

Il mattone come bene rifugio

Mercato immobiliare

In un contesto globale caratterizzato sempre più da instabilità e tensioni geopolitiche, l'immobile residenziale in molte destinazioni europee torna a configurarsi come bene rifugio per i capitali internazionali, da Monaco a Zurigo, fino all'Italia. Le compravendite sul mercato domestico hanno raggiunto quota 770 mila unità nel 2025 (+7% sul 2024), con una previsione di 800 mila transazioni per il 2026. In questo contesto, circa il 40% delle compravendite riguarda seconde case, acquistate anche per investimento.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Nell'ultimo mese i tassi Euribor ed Eurirs hanno registrato un incremento (l'unica eccezione è stata rappresentata dall'Euribor a 1 mese, rimasto pressoché invariato). Il movimento è stato più intenso per le scadenze a 6 e 12 mesi dell'Euribor e per i tassi Eurirs a 2 e 5 anni in quanto maggiormente correlati alle aspettative di politica monetaria. I tassi Eurirs a 10 e 30 anni hanno invece risentito principalmente del rischio geopolitico. Attendendoci tre strette monetarie BCE entro marzo 2027 e una sostanziale stabilità dei tassi Eurirs nello stesso periodo, riteniamo preferibile l'indebitamento a tasso fisso rispetto a quello a tasso variabile.

21 maggio 2026 - 16:25 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

**Ricerca per
investitori privati e PMI**

Ester Brizzolara

Analista Finanziario

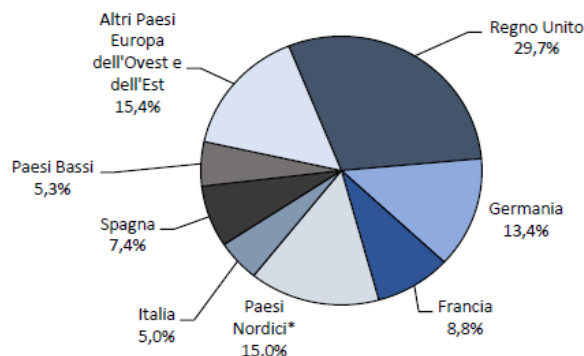
Paolo Leoni

Economista

21 maggio 2026 - 16:30 CET

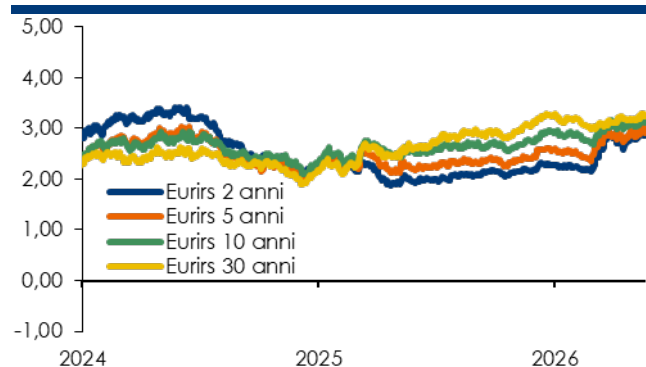
Data e ora di circolazione

Investimenti immobiliari in Europa suddivisi per Paese nel 2025 (in % sul totale)



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

L'andamento dei tassi Eurirs (%)



Fonte: Bloomberg

Mercato immobiliare

In Europa, il **Principato di Monaco** rappresenta forse il caso più emblematico di real estate inteso come **forma di protezione patrimoniale**. Qui, l'elevato livello dei prezzi funge da naturale selezione della domanda e contribuisce a preservare nel tempo il valore degli asset. Nel 2024, il prezzo medio ha superato i 51.900 euro al metro quadrato, confermando una traiettoria di crescita costante dopo il riassetto osservato nel 2020.

All'interno di questo contesto, **il segmento super prime continua a trainare il mercato**, con un numero crescente di transazioni superiori ai 10 milioni di euro e punte oltre i 20 milioni. Si tratta della conferma di un'area estremamente ristretta, nella quale il capitale globale ricerca soprattutto protezione patrimoniale e status, più che rendimento.

