, riconducibile soprattutto alle difficili condizioni del mercato del lavoro e all'incremento della pressione tributaria, continua a frenare i consumi delle famiglie, in calo da quasi due anni. La fiducia dei consumatori resta fragile, permane il pessimismo circa le attese sull'evoluzione futura dell'economia e sull'andamento futuro del mercato del lavoro. La flessione è risultata più accentuata per gli acquisti di beni durevoli e di servizi, mentre la spesa in beni semidurevoli è tornata a salire, seppur moderatamente. E' prevista una lieve stabilizzazione della spesa delle famiglie nel secondo semestre 2014.

A fine anno la produzione industriale, prevalentemente sospinta dalla domanda estera, è tornata a crescere, interrompendo la prolungata flessione avviatasi dalla metà del 2011, anche se gli investimenti continuano a rimanere deboli. Il principale sostegno all'attività manifatturiera è venuto dai comparti dei beni strumentali, intermedi e dell'energia, a fronte di una flessione in quello dei beni di consumo. I segnali di stabilizzazione e recupero dell'attività produttiva restano tuttavia molto diversificati; non si sono infatti ancora estesi a tutte le aree del Paese e a tutti i settori di attività economica. In presenza di una ripresa sostenuta dalle esportazioni e di una domanda interna, in particolare per consumi, ancora debole, le prospettive restano fragili specialmente per le imprese di piccole dimensioni e per quelle che producono per il mercato interno. Secondo un sondaggio condotto dalla Banca d'Italia, in collaborazione con Il Sole 24 Ore, le imprese dichiarano che gli investimenti tenderebbero a crescere, a ritmi ancora moderati, nel prossimo biennio beneficiando di migliori condizioni di liquidità, riconducibili sia ai pagamenti dei debiti delle Amministrazioni pubbliche, sia ad una lieve attenuazione delle difficoltà di accesso al credito attesa per il biennio 2014-2015.

Nel mese di aprile il Governo ha varato un provvedimento per il pagamento di una parte rilevante dei debiti delle Amministrazioni pubbliche, al fine di stimolare la domanda aggregata e accelerare la ripresa dell'attività produttiva. Gli importi stanziati ammontano ad Euro 40 miliardi, di cui oltre tre quarti sono destinati all'accelerazione dei pagamenti di debiti commerciali scaduti alla fine del 2012, mentre la parte residua verrà utilizzata in prevalenza per incrementare i rimborsi fiscali. Sono quindi stati previsti pagamenti per Euro 20 miliardi in ciascun anno del biennio 2013-2014. Inoltre, nel mese di agosto il Governo ha incrementato i pagamenti previsti per il 2013 per Euro 7,2 miliardi senza ridurre quelli attesi per il 2014. Il rispetto dei pagamenti da parte delle Amministrazioni si traduce in una minore incertezza sui flussi di liquidità delle imprese, rendendo quindi più efficiente la pianificazione finanziaria delle stesse e agevolando così le scelte di investimento.

I prestiti bancari alle imprese hanno continuato a diminuire, risentendo sia della debolezza della domanda, sia dei criteri di offerta ancora restrittivi, in particolare verso i segmenti più rischiosi della clientela, a seguito delle pressioni derivanti dalla recessione sui bilanci delle banche. L'indagine semestrale condotta dalla Banca d'Italia (Regional Bank Lending Survey) indica che nel primo semestre 2013 le politiche di offerta di credito sono maggiormente restrittive nel Centro e nel Mezzogiorno e, tra i settori produttivi, nei confronti delle imprese edili. Inoltre, le banche di minore dimensione hanno condizioni di offerta più restrittive rispetto a quelle delle banche medio-grandi. I sondaggi più recenti rilevano un'attenuazione delle tensioni sull'offerta di credito da parte delle banche in alcuni comparti. Nel quarto trimestre 2013 la percentuale di imprese che riporta difficoltà di accesso al credito è diminuita al 15,3%, dal 17,5% nel terzo trimestre, con condizioni meno sfavorevoli nel settore dei servizi ma invariate in quello dell'industria. Le aziende di piccole dimensioni (con meno di 50 addetti) riscontrano maggiore difficoltà ad accedere al credito; circa il 18,2% delle piccole imprese intervistate ha dichiarato di non aver ottenuto il finanziamento, contro il 9,3% per quelle grandi. In caso di accoglimento della domanda di credito, l'aggravio delle condizioni di offerta si traduce principalmente in un aumento dei tassi di interesse e nella richiesta di maggiori garanzie, indistintamente dalla dimensione aziendale.

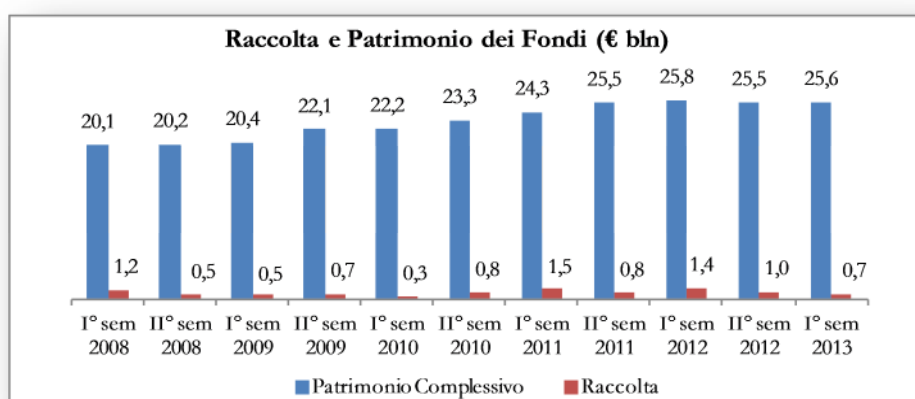
Il taglio dei tassi ufficiali della BCE all'inizio di novembre ha contribuito ad una lieve riduzione del costo del credito, seppur questo sia rimasto a livelli elevati. Nello stesso mese il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese si è ridotto di un decimo di punto rispetto ad agosto (passando al 3,4%), riflettendo la diminuzione del tasso applicato sia ai finanziamenti di ammontare inferiore al milione di euro sia a quelli di ammontare

superiore (al 4,4% e al 2,8% rispettivamente). Il costo del credito resta al di sopra di quello medio dell'area Euro, anche se il differenziale tra il tasso applicato sui nuovi finanziamenti alle imprese concessi in Italia e il corrispondente dato per l'area Euro è diminuito di 20 punti base, portandosi a 70. Anche il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie è lievemente diminuito al 3,5 per cento; il relativo differenziale rispetto alla media dell'area Euro si è ridotto di circa 20 punti base, portandosi a 45 nel mese di novembre.

### L'ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE<sup>3</sup>

La perdurante complessità dello scenario economico ha un impatto significativo sui mercati immobiliari europei, con un progressivo ampliamento del divario negli andamenti dei diversi Paesi. In linea generale, secondo Scenari Immobiliari, si profila un trend di crescita nelle principali nazioni dell'Europa del nord, mentre i Paesi situati nell'Europa meridionale sono ancora in difficoltà. Dopo un calo di quasi il 3% nel 2012, il fatturato immobiliare nei cinque principali Paesi europei (Germania, Regno Unito, Francia, Italia e Spagna) dovrebbe chiudere il 2013 con una lieve ripresa, sopra all'uno per cento, passando da Euro 632,6 miliardi nel 2012 ad Euro 639,4 miliardi nel 2013. Nonostante la moderata ripresa attesa in termini di fatturato immobiliare complessivo dei principali Paesi europei, in Italia il mercato è stato nel corso dell'anno penalizzato dalla critica situazione politica ed economica nazionale e dell'area Euro. Si rileva infatti che questo settore, a causa della contrazione del PIL e dell'aumento della disoccupazione, continua a registrare un andamento debole. La ripresa è inoltre ostacolata dalla difficoltà di accesso al credito che riduce le erogazioni di mutui, rallentando così il processo delle compravendite e delle trattative.