Zurigo appartiene a una categoria diversa, ma altrettanto solida. La città svizzera combina stabilità politica, credibilità bancaria e forza monetaria, rafforzando il proprio **ruolo di porto sicuro**. **I prezzi superano ormai i 24 mila euro al metro quadrato** e si inseriscono in una traiettoria di crescita ordinata, sostenuta da scarsità dell'offerta, qualità della domanda e minore dipendenza dal credito. Nel medio periodo, la crescita del segmento luxury, superiore al 25% dal 2019, conferma una dinamica disciplinata, capace di evitare sia gli eccessi speculativi sia le correzioni più brusche. Un equilibrio particolarmente apprezzato dagli investitori patrimoniali.

Ginevra condivide molte delle caratteristiche strutturali del mercato svizzero, ma si distingue per una vocazione più internazionale e patrimoniale, legata alla gestione della ricchezza e alla presenza di una clientela globale orientata alla stabilità. **Con prezzi superiori ai 23 mila euro al metro quadrato**, la città resta tra i mercati più costosi e selettivi d'Europa, con una domanda prevalentemente orientata alla protezione e alla continuità familiare più che alla performance.

A Londra i prezzi delle case sono diminuiti negli ultimi mesi, con correzioni particolarmente marcate nelle aree più esclusive della capitale. Il calo supera il 12% a/a a Westminster, che include zone come Mayfair e Knightsbridge, e l'11% a Kensington e Chelsea. Secondo l'Ufficio nazionale di statistica, nel 2025 il prezzo medio delle abitazioni nella capitale è sceso del 3,3%, a 542 mila sterline. Londra resta **un mercato più volatile** e più esposto ai movimenti dei tassi, ma anche **dotato di una liquidità che pochi altri centri europei possono offrire**. Ed è proprio questa facilità di ingresso e uscita a continuare ad attirare capitali nei periodi di incertezza.

Cipro, infine, rappresenta una porta d'ingresso strategica grazie a un regime fiscale competitivo e all'abolizione, dal 2017, di ogni tassa sulle proprietà immobiliari. **I prezzi sono più contenuti rispetto ai principali mercati europei**, con soglie di ingresso intorno ai 300 mila euro che riflettono un mercato meno liquido ma con margini di crescita nel medio periodo.

Più che un sistema unitario, **l'Italia si presenta come un mercato a più velocità**. Accanto a una componente domestica molto ampia, emerge infatti un segmento *prime* internazionale con caratteristiche più difensive. **Milano è il caso più evidente: il mercato del lusso può superare i 25 mila euro al metro quadrato**, ma mostra anche una forte dispersione dei valori, segno di una struttura articolata in cui il prodotto di qualità continua ad attrarre capitale anche nelle fasi più incerte.

Se Milano è il motore economico del Paese, **il Lago di Como** è probabilmente la cassaforte immobiliare italiana **più riconoscibile a livello internazionale**. A sostenerlo sono la scarsità fisica di immobili, la domanda globale e una forte identità territoriale. L'interesse della clientela internazionale si concentra in località come Cernobbio e Bellagio, dove i prezzi variano da circa 4 mila a oltre 15 mila euro al metro quadrato, con una marcata polarizzazione tra standard e pregio. È un mercato poco dipendente dal credito e fortemente guidato dalla liquidità. Per

Ester Brizzolara

Immobili di lusso come bene rifugio per i capitali internazionali, da Monaco a Zurigo, fino all'Italia

Londra: mercato con forte liquidità

Il caso Italia: un mercato a più velocità

questo tende a rallentare nei volumi senza però compromettere i valori nelle fasi di instabilità, offrendo una forma di difesa solida e discreta.

La Toscana rappresenta una diversa declinazione del mercato difensivo. Qui il valore immobiliare nasce dalla combinazione di patrimonio culturale, paesaggio e qualità della vita, elementi che trasformano la casa in un asset identitario oltre che finanziario. La domanda internazionale resta sostenuta, soprattutto da acquirenti americani ed europei, mentre i prezzi si collocano in un intervallo molto ampio, da 2.500 a oltre 8 mila euro al metro quadrato. Si tratta di una domanda con orizzonte di lungo periodo, meno sensibile alle oscillazioni congiunturali.

Secondo l'Osservatorio sull'Abitare realizzato da **Scenari Immobiliari, il mercato residenziale italiano è in espansione** grazie alla stabilità di tassi e inflazione. Nel 2025 il fatturato del comparto ha sfiorato i 135 miliardi di euro, in crescita dell'8,2% rispetto all'anno precedente e di oltre il 60% nell'ultimo decennio. Le compravendite hanno raggiunto quota 770 mila unità, in aumento del 7% sul 2024, e potrebbero arrivare a 800 mila nel 2026.