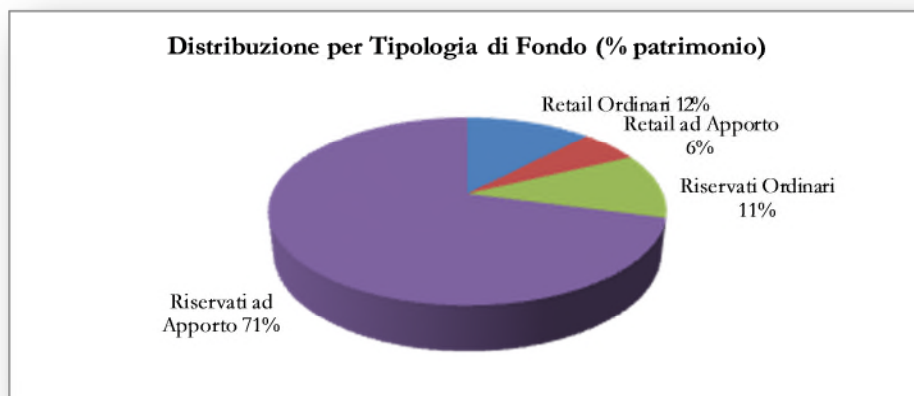
All'interno del mercato immobiliare nazionale, i fondi immobiliari, che hanno masse gestite pari al 3% dell'industria italiana del risparmio gestito, rappresentano un'interessante alternativa all'investimento diretto. Secondo i dati forniti da Assogestioni, ciò è testimoniato dalla continua crescita dell'industria dei fondi immobiliari in Italia sia in termini di attività (+0,4% nel secondo semestre 2013 rispetto a dicembre 2012) che di numero di fondi immobiliari (nel secondo semestre 2013 sono stati istituiti 9 nuovi fondi, portando a quota 209 i fondi operativi). Al 30 giugno 2013 il patrimonio immobiliare gestito rimane stabile rispetto a dicembre 2012 (Euro 25,6 miliardi). I flussi di raccolta del primo semestre 2013 si attestano ad Euro 701 milioni contro Euro 982 milioni raccolti nel secondo semestre 2012 (-28,6%). Negli ultimi anni è diminuito il livello medio delle emissioni di quote di fondi a seguito di richiami degli impegni.



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2013

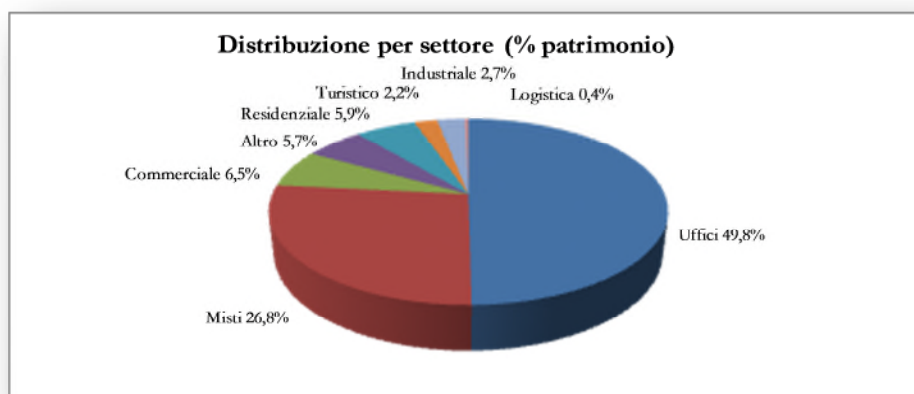
<sup>3</sup> Fonte: Scenari Immobiliari: "I mercati immobiliari a fine 2013" Gennaio 2014; Assogestioni: "Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani" 1° semestre 2013; CBRE: "Italy Investment MarketView" 4Q 2013.

A giugno 2013 il mercato dei fondi immobiliari è rappresentato da quattro tipologie principali di fondi, di cui la componente principale è quella dei fondi riservati ad apporto (71%).



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2013

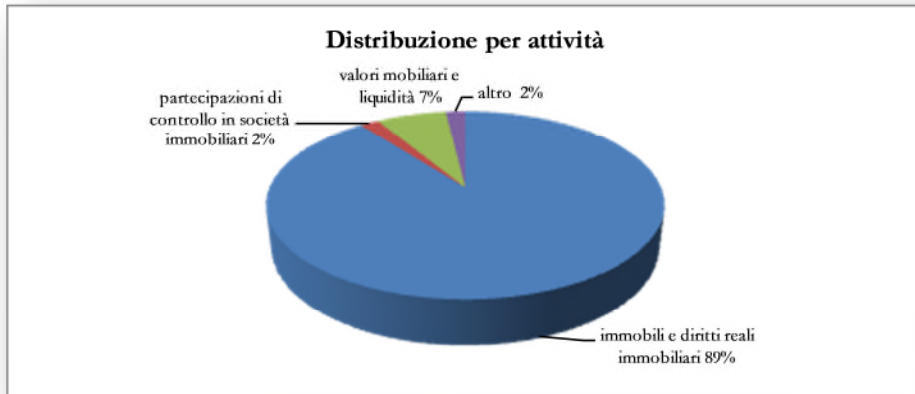
Per quanto riguarda la ripartizione degli investimenti per destinazione d'uso, rispetto allo scorso semestre, sono diminuiti i pesi delle categorie logistica (-38,5%) e turistico (-13,4%); anche le categorie uffici e residenziale hanno subito una flessione seppur molto lieve (-1,5% e -0,5% rispettivamente). Al contrario, sono aumentati i pesi delle categorie commerciale (+5,4%) e industriale (+6,6%).



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2013

Durante il primo semestre del 2013 sono stati acquistati e conferiti immobili per Euro 1,4 miliardi, mentre ne sono stati venduti Euro 673 milioni. Questo risultato è in linea con quanto registrato nello stesso periodo dell'anno precedente, ma in diminuzione rispetto alla media degli ultimi 5 anni a seguito della riduzione degli scambi nel mercato immobiliare.

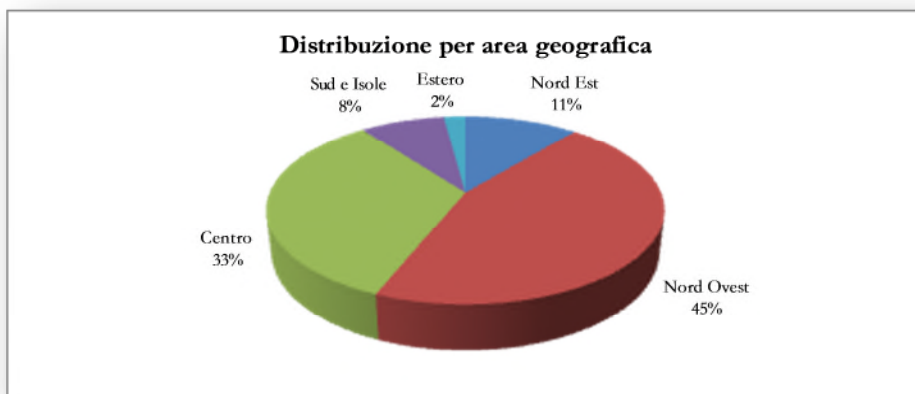
La composizione delle attività è variata leggermente rispetto allo stesso periodo del 2012 ed è così ripartita:



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2013

L'investimento complessivo in immobili, ossia quello diretto e quello realizzato tramite partecipazioni di controllo in società immobiliari, raggiunge Euro 39,1 miliardi. In sei mesi è aumentato dell'1,1%, ma è ancora al di sotto del valore registrato a giugno 2012 (Euro 39,6 miliardi).

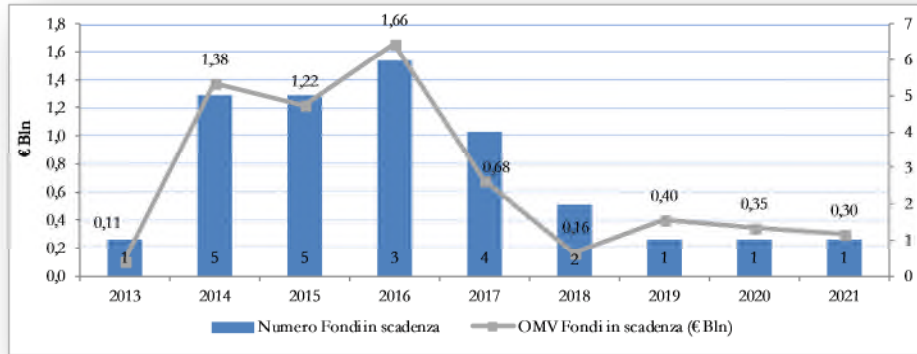
Con riferimento alla ripartizione geografica degli investimenti si ha la seguente distribuzione:



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2013

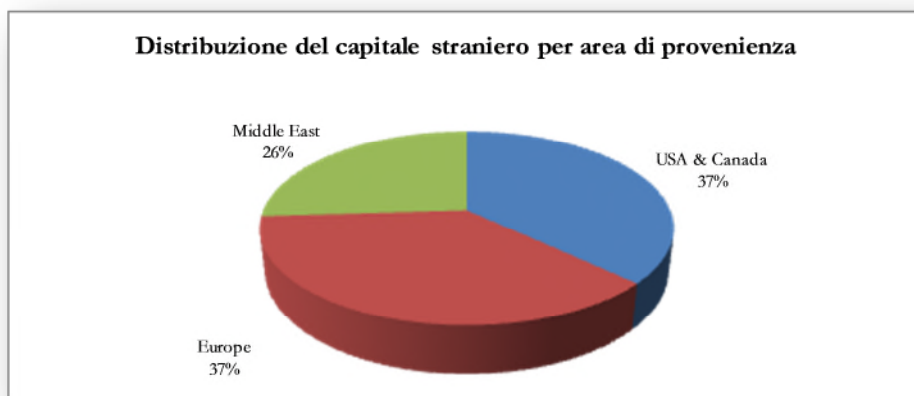
La ripartizione degli investimenti per area geografica vede prevalere il Nord Ovest (anche se lievemente in diminuzione rispetto al secondo semestre 2012), seguito dal Centro e dal Nord Est (stabili rispetto al semestre precedente) così come dal Sud e Isole (8%) ed Estero (2%).

Si segnala che l'avvicinarsi di un' importante quantità di fondi prossimi alla scadenza desta preoccupazioni agli operatori del settore. Come evidenziato nel grafico sotto, sono 17 i fondi immobiliari retail (su un totale di 26) con un OMV (Open Market Value) complessivo pari a circa Euro 4,4 miliardi (su un totale di 6,2 miliardi) che andranno a scadenza entro il 2016.



Fonte: Nomisma “Evoluzione del valore del patrimonio di fondi immobiliari retail per anno di scadenza”, 30/06/2013

Secondo CBRE, il volume totale investito in Italia nel 2013 si attesta ad Euro 4,8 miliardi, superando di oltre l'80% il volume del 2012 (l'incremento è principalmente riconducibile ad un aumento dei volumi investiti nel corso del secondo semestre del 2013). Il peso del capitale straniero a fine anno si conferma elevato, pari al 72% del totale investito in Italia. La dimensione media delle transazioni nell'anno si attesta intorno ad Euro 63 milioni, più del doppio rispetto ai 31 milioni dello scorso anno. Ciò conferma la maggiore propensione ad investire in operazioni di grandi dimensioni da parte degli stranieri e dalla maggiore difficoltà degli investitori domestici ad agire in questo momento di mercato. Continua ad essere positivo il saldo tra capitale straniero investito e disinvestito in Italia che risulta pari ad Euro 695 milioni nel 2013. Il capitale netto investito dagli italiani risulta invece negativo, con le vendite che hanno superato gli acquisti per quasi Euro 800 milioni. La ripresa del mercato dei capitali in Italia è in larga parte il riflesso del cambiamento avvenuto nel più ampio contesto globale: politiche fortemente espansive delle banche centrali che hanno iniettato capitali nei mercati finanziari e il ridimensionamento nelle aspettative di crescita dei mercati emergenti che ha riportato l'attenzione sui mercati core (USA ed Europa). Ciò ha contribuito a riportare l'Italia nel radar degli investitori, insieme alla maggiore consapevolezza dei venditori sulla condizione del mercato domestico e delle condizioni macroeconomiche del paese che hanno determinato un significativo repricing degli asset, fondamentale per rendere l'Italia nuovamente appetibile agli investitori opportunistici. Ulteriore elemento importante è rappresentato da nuovi flussi di finanziamento verso il mercato italiano da parte di istituzioni finanziarie internazionali attraverso il mercato delle cartolarizzazioni. In un contesto domestico caratterizzato ancora da una difficoltà di accesso al finanziamento ciò rappresenta una leva importante per gli investimenti anche per il prossimo anno.



Fonte: CBRE, Distribuzione del capitale straniero per area di provenienza , 2013

---

## IL MERCATO DEGLI UFFICI<sup>4</sup>

Continua la tendenza da parte dei conduttori della richiesta di spazi nuovi e più efficienti, sorti negli ultimi anni nelle aree di trasformazione delle città, per ottimizzare l'organizzazione degli spazi e contenere i costi. Questa richiesta, se da un lato contribuisce a sostenere il mercato e l'andamento qualitativo dello stock secondo gli standard di efficienza e risparmio energetico, non determina una riduzione dello sfitto, anche a causa di un'offerta di nuova produzione programmata negli anni passati che ancora fatica ad essere assorbita. Inoltre, i volumi di mercato non sono sostenuti dall'ingresso di nuova domanda.

Il trend delle rinegoziazioni dei contratti di locazione risulta ancora in aumento e un numero sempre crescente di utilizzatori approfitta del momento favorevole per rinegoziare contratti esistenti a condizioni più vantaggiose rispetto alle precedenti, a valori inferiori anche del 15-20%. Di conseguenza, sta aumentando la competizione tra i proprietari di immobili vuoti ed occupati che sono disposti a concedere sempre più incentivi, pur di evitare il rischio di avere immobili vuoti per lunghi periodi.

Nel corso del 2013 gli investitori istituzionali, in particolare gli esteri, sono stati più attivi nella ricerca di opportunità d'investimento. Anche se permane l'interesse per i prodotti primari sui mercati core, in questa fase l'Italia attira soprattutto gli investitori opportunistici, che puntano a valorizzare gli immobili in pochi anni, per rivenderli successivamente agli investitori core. Il mercato di Milano è considerato dagli investitori in assoluto il più interessante in Italia e tra i più appetibili a livello europeo, perché più stabile ma al contempo con buone prospettive di rendimento. Nonostante ciò nell'ultimo anno il mercato romano è stato molto attivo in termini di volumi investiti e assorbimento dei metri quadrati. Questo mercato, se confrontato con quello milanese, ha registrato durante il 2013 volumi di investimento pari ad Euro 542 milioni, con un incremento annuale del 129,7%, mentre a Milano, nonostante i volumi investiti siano superiori di Euro 126 milioni, la crescita annuale è stata dell'81% circa. Inoltre, l'assorbimento a Roma, seppur inferiore di 61.000 Mq rispetto a Milano, è aumentato del 167,9% rispetto allo scorso anno, mentre a Milano è diminuito del 6% circa. Nella capitale le trattative nella seconda metà del 2013 sono state ancora concentrate nei due poli del centro storico e del quartiere Eur, ma la pressione sulla riduzione dei costi potrebbe portare alcune società a trasferirsi in altre aree meno costose. A Milano, gli immobili più apprezzati sono quelli di grado A, recentemente ristrutturati/completati ed interamente affittati, ma localizzati in location secondarie.

---

### MILANO

Nel corso del quarto trimestre 2013 l'assorbimento di spazi destinati ad uffici a Milano è stato pari a 104.400 mq, corrispondente ad un incremento del 97% rispetto al trimestre precedente. Nonostante ciò, l'assorbimento annuale, pari a 230.300 mq, ha registrato una contrazione del 6% rispetto all'anno precedente (245.300 mq). Anche in questo trimestre la maggior parte delle transazioni ha coinvolto immobili di grado A, di cui la disponibilità sta diminuendo progressivamente, in assenza di nuovi sviluppi. Rispetto ai mesi precedenti, il quarto trimestre 2013 è stato caratterizzato da un numero significativo di transazioni per spazi grandi (oltre i 10.000 mq) nella maggior parte pre let. Si tratta di quattro locazioni che da sole hanno rappresentato il 54% circa dell'assorbimento, completate da società che stavano cercando attivamente ormai da oltre un anno. La rilocalizzazione (specialmente nell'area periferica di Milano) e la razionalizzazione degli spazi occupati si confermano i driver principali della domanda. Il deal principale avvenuto nel corso del quarto trimestre 2013 è il pre let firmato dalla società Kering per le ex aree Caproni in via Mecenate. Sull'ex

---

<sup>4</sup> Fonte: Scenari Immobiliari: "I mercati immobiliari a fine 2013" Gennaio 2014; CBRE: "Milan Office MarketView" 4Q 2013; CBRE: "Rome Office MarketView" 4Q 2013.

sito industriale sarà realizzato il nuovo HQ del gruppo che raccoglierà gran parte dei brand oggi dislocati in diversi uffici della città.

Il vacancy rate nel quarto trimestre 2013, è cresciuto leggermente, tornando sul livello del 12,2%, dopo la lieve diminuzione rilevata nel terzo trimestre. Mediamente nel 2013 si attesta al 12,2%, contro l'11,6% registrato nel 2012. L'attività di sviluppo speculativo, frenata dall'attuale situazione economica e dall'indisponibilità delle banche a finanziare i progetti, continua ad essere debole e nessun nuovo progetto è stato avviato nel quarto trimestre 2013. Oggi, con il graduale completamento del progetto di Porta Nuova, CityLife rimane l'unico grande nuovo sviluppo in costruzione a Milano: il resto dell'attività è limitato a ristrutturazioni di edifici esistenti. Rispetto al 2012 il livello di nuovi completamenti ha registrato una contrazione del 64%, attestandosi a 66.800 mq. Risulta in crescita, pur se leggera, l'attività di ristrutturazione di edifici esistenti. Ciò riflette una maggiore propensione delle proprietà ad avviare lavori di valorizzazione su edifici vuoti, in un'ottica di riposizionamento futuro.

I canoni prime nel CBD sono rimasti stabili per il terzo trimestre consecutivo sul valore di 480 Euro/Mq per anno, con pacchetti di incentivi che si confermano tra il 10-15% sul canone. Il canone medio ponderato nell'ultimo trimestre dell'anno è diminuito rispetto al trimestre precedente, influenzato principalmente dalla maggiore attività registrata nelle location periferiche e semicentrali, rispettivamente con il 50% ed il 30% del volume totale assorbito nel trimestre. Complessivamente nel 2013, il canone medio ponderato ha mostrato una contrazione dell'8% rispetto al 2012, passando da 240 Euro/Mq per anno a 220 Euro/Mq per anno. Prosegue il trend delle rinegoziazioni che anche nell'ultimo trimestre ha fatto registrare almeno 14.000 mq di spazi per cui è stato rinegoziato il contratto di locazione esistente, per un totale annuo intorno ad almeno 40.000 mq.

Dopo un terzo trimestre senza transazioni, nell'ultimo trimestre dell'anno a Milano il volume degli investimenti nel settore uffici è stato di Euro 351 milioni. Ciò rappresenta un incremento del 142% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno 2012. Il volume annuo investito nel settore uffici si è attestato a circa Euro 668 milioni, in aumento dell'81% rispetto allo scorso anno. I rendimenti lordi prime sono rimasti stabili al 6% mentre i rendimenti relativi ad un good secondary asset sono diminuiti di 25 bps rispetto al trimestre scorso, portandosi al 7,75%, come riflesso della maggiore attività riscontrata sul mercato. Il capitale investito negli uffici a Milano si conferma prevalentemente domestico.

## ROMA

L'assorbimento nel quarto trimestre dell'anno ha raggiunto circa 43.500 mq, in aumento del 68% rispetto al trimestre precedente. Ciò ha portato l'assorbimento annuale a circa 170.000 mq, con un incremento del 168% rispetto allo scorso anno e del 22% rispetto all'assorbimento medio annuo degli ultimi quattro anni. Nel quarto trimestre sono state registrate trentuno transazioni, in aumento rispetto alle venti del terzo trimestre. Tra le locazioni più importanti, vi è quella che ha coinvolto il gruppo Fendi sul Palazzo della Civiltà, destinato ad un mix di funzioni, prevalentemente direzionale. Ancora una volta è la qualità il driver principale della domanda: nel trimestre, il 65% della superficie totale assorbita ha interessato spazi di grado A, percentuale che sale all'80% su base annua.

Relativamente alla distribuzione geografica delle aree più dinamiche, le due locazioni registrate nella zona sud di Roma (Fiumicino Corridor e Core-EUR) hanno rappresentato il 45% dell'assorbimento totale, mentre in generale l'assorbimento trimestrale nella macro area sud di Roma ha rappresentato il 63% del totale e quello nella zona centrale il 35%. In merito alla distribuzione annua, la maggior parte degli spazi assorbiti nel 2013, il 47%, si è concentrata nelle aree a sud di Roma.

Il vacancy rate si mantiene in linea con il valore dello scorso trimestre, pari all'8,2% e lo stock è rimasto invariato. La superficie in costruzione a Roma rimane in linea con quella dei trimestri scorsi. Proseguono i lavori per la nuova sede di BNP Paribas nell'area Tiburtina così come, lentamente, prosegue la costruzione dei due progetti delle nuove sedi di Cofely e di ATAC, nello sviluppo di Europarco Torino, previste in completamento nel corso del 2014. L'attività di sviluppo speculativo rimane ferma per ciò che riguarda il

settore direzionale e gli sviluppi potenziali vengono avviati solo dopo aver individuato un utilizzatore. Si conferma l'attività di ristrutturazione/valorizzazione di edifici esistenti e lasciati vuoti, soprattutto nell'area di Parco dei Medici. Tra i progetti potenziali presentati per Roma, "Città della Scienza", nel quartiere Flaminio. Si tratta di un'area di circa 50.000 mq sulla quale saranno edificati 72.000 mq di nuovi edifici destinati a commerciale e residenziale, fra i quali 27.000 mq saranno occupati dalla Città della Scienza.

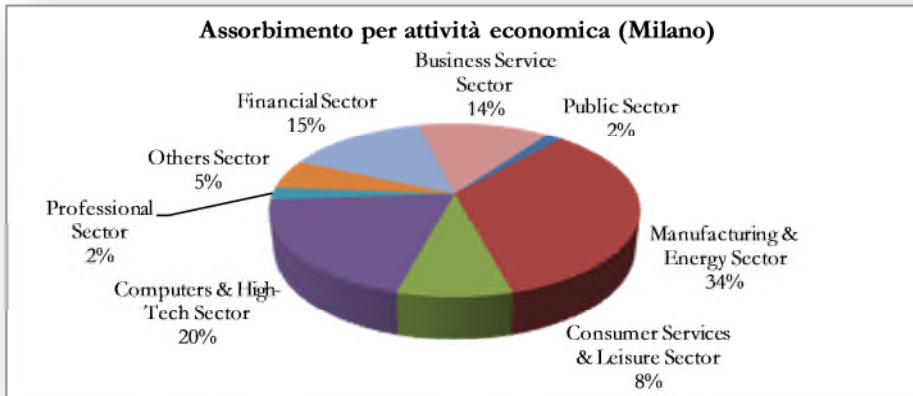
I canoni prime sono rimasti stabili anche nel quarto trimestre dell'anno, sul livello di 400 Euro/Mq per anno, così come i canoni prime nelle altre aree della città. Nella zona EUR, dove si è concentrata la maggiore attività della domanda nell'anno appena trascorso, il canone prime si conferma sul valore di 320 Euro/Mq per anno e nella zona del Torrino a 270 Euro/Mq per anno.

Gli investimenti nel settore uffici a Roma nell'ultimo trimestre dell'anno sono stati pari ad Euro 110 milioni, il 34% in più rispetto al trimestre precedente. Il mercato romano degli uffici, con circa Euro 542 milioni investiti durante il 2013 (+130% rispetto al valore transato durante il 2012), ha rappresentato il 43% del volume totale investito nel settore direzionale in Italia, in aumento del 29% dal 2012. I prime yield sono rimasti stabili sul livello del 6,25% lordo. Il mercato degli investimenti a Roma continua ad essere dominato da investitori locali. Rispetto a Milano, Roma è caratterizzata maggiormente dalla carenza di prodotto core in vendita. Ciò è legato al fatto che, i maggiori proprietari di immobili uffici a Roma sono fondi che investono capitali delle casse di previdenza o direttamente casse di previdenza, con un profilo long-term, che difficilmente sono disposti a vendere soprattutto in questo momento di mercato.

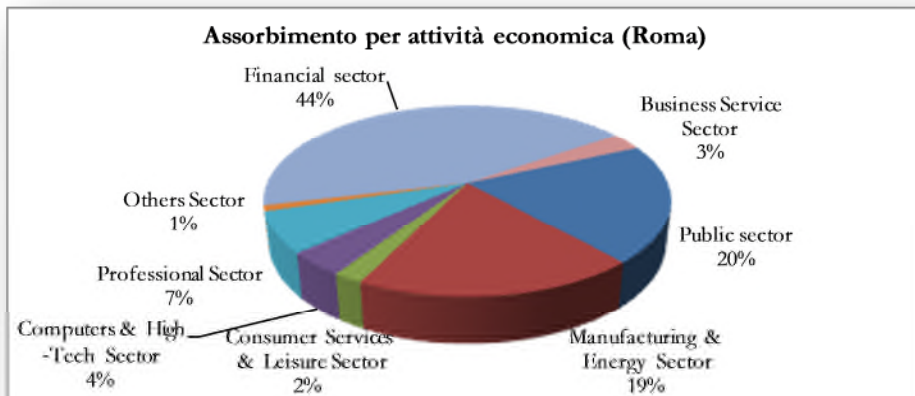
	2012	4Q 2013	2013	Var. % 2013-2012
<b>Milano</b>				
Overall vacancy	11,6%	12,2%	12,2%	5,2%
Take up (Mq)	245.300	104.400	230.300	-6,1%
New completions (Mq)	187.000	5.000	66.800	-64,3%
Prime rent (€/Mq anno)	510	480	480	-5,9%
Weighted Average rent (€/Mq anno)	240	205	220	-8,3%
Prime gross yield (%)	6%	6%	6%	0,0%
Secondary gross yield (%)	7,75%	7,75%	7,75%	0,0%
Office Investment (€ Mln)	369	351	668	81,03%
<b>Roma</b>				
Overall vacancy	8,1%	8,2%	8,2%	1,2%
Take up (Mq)	63.200	43.551	169.300	167,9%
New completions (Mq)	50.000	0	0	-100,0%
Prime rent CBD (€/Mq anno)	410	400	400	-2,4%
Prime rent EUR (€/Mq anno)	320	320	320	0,0%
Prime gross yield (%)	6,25%	6,25%	6,25%	0,0%
Office Investment (€ Mln)	236	110	542	129,7%

Fonte: CBRE, Indicatori chiave del settore uffici 4Q 2013

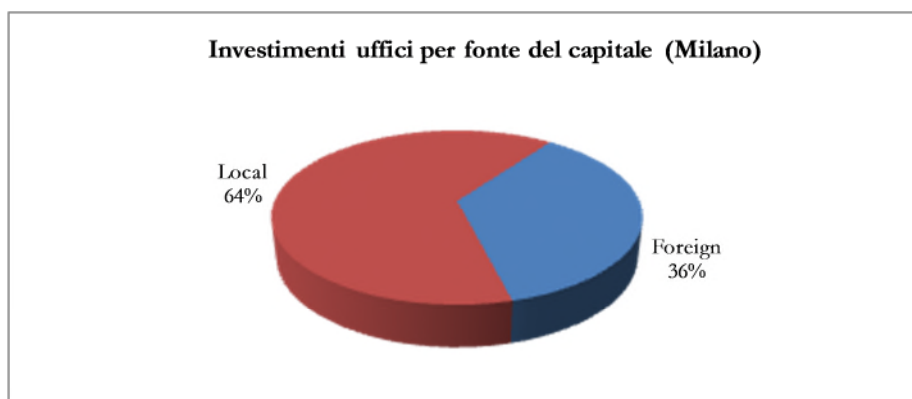




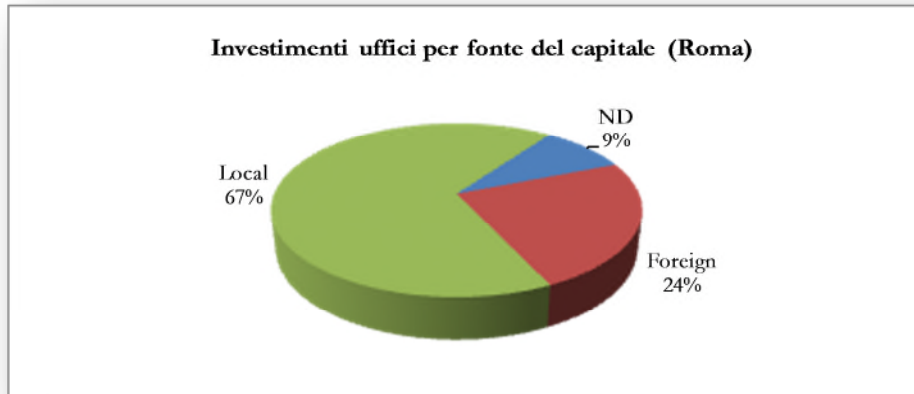
Fonte: CBRE, Assorbimento per attività economica (Milano), 4Q 2013



Fonte: CBRE, Assorbimento per attività economica (Roma), 4Q 2013



Fonte: CBRE, Investimenti uffici per fonte del capitale (Milano), 4Q 2013



Fonte: CBRE, Investimenti uffici per fonte del capitale (Roma), 4Q 2013

## IL MERCATO DEL RETAIL<sup>5</sup>

Il sentiment generale dei retailers conferma, anche nell'ultima parte dell'anno, il progressivo miglioramento osservato nei mesi precedenti. La domanda di spazi è sostenuta sia nei centri commerciali prime sia, soprattutto, nell'high street. Si rafforzano gli obiettivi di espansione e/o riposizionamento per negozi in location prime da parte di retailers nuovi e/o già esistenti. La strategia di chi fa il suo ingresso in Italia è invariata: Milano e Roma rimangono i primi mercati dove avere una rappresentanza, mentre i mercati di Verona, Firenze e Bologna si confermano come seconda scelta. Tra le nuove aperture del 2013 nei centri commerciali registriamo Apple e Hollister a Le Befane (Credit Suisse), Hollister (Centro Sicilia) e Superdry a Carosello, la sua prima apertura in un centro commerciale italiano. Oggi, tra i retailers con una ricerca attiva di spazi nell'high street di Milano e Roma vi sono Mango, Zadig & Voltaire, VF (soprattutto per i brand Vans e Timberland) e JD sport (non ancora presente in Italia).

Con riferimento ai centri commerciali, quelli meglio performanti registrano un aumento delle presenze e contemporaneamente una diminuzione della spesa media sostenuta. Per quelli in maggiore difficoltà il turnover di insegne è elevato e gli spazi vuoti sono in aumento. I fattori chiave per il mantenimento dei fatturati sono un buon mix dei tenant ed i costanti investimenti in rinnovamento e layout delle strutture.

I canoni sono rimasti stabili anche se cresce la tendenza a richiedere sconti alle proprietà nei centri commerciali non prime. Il potere contrattuale del tenant è elevato e sale con l'importanza del retailer.

Rispetto ai mesi precedenti, nell'ultima parte dell'anno è emerso un lieve segnale di miglioramento per ciò che riguarda gli sviluppi. È tornato timidamente l'interesse di alcuni developers internazionali per gli sviluppi di centri prime in Italia. A dimostrazione di ciò va segnalato l'accordo tra Eurocommercial e Parsitalia nello sviluppo del centro commerciale a Roma – Pescaccio, che potrebbe essere avviato nei prossimi mesi e l'annuncio fatto da InterIkea Group di realizzare un nuovo centro Ikea a Brescia, dopo il successo dell'apertura del primo format a Villesse (Udine) a dicembre. Nonostante ciò, lo stock completato nel 2013 (superficie maggiore di 10.000 mq di GLA) ha raggiunto circa 214.000 mq di GLA, registrando una contrazione del 33% rispetto al 2012, di cui l'85% del volume è rappresentato da centri commerciali. Ciò lascia lo stock di centri commerciali con superficie maggiore di 10.000 mq nel 2013 intorno ad Euro 12,3

<sup>5</sup> Fonte: Scenari Immobiliari: "I mercati immobiliari a fine 2013" Gennaio 2014; CBRE: "Italy Retail MarketView" 4Q 2013.

milioni di mq GLA, che riflette una densità di 206 mq GLA ogni mille abitanti. Non avendo registrato l'inizio dei lavori di costruzione per nuovi centri nell'ultimo trimestre, il volume dei centri commerciali in costruzione (superficie maggiore di 10.000 mq di GLA) è diminuito, attestandosi intorno ai 430.000 mq di GLA, con consegna attesa nei prossimi due anni. L'attività di refurbishment di centri esistenti in Italia rimane limitata a pochi centri. In Europa invece, questa è una tendenza che sta crescendo e il riposizionamento dei centri sta diventando prioritario nelle agende dei proprietari per recuperare attrattività nei confronti dei retailers. In Italia invece, tra i proprietari c'è ancora una certa resistenza ad investire in modo significativo su centri esistenti.

Nel quarto trimestre del 2013 il volume degli investimenti retail in Italia, con oltre Euro 1,2 miliardi, è raddoppiato rispetto al trimestre precedente. L'aumento riflette un miglioramento di oltre il 40% rispetto alla media trimestrale degli ultimi tre anni. Il volume totale investito nel settore nel 2013 si è attestato ad Euro 2,2 miliardi, una crescita del 60% rispetto al 2012, rappresentando il 46% del totale investimenti immobiliari in Italia. Oltre all'acquisizione da parte di Morgan Stanley di quote del portafoglio Auchan, è stato realizzato un numero significativo di operazioni tra cui la cessione del parco commerciale Meraville da Pradera ad Orion per un valore di circa Euro 80 milioni, l'acquisto di un portafoglio di due centri commerciali da parte di Blackstone (Valecentere Airone) per un valore di quasi Euro 145 milioni e la cessione della galleria commerciale nel centro Carrefour Limbiate da parte di un fondo gestito da CBRE GI per quasi Euro 140 milioni, acquisita da un primario investitore istituzionale europeo.

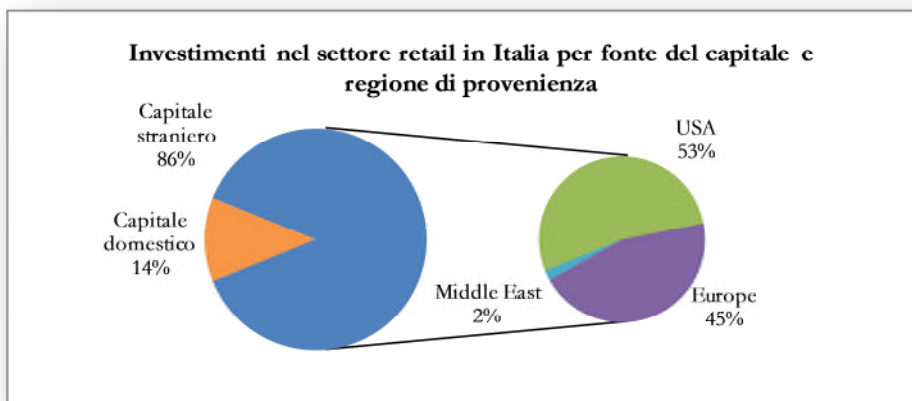
Oggi il mercato italiano presenta una finestra di opportunità di cui solo gli stranieri stanno approfittando. A dimostrazione di ciò, il capitale straniero si è confermato fondamentale per il rilancio del volume degli investimenti nel settore: con quasi Euro 2 miliardi investiti nel 2013, esso ha rappresentato il 90% del totale investito nel settore. Relativamente alla macroregione di provenienza del capitale straniero, il 53% arriva dagli Stati Uniti (MS, Blackstone, SPG, Orion) per un investimento medio di circa Euro 160 milioni diretto in centri commerciali, parchi commerciali e FOCs; il 45% proviene dall'Europa (Allianz, GWM e alcuni gruppi assicurativi) per un investimento medio di Euro 77 milioni e solo il 2%, rappresentato da un unico investimento nell'high street per un valore intorno ai Euro 40 milioni, proviene dal Medio Oriente (Qatar). I rendimenti lordi riflessi dal primo gruppo di investitori variano nel range 8,5-9,0%, mentre quelli riflessi dalle transazioni fatte dal secondo gruppo riflettono un valore medio dell'8%. Gli acquirenti italiani sono stati pressoché assenti e anche la quota di venditori italiani è stata inferiore a quella dei venditori stranieri, circa il 33% sul totale. Ciò è legato ad un ritardo culturale degli investitori italiani in questo settore, verso cui rimangono ancora diffidenti.

	Q4 2013
Centri Commerciali Prime	7,0
Centri Commerciali Good Secondary	8,5
High Street Prime	5,5
High Street Secondary	7,8
Retail Park Prime	8,0
Retail Park Secondary	9,8

Fonte: CBRE, Rendimenti lordi prime nel settore retail, 4Q 2013

Nome	GLA Mq	Data
P.R Parma Retail (CC)	42.000	Q4 2013
Centro Commerciale Tiare (Villesse)	92.000	Q4 2013
Centro Commerciale Carmagnola (Torino)	15.000	Q3 2013
Centro Commerciale Emisfero (Bassano del Grappa-Vicenza)	21.700	Q3 2013
Parco Commerciale La Briosa (Messina)	18.000	Q4 2013

Fonte: CBRE, Principali progetti completati nel 2013, 4Q 2013



Fonte: CBRE, Investimenti nel settore retail in Italia per fonte del capitale e regione di provenienza 4Q 2013

## IL MERCATO DELLA LOGISTICA<sup>6</sup>

L'assorbimento di spazi logistici in Italia nel quarto trimestre del 2013 è stato pari a 188.000 mq, corrispondente ad un aumento del 21% rispetto al trimestre precedente e del 47% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Nonostante l'andamento positivo del secondo semestre dell'anno sul primo (+59%), il valore annuo ha raggiunto 548.511 mq transati, quasi il 20% in meno rispetto all'assorbimento del 2012. La Lombardia con quasi 85.000 mq registrati nel trimestre, si conferma la regione preferita dagli utilizzatori, mostrando un aumento del 40% rispetto al trimestre precedente, percentuale che si conferma anche sull'assorbimento annuale. Dopo la flessione rilevata nel terzo trimestre dell'anno, Emilia Romagna e Lazio fanno registrare aumenti rispettivamente del 20% e del 79% sul terzo trimestre e si confermano nel 2013 sul podio delle regioni più ambite.

La crescita in corso e attesa del commercio on-line invece si conferma un driver importante per la futura domanda di spazi logistici. In particolare, questo cambiamento sta spingendo ad una ristrutturazione della

<sup>6</sup> Fonte: CBRE: "Italy Industrial and Logistics MarketView" 4Q 2013.

supply chain nella distribuzione secondo due driver distinti: i magazzini XXL ed i piccoli centri di distribuzione vicino ai centri urbani. Nel primo caso si tratta di grandi centri di distribuzione in genere richiesti da retailer o 3PLs che operano per loro conto, con l'obiettivo di centralizzare la gestione delle scorte e generare economie di scala all'interno della catena distributiva. Nel secondo caso i piccoli centri permettono di supportare soluzioni di consegna all'utente finale più veloci, efficienti e innovative.

Il vacancy rate registrato negli ultimi tre mesi del 2013 è rimasto stabile e nel 2013 si attesta al 6,5%. Sul fronte dell'offerta, la difficoltà di accesso al credito ha frenato i nuovi sviluppi, limitando la disponibilità di questa tipologia di immobili sul mercato. Lo sviluppo build-to-suit si conferma la soluzione preferita da utilizzatori e developers.

Negli ultimi tre mesi dell'anno si sono verificate ben quattro transazioni di grande dimensione (20-50.000 mq) per un totale di 128.000 mq, in aumento rispetto ai 50.000 mq del terzo trimestre. Si tratta di due food-retailer nella provincia di Pavia, un operatore 3PL nel Polo Logistico di Riano (Rm) e il nuovo magazzino logistico di Barilla nell'HQ di Pedrignano (Parma), 40.000 mq. Si è ridotto invece il numero di locazioni che ha interessato spazi di media dimensione (10-20.000 mq). Negli ultimi tre mesi dell'anno i retailer risultano essere gli utilizzatori più dinamici con il 41% del totale assorbito, seguiti dagli operatori 3PL con il 34% e da quelli attivi nel settore industriale con il 25%. Riguardo quest'ultimo, è stato inaugurato nel trimestre, il magazzino farmaceutico di Area Vasta Emilia Nord (AVEN) a Reggio Emilia, una struttura centralizzata di 5.000 mq che rifornirà tutte le 7 aziende sanitarie con farmaci ed apparecchi medicali.

I canoni prime sono rimasti stabili anche nel quarto trimestre del 2013 sia nelle aree prime sia in quelle secondarie. A Milano il canone si conferma sul valore di 50 Euro/Mq per anno e a Roma su quello di 55 Euro/Mq per anno. Nelle aree secondarie, che continuano ad essere quelle più frequentemente scelte da chi cerca spazi in locazione, i canoni sono ancora pari a 40 Euro/Mq per anno anche se inizia a vedersi qualche differenza all'interno del gruppo di mercati secondari. Infatti, in quelli dove è scarsa la disponibilità, i potenziali tenant in alcuni casi risultano disposti a pagare canoni vicini a quelli delle aree prime.

Nel quarto trimestre dell'anno in Italia sono state registrate due operazioni immobiliari non dirette che hanno generato quasi Euro 100 milioni di investimenti. Si tratta nello specifico dell'acquisizione di PointPark Properties (P3), una piattaforma comprendente un portafoglio di immobili in Europa, tra cui uno a Borgo Reno in Italia, da parte di TPG (50%) e Ivanhoe Cambridge (50%) e della creazione del fondo immobiliare Italian Logistics Fund (Hines SGR) con i due immobili logistici di Bologna e Castel San Giovanni occupati rispettivamente da Yoox e Amazon. Il volume annuo si è attestato intorno ad Euro 220 milioni, in deciso miglioramento rispetto agli anni precedenti. L'Italia sta tornando interessante per i grandi player internazionali come riflesso del maggiore interesse verso portafogli logistici pan-Europei e della maggiore propensione al rischio. Anche nel 2014 si prevede un'attività in linea a quella del 2013, con operazioni che avranno come oggetto portafogli sia nazionali sia pan-europei. I rendimenti sono diminuiti di 25 bps portandosi sul livello del 8,25% lordo come effetto della maggiore domanda e ancora limitata offerta.

	2012	4Q 2013	2013	Var. % 2013-2012
Take up (.000 Mq)	684	188	548	-19,9%
Vacancy rate (%)	6,5%	6,5%	6,5%	0,0%
Prime rent (€/Mq anno)	52	50	50	-3,8%
Secondary market rent (€/Mq anno)	40	40	40	0,0%
Prime gross yield (%)	8,50%	8,50%	8,25%	-2,9%
Logistic Investment (€ Mln)	34,8	100	218	526,4%

Fonte: CBRE, Indicatori chiave del settore logistico 4Q 2013

Nel corso del primo trimestre 2014, la SGR, a seguito dell'estensione della durata del Fondo di ulteriori 5 anni come da delibera del CDA della SGR del 18 dicembre 2013, sta implementando le strategie identificate nell'ultimo semestre 2013 dirette alla mitigazione degli effetti della crisi economica e per proseguire nel processo di valorizzazione del patrimonio immobiliare del Fondo al fine di cogliere opportunità di disinvestimento a condizioni più vantaggiose anche grazie ad un orizzonte temporale più esteso.

Banca d'Italia ha rilasciato l'approvazione alle modifiche sopra rappresentate con delibera n. 164/2014 del 18 febbraio 2014, trasmessa alla SGR in data 19 febbraio 2014.

Le modifiche sono efficaci dal 18 dicembre 2013, data di approvazione delle stesse da parte del Consiglio di Amministrazione della Società.

Contestualmente alla delibera di Proroga, la SGR ha deliberato la rinuncia al 20% delle commissioni di gestione ad essa spettanti, a far data dal 1 gennaio 2015, data di inizio della Proroga.

Sul fronte delle locazioni, l'operato della SGR si è concentrato sull'esecuzione degli impegni previsti negli accordi di rilocalizzazione degli spazi sfitti, ancorché non ancora formalizzati, sulla ricerca di nuovi inquilini per gli spazi sfitti, nonché sulla risoluzione di problematiche contingenti attinenti alla gestione del portafoglio del Fondo.

---

**POLITICHE D'INVESTIMENTO DEL FONDO**

---

**GESTIONE IMMOBILIARE**

Alla data del presente Resoconto, il portafoglio del Fondo comprende n. 4 immobili, aventi destinazione d'uso direzionale e logistica prevalentemente situati nel Nord – Ovest e in parte residuale nel Centro Italia.

**Roma - Via Bombay**

Locazioni: il complesso immobiliare, ad uso uffici e della consistenza di circa 8,700 mq, risulta completamente locato a seguito degli ultimi contratti stipulati, con durata di sei anni prorogabili per ulteriori sei, con le società MoneyGram e Leo Real Estate, entrambi aventi decorrenza 1° Giugno 2013. In particolare, il contratto con MoneyGram prevede una scalettatura del canone: partendo da € 150.000 nel 2013 fino ad arrivare a regime a € 350.000 nel 2017, mentre il contratto con Leo Real Estate prevede un canone pari ad € 22.000.

Manutenzione: nulla da segnalare.

**Origgio SS 226**

Locazioni: l'immobile è interamente locato alla società Fiege Logistics Italia S.p.A. con un contratto di anni 12 ad un canone annuo di circa € 3,2 milioni con scadenza 30 Giugno 2014; non avendo il conduttore esercitato la facoltà di proroga della scadenza per un periodo di ulteriori 6 anni, dal 1 luglio 2014, l'immobile sarà interamente sfitto.

In data 12 marzo 2014, la SGR ha ricevuto una manifestazione di interesse per l'acquisto dell'immobile da parte di primario operatore nel settore della logistica nello stato di fatto e di diritto in cui si troverà a luglio 2014, data di presunto acquisto (quindi sfitto). La SGR ha concesso al potenziale acquirente un periodo di esclusiva di 30 giorni per lo svolgimento della *due diligence* sull'immobile.

Manutenzione: nulla da segnalare.

**San Giuliano - Via Leone Tolstoy**

Locazioni: il complesso immobiliare ad uso logistico è interamente affittato alla società Tech Data Italia S.r.l.. La prossima scadenza contrattuale è prevista nel Giugno 2015. Per tutto il primo trimestre 2014 sono proseguite le trattative con l'attuale conduttore al fine di definire un progetto di gradimento del conduttore nonché i tempi di esecuzione per i lavori di nuova edificazione e riqualificazione del bene e la firma di un nuovo contratto di locazione con decorrenza Luglio 2015 e per un periodo non inferiore ad ulteriori 6 anni. Alla data del presente resoconto, sono tuttora in corso le analisi di fattibilità da entrambe la parti volte a finalizzate alla sottoscrizione di un accordo tecnico/economico entro la fine del primo semestre 2014.

Manutenzione: si rimanda a quanto sopra riportato.

### **Milano Procaccini**

Locazioni: la proprietà del Fondo, costituita da due torri (Torre A e Torre C) di 10 piani fuori terra inserite in un più ampio complesso denominato "Procaccini Center", è ad oggi solo parzialmente locata e presenta un tasso di occupazione inferiore al 25%. In particolare, una delle due torri, la Torre A, è completamente libera e disponibile mentre la Torre C è parzialmente locata con un tasso di occupazione del 47% dai conduttori Sport Network S.r.l., Tom Tom Sales BV Italian Branch e Almirall S.p.A. Le attività di commercializzazione sono ancora in corso, ma nel primo trimestre del 2014 non si segnalano particolare segnali di interesse da parte di potenziali locatori.

In merito alla Torre A, sono iniziati i lavori di riconversione dei circa. 4.000 mq avendo la SGR firmato in data 23 dicembre 2013 un preliminare di locazione con la società B&B Hotels Italia S.p.A. avente ad oggetto la Torre A dopo l'integrale riconversione ed il cambiamento della destinazione d'uso da uffici ad alberghiero a cura e spese del Fondo. Il canone entrerà a regime nel 2018 e sarà pari ad Euro 605.000 in ragione d'anno, a cui si potrebbe sommare il canone variabile calcolato sulla base dei ricavi gestionali della controparte. Il contratto prevede una durata di 20 anni con esclusione della possibilità di esercitare la break option ed avrà decorrenza dalla data di consegna dell'immobile prevista per ottobre 2014.

Manutenzione: I lavori di riconversione della Torre A, assegnati all'impresa Cosenza Costruzioni S.r.l., sono partiti nel corso del mese di gennaio 2014. Alla data del presente documento non si segnalano particolari criticità.

### **GESTIONE FINANZIARIA**

Tale attività si pone l'obiettivo di migliorare la performance complessiva del Fondo per i sottoscrittori mediante l'utilizzo della leva finanziaria entro i limiti massimi consentiti dalle disposizioni normative vigenti (attualmente il 60% del valore dei beni immobili, dei diritti reali e della partecipazioni in società immobiliari, nonché fino al 20% del valore delle altre attività).

Alla data del 31 marzo 2014 il Fondo non fa uso della leva finanziaria.

### **GESTIONE MOBILIARE**

Alla data del 31 marzo 2014, tra le attività del Fondo, non risultano effettuati investimenti in strumenti finanziari.

Alla data del resoconto risultano in essere due deposito bancario vincolato presso il quale è investito la liquidità del Fondo per complessivi € 8 milioni. Tale deposito è stato acceso presso Banca Monte Paschi di Siena, e formalizzato preliminarmente tra Banca Depositaria, Banca Monte Paschi di Siena ed SGR a mezzo accordo trilaterale. La remunerazione corrente del conto deposito con vincolo di indisponibilità per il periodo 20/03 - 21/04/2014 è pari all'1,30%, mentre quella per il deposito con vincolo di indisponibilità per il periodo 20/03 -19/05/2014 è pari all'1,40%.

In data 20/03/2014 è venuto a scadenza il deposito vincolato con stesse caratteristiche acceso in data 20/12/2013 con una remunerazione pari all'1,50%.

## ALTRE INFORMAZIONI

### ANDAMENTO DEI CONTENZIOSI

Ad aggiornamento di quanto già descritto nel Rendiconto al 31 dicembre 2013, si segnala che, nel corso del trimestre, l'Agenzia delle Entrate ha provveduto, in esecuzione della sentenza della Corte di Cassazione, al rimborso di un importo pari da Euro 15.600 per spese di giudizio.

La SGR in collaborazione con primario Studio Tributario sta proseguendo nell'espletamento di tutte le attività necessarie al recupero del residuo credito I.V.A. relativo all'anno 1999 pari ad Euro 1.751.821 e dei relativi interessi maturati presso i competenti uffici.

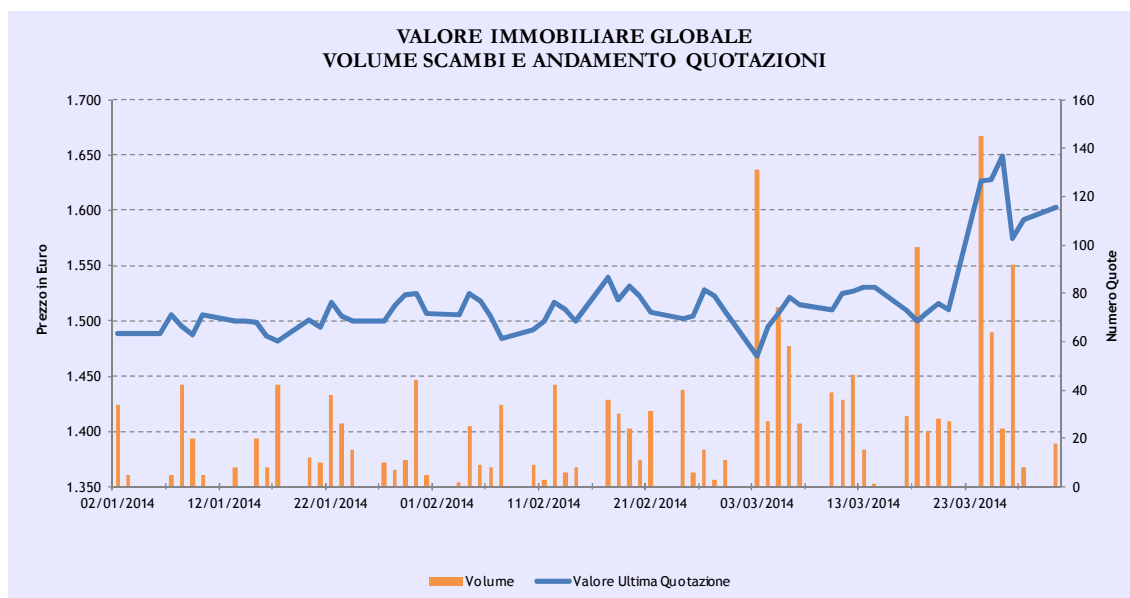
### ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA SUL MERCATO

Nel grafico che segue è raffigurato l'andamento dei prezzi ufficiali di mercato e dei volumi degli scambi nell'arco del periodo di riferimento.

La quota ha registrato il prezzo minimo del periodo pari ad Euro 1.468 in data 3 marzo 2014 ed ha raggiunto quello massimo pari ad Euro 1.649 in data 26 marzo 2014.

Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel periodo di riferimento è stato di n. 28,36 quote.

Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (31 marzo 2014) è stato di Euro 1.603.





Nulla da segnalare

Milano, 16 Aprile 2014