Circa il 40% delle compravendite riguarda seconde case acquistate anche come investimento. La crescita del mercato, tuttavia, si accompagna a un persistente squilibrio tra domanda e offerta: nel 2025 i prezzi medi sono saliti del 3,1%, con una previsione di ulteriore aumento del 4% nel 2026. **Il rialzo è ancora più marcato per gli immobili nuovi**, i cui valori sono cresciuti del 6,5% nel 2025 e sono attesi in aumento di quasi il 7% nel 2026.

Il vero nodo **resta la carenza di offerta di qualità**. Milano e Roma concentrano oltre il 70% delle 17.200 nuove abitazioni disponibili nei grandi centri, ma il peso del nuovo non supera l'8% dello stock complessivo. **Milano è tornata a essere il mercato più dinamico**, con 26 mila compravendite (+8,3%) e un fatturato di 11,8 miliardi di euro. La scarsità di immobili spinge inoltre la domanda verso unità di dimensioni ridotte, come i monolocali, tornati protagonisti nei centri urbani.

Il 2025 segna anche il consolidamento di Roma come primo mercato per volume d'affari, con un fatturato di 12,6 miliardi di euro (+4,1%). Nella capitale, l'effetto combinato del Giubileo e degli investimenti del PNRR ha riacceso l'interesse per il centro storico, dove i prezzi medi hanno ormai raggiunto i 10.750 euro al metro quadrato.

Oltre ai due principali poli, **l'Osservatorio segnala il recupero di città come Torino e Genova** e una crescita diffusa in tutte le Città Metropolitane. Mercati come Bologna e Napoli mostrano una forte resilienza, mentre la domanda si sposta progressivamente verso i comuni della prima cintura, percepiti come più attrattivi in termini di qualità dell'abitare. Questa "fuga verso la qualità" sta trasformando l'hinterland delle grandi città in un'area strategica, capace di assorbire quella quota di domanda che non trova risposta, o sostenibilità economica, nei centri storici sempre più saturi.

Il mattone resta il principale investimento delle famiglie italiane

Milano, Roma e la nuova geografia della domanda

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Nell'ultimo mese, in un contesto di volatilità ancora elevata (sebbene in calo rispetto alle prime fasi della crisi mediorientale), i tassi Euribor ed Eurirs hanno registrato un incremento (l'unica eccezione è stata rappresentata dall'Euribor a 1 mese, rimasto sostanzialmente invariato). Il movimento è stato più intenso per le scadenze a 6 e 12 mesi dell'Euribor e per i tassi Eurirs a 2 e 5 anni in quanto maggiormente correlati alle aspettative di politica monetaria.

Nella riunione di fine aprile la BCE ha discusso la possibilità di un rialzo, optando poi all'unanimità per la stabilità dei tassi a fronte di informazioni ritenute ancora insufficienti sui fattori cruciali (durata della crisi, intensità della propagazione, ricadute salariali) e lasciando intendere, al tempo stesso, che una stretta potrebbe essere attuata alla riunione dell'11 giugno. Nel comunicato è stato ribadito che i dati restano "sostanzialmente in linea con la valutazione precedente", ma si è segnalata un'intensificazione dei rischi al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita, aggiungendo che il Consiglio direttivo "seguirà attentamente la situazione".

La successiva pubblicazione del CPI di aprile ha quindi rafforzato significativamente le attese per una più energica azione di contrasto al caro-vita da parte dell'autorità monetaria: i prezzi al consumo hanno mostrato infatti un'ulteriore accelerazione a +3% a/a (massimo da settembre 2023, imputabile quasi esclusivamente al +10,9% dell'energia), provocando poi dichiarazioni favorevoli a un rialzo anche da parte di membri BCE notoriamente poco inclini a un atteggiamento restrittivo. Tale rimodulazione delle aspettative ha quindi determinato un deciso aumento dei tassi di breve e medio periodo.

I tassi Eurirs a 10 e 30 anni hanno invece risentito principalmente del rischio geopolitico: a due mesi e mezzo dall'inizio della guerra, i negoziati tra Stati Uniti e Iran risultano intermittenti, con tensioni altalenanti e lo stretto di Hormuz ancora di fatto paralizzato, mentre permane il rischio di escalation militare. L'influenza negativa di questo stallo sulla sicurezza energetica ha portato a incamerare la possibilità di un'inflazione strutturalmente più elevata nei tassi a lungo termine, i quali si sono al contrario mostrati decisamente meno sensibili alle aspettative di un rallentamento dell'attività economica.

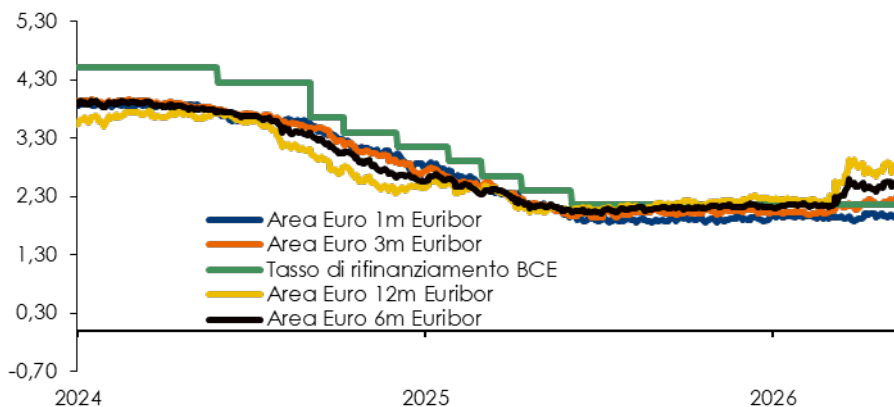
Prospettivamente ci attendiamo che la BCE effettui un primo rialzo a giugno, un secondo entro settembre e un terzo entro marzo 2027. Per i tassi Eurirs si dovrebbe profilare invece un andamento leggermente crescente fino alla parte finale del 2026, che dovrebbe invertirsi poi a cavallo d'anno fino a un ritorno sui livelli attuali nel 1° trimestre 2027. Dato questo quadro previsivo, riteniamo dunque preferibile l'indebitamento a tasso fisso rispetto a quello a tasso variabile.

Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30 anni

Positivi	Negativi*
Tasso fisso	Tasso variabile

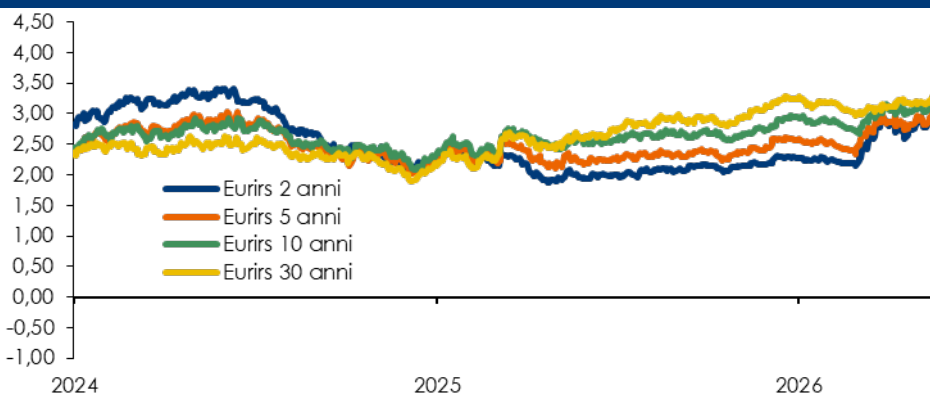
Nota: * L'eventuale opportunità di ristrutturazione è legata alle condizioni dello specifico mutuo di cui si è titolari e a quelle alternative, nonché ai costi dell'operazione. Fonte: Research Department Intesa Sanpaolo

I tassi Euribor e il tasso di rifinanziamento della BCE



Fonte: Bloomberg

I tassi swap (Eurirs)



Fonte: Bloomberg

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo S.p.A., 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 S.p.A. 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 S.p.A., senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo S.p.A. 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).

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 e FactSet. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 da Research Department di Intesa Sanpaolo S.p.A. e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A., all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., 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 S.p.A., attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Verrà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo S.p.A., (<https://www.intesasanpaolo.com/it/business/mercati.html>).

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 sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A., all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con 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, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di

strumenti finanziari, e le società del loro 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. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

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 da Research Department di Intesa Sanpaolo S.p.A.

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 da Research Department di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A..

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo S.p.A. Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Chiara Mascia
Fulvia Risso

Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi