

CBRE RESEARCH | ITALIA

REAL ESTATE MARKET OUTLOOK 2020

ITALIA





Il 2019 è stato un anno brillante per il mercato immobiliare italiano e ci sono tutti i presupposti per pensare che anche il 2020 avrà un'ottima performance viste le condizioni favorevoli della congiuntura, a partire dai tassi, e la forte attenzione degli investitori stranieri per il nostro Paese.

Per capire dove possiamo arrivare, tuttavia, è essenziale comprendere qual è stato il percorso degli ultimi mesi e, soprattutto, quali sono stati i fattori che hanno portato il real estate commerciale a chiudere il miglior anno di sempre, con transazioni complessive di oltre 12 miliardi di euro.

Innanzitutto ha giocato un ruolo cruciale il forte allentamento monetario deciso dalle principali banche centrali mondiali tra fine 2018 e inizio 2019, che ha creato le condizioni ideali per gli investimenti immobiliari.

In secondo luogo, in Italia, con il cambio di Governo sono venuti meno i timori e le incertezze legati a una possibile uscita dall'Europa: anche questo è stato un elemento importante. Infine, c'è stata una fortissima crescita del settore Hotels, in cui le transazioni sono triplicate, raggiungendo quota 3,3 miliardi, anche per il maxi acquisto da parte di Lvmh degli hotel di Belmond, buona parte dei quali è in Italia. In realtà, nel segmento alberghiero, il nostro Paese sta vivendo un cambiamento strutturale – con un forte incremento dei quattro e cinque stelle grazie a brand come Mandarin, Four Seasons, Hyatt o Accor, tutti molto focalizzati sulla qualità – che sta iniziando a riflettersi nei numeri. Se a ciò associamo l'aumento del turismo e le dimensioni ancora ridotte di questo settore è presto spiegato perché l'Italia nel 2019 abbia segnato uno tra i maggiori incrementi europei con un +37% a fronte di un anno per lo più

stagnante per il Vecchio Continente. Numeri alla mano, l'anno scorso il segmento alberghiero ha determinato oltre metà della crescita di tutto il mattone tricolore.

Un altro contributo è arrivato dagli uffici, che hanno registrato una performance record a Milano, che vale il 70% circa di tutto il mercato italiano: sul capoluogo lombardo continua a esserci grandissimo interesse, con prezzi in salita e rendimenti bassi vista la scarsità dell'offerta. Anche per questo vediamo ulteriori spazi di crescita.

Gli altri settori? La logistica ha brillato grazie anche alla spinta dell'e-commerce; il retail ha sofferto, anche se meno rispetto ad altri Paesi europei, pagando in parte lo scotto dovuto al calo dei consumi; il residenziale ha scontato ancora la quasi totale assenza di istituzionali, ma il loro interesse sta progressivamente aumentando e riteniamo che questo settore vedrà tassi di crescita importanti nel prossimo futuro.

Che cosa dobbiamo aspettarci dunque dal 2020? A livello generale lo stimiamo in linea con il 2019, che è stato un anno ottimo, con un'attività d'investimento forse anche più sostenuta. Del resto la pipeline degli investimenti è importante: hotel, uffici e logistica daranno un contributo significativo ma anche il residenziale e il retail, che potrebbe sfruttare le ristrutturazioni in corso da parte di alcuni dei principali operatori, faranno la loro parte.

C'è un'ultima considerazione, non meno importante delle precedenti. Gli stranieri giocano un ruolo preponderante sul mercato italiano - realizzano tre investimenti su quattro e valgono 8-9 miliardi l'anno – che tuttavia resta di dimensioni ridotte perché continuano a mancare all'appello gli investitori italiani. Il risparmio nel nostro Paese è elevatissimo e se solo si riuscisse a canalizzarlo, rendendolo "evoluto", il mercato immobiliare cambierebbe davvero marcia.

Alessandro Mazzanti, CEO CBRE Italy

PAG 6

OUTLOOK ECONOMICO

Le politiche commerciali protezionistiche hanno continuato a frenare la crescita nel 2019 e, nonostante la recente evoluzione positiva, costituiscono la principale fonte di incertezza su una possibile ripresa economica internazionale nel 2020. In Europa, il sostegno monetario continuerà nel 2020 e le condizioni del credito rimarranno favorevoli, lo stimolo fiscale alla domanda è atteso in forte crescita nei principali Paesi e gli effetti negativi di shock settoriali sulla manifattura tenderanno a esaurirsi. In Italia è atteso un modesto rafforzamento della crescita in assenza di nuove tensioni politiche e sui mercati obbligazionari.

PAG 16

OUTLOOK INVESTIMENTI

Il 2019 segna un netto cambio di passo rispetto al 2018. La crescita dei volumi riflette il grande potenziale del mercato immobiliare italiano in un contesto di crescita di liquidità sui mercati globali. L'intensificazione della *pipeline* degli sviluppi costituirà il principale *driver* della crescita del mercato nei settori più dinamici, favorendo il consolidamento di *player* internazionali nel mercato italiano attraverso la creazione di nuovo prodotto.

PAG 22

OUTLOOK UFFICI

Nel corso 2020 si prevede, per Roma e Milano, la conferma dei trend di compressione dei rendimenti e crescita dei canoni *prime*, mentre i settori del *business services* e *flexible space* consolideranno le già consistenti *share* di assorbimento. Milano assisterà al completamento di importanti progetti mentre a Roma si creeranno i presupposti per l'incremento delle attività di riqualificazione.

PAG 28

OUTLOOK RETAIL

La contrazione degli investimenti che ha accomunato il mercato retail italiano e quello degli altri paesi europei nasce da un indietreggiamento degli investitori istituzionali a scala globale. La ridotta competizione in questo settore lascia aperte importanti opportunità legate alle specificità dei contesti locali. Resta alto l'interesse nei confronti dei mercati primari del segmento *high street*.

PAG 34

OUTLOOK LOGISTICA

L'ingresso di nuovi *player* internazionali e l'intensificazione della *pipeline* di sviluppi aprono la strada a un nuovo ciclo di investimenti nella logistica per l'Italia. L'espansione dei mercati secondari rappresenta una delle maggiori opportunità per investitori e *developer*.

PAG 38

OUTLOOK RESIDENZIALE

Il successo globale del *multifamily* porta finalmente a parlare di mercato residenziale istituzionale anche in Italia. I grandi sviluppi urbani delle città metropolitane puntano a rispondere alla domanda di una popolazione giovane, in costante crescita e alla ricerca di soluzioni abitative flessibili.

PAG 44

OUTLOOK HOTELS

Un anno record per gli investimenti nel settore alberghiero in Italia che, con circa 3,3 miliardi di Euro di volume transato nel 2019, ha più che raddoppiato i risultati dell'anno precedente, diventando il secondo settore immobiliare in cui investire in Italia dopo gli uffici. Il 2020 si prospetta un anno altrettanto promettente, benché difficilmente in grado di pareggiare i risultati eccezionali del 2019. Il volume dell'anno appena trascorso è stato trainato infatti dalla vendita di alcuni portafogli alberghieri a valori record, insoliti per il mercato alberghiero italiano.

PAG 50

OUTLOOK NPLs

Il 2019 ha certificato i trend e il rilievo internazionale raggiunto dal mercato italiano relativo ai crediti deteriorati: il volume di transazioni si conferma ancora oltre la media quinquennale, con un'incidenza in crescita sul segmento dei secured UTP

PAG 54

OUTLOOK SOSTENIBILITÀ

Le più alte istituzioni del pianeta stanno mettendo in atto processi per fare convergere verso comportamenti sostenibili tutte le attività umane, favorendo una visione nuova, che chiede di ripensare sia la produzione industriale sia il nostro sistema finanziario. In questo contesto, il vantaggio competitivo offerto dagli immobili sostenibili agli investitori diventerà un elemento sempre più attraente, fino a diventare la norma nel mondo a venire.

OUTLOOK ECONOMICO

OUTLOOK ECONOMICO

L'ECONOMIA GLOBALE

CRESCITA ANCORA DEBOLE A CAUSA DEI CONFLITTI COMMERCIALI. ALCUNI SEGNI DI STABILIZZAZIONE A FINE ANNO

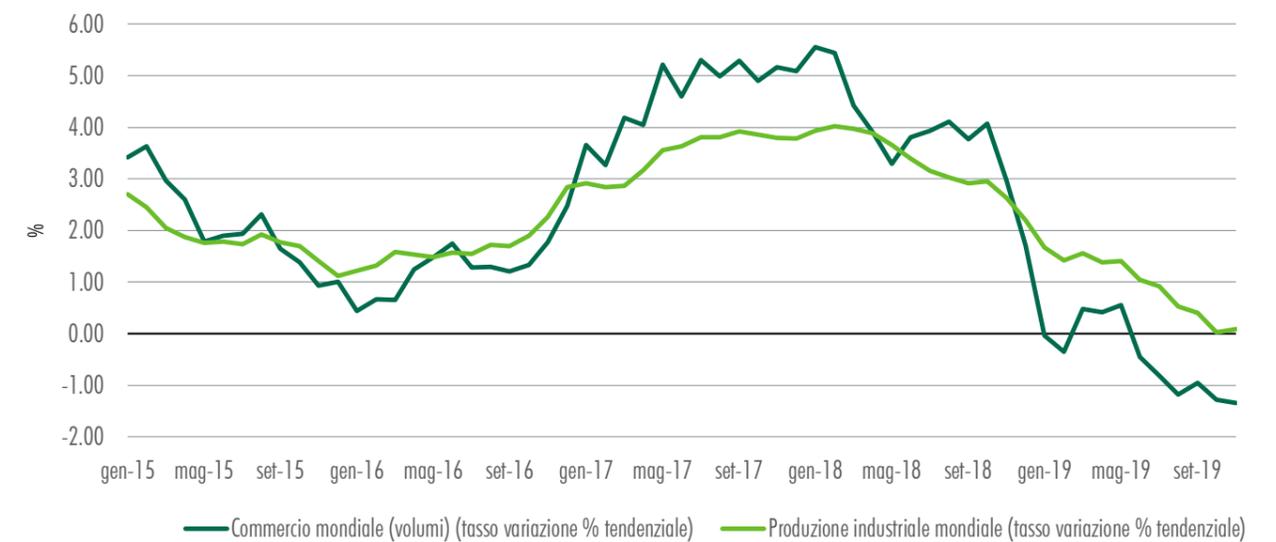
Nel 2019 l'economia mondiale ha registrato un rallentamento superiore alle previsioni, portandosi ai livelli minimi del periodo post-crisi finanziaria: la crescita economica globale è stata del 2,4% (fonte: Banca Mondiale), con una contrazione significativa rispetto al 2018 (che aveva invece visto una crescita del 3,0%); la crescita della produzione industriale si è progressivamente ridotta nel corso dell'anno (0,3% su base annuale a novembre, fonte: CPB World Trade Monitor); il tasso di crescita del volume del commercio mondiale si è ridotto a 1,4% (fonte: Banca Mondiale); l'indice J.P. Morgan Global Manufacturing PMI è sceso sotto 50 nel corso dell'anno segnalando una prospettiva di ulteriore contrazione del settore manifatturiero, tuttavia a fine anno c'è stato un segnale di recupero.

La perdita di slancio della crescita nel 2019 ha riguardato i principali Paesi e tutte le aree geografiche ed è stata caratterizzata

da una comune contrazione della produzione industriale, associabile principalmente ai seguenti fattori:

- contrazione della produzione e delle vendite del settore automobilistico, determinata da fattori fiscali (effetti fiscali sul settore in Cina), dall'innovazione tecnologica legata ai nuovi standard sulle emissioni in Europa e dall'assetto "wait and see" dei consumatori, dovuto all'aspettativa di ulteriori futuri cambiamenti delle caratteristiche dei prodotti;
- le decisioni di politica commerciale dell'amministrazione Trump e le conseguenti ritorsioni dei partner che, nel corso dell'anno, hanno determinato una contrazione della produzione industriale di beni capitali finali e intermedi e un aumento dei prezzi di questi ultimi. Il Business Confidence Index (fonte: OCSE) è sceso sotto il livello critico di 100. Questi effetti sono stati particolarmente evidenti in Germania e Giappone, dove la produzione industriale si è ridotta, mentre in Cina e Regno Unito si è verificato un forte rallentamento della crescita;
- contrazione della domanda aggregata in Cina come conseguenza delle misure tendenti a fronteggiare il conflitto commerciale con gli Stati Uniti.

PRODUZIONE INDUSTRIALE MONDIALE E COMMERCIO MONDIALE



Fonte: CPB World Trade Monitor, Nov. 2019.
Produzione industriale e commercio mondiale: media mobile su tre mesi del tasso di variazione.

Nel 2019 crescita del PIL e del commercio mondiale più bassa dal 2010. A fine anno primi effetti delle politiche monetarie espansive sulle aspettative degli investitori.

Negli ultimi due mesi dell'anno si è verificato un sensibile miglioramento dell'indice Sentix della fiducia economica globale, determinato dai segni di distensione nella controversia USA-Cina e dall'affermarsi di un indirizzo di politica monetaria globale fortemente accomodante e di politiche di bilancio sempre più espansive. Questi fattori potrebbero concorrere a segnare il punto di svolta inferiore della recente debolezza della congiuntura internazionale.

OUTLOOK GLOBALE 2020: ANCORA DEBOLI LE ECONOMIE AVANZATE, POSSIBILE RECUPERO DEI PAESI EMERGENTI, REGIME MONETARIO E FISCALE GLOBALE ANCORA ESPANSIVO.

A fine 2019 si sono manifestati alcuni segnali di composizione del conflitto commerciale USA-Cina, tuttavia per il 2020 permangono rischi al ribasso sulla crescita mondiale, legati a fattori geopolitici (USA-Iran), alle tensioni protezionistiche ancora in atto, ai possibili effetti della Brexit e alla persistente debolezza di alcune economie emergenti (ad esempio Argentina, Venezuela e Iran). Nel medio termine, si prevede che la crescita globale aumenterà solo

lievemente per effetto di una moderata ripresa delle economie emergenti, ripresa che potrà compensare la persistente debolezza delle economie avanzate e della Cina. Dopo essere scesa al 2,9% nel 2019, la crescita globale dovrebbe riprendersi, raggiungendo il 3,3% nel 2020 e il 3,4% entro il 2021, secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale (FMI). Dopo la contrazione del 2019, il commercio globale dovrebbe registrare una crescita significativa (2,9%) nel 2020 e una ulteriore ripresa nel 2021 (3,7%), in presenza di una normalizzazione delle relazioni commerciali tra diversi Paesi, sempre secondo le stime del FMI (per le stime di BCE e Banca Mondiale si veda la Tabella 1).

Come conseguenza del deterioramento della crescita nel 2019, delle prospettive economiche per il 2020-2021 e della conseguente riduzione dell'inflazione effettiva e attesa, la Federal Reserve, la BCE e le Banche Centrali degli altri principali Paesi hanno modificato l'indirizzo della politica monetaria in direzione molto più espansiva di quanto programmato. Nel 2019, sedici Banche Centrali hanno ridotto i tassi di policy e si è pertanto avviata una tendenza alla riduzione dei tassi d'interesse a tutte le scadenze, tendenza che ha riguardato anche i rendimenti a lungo termine dei titoli sovrani dei principali Paesi. La valutazione prevalente oggi tra le principali Banche Centrali è che i tassi si manterranno intorno agli attuali livelli molto bassi anche nel 2020; si stima infatti che i tassi di equilibrio di lungo periodo permarranno intorno all'attuale minimo storico. Il sostegno di politica monetaria e fiscale all'attività economica nelle principali economie dovrebbe pertanto mantenersi su livelli elevati, contribuendo a contrastare le tendenze recessive e sostenendo i prezzi nei mercati delle attività, come peraltro già avvenuto nel corso del 2019.

L'ECONOMIA EUROPEA:

CRESCENTE SOSTEGNO MONETARIO E FISCALE ALL'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel corso del 2019 la crescita economica dell'Area Euro si è ridotta, raggiungendo il livello più basso dal 2013, e realizzando, su base annua, un tasso di crescita reale stimato dell'1,2% (fonte: BCE). La contrazione ha riguardato particolarmente la Germania,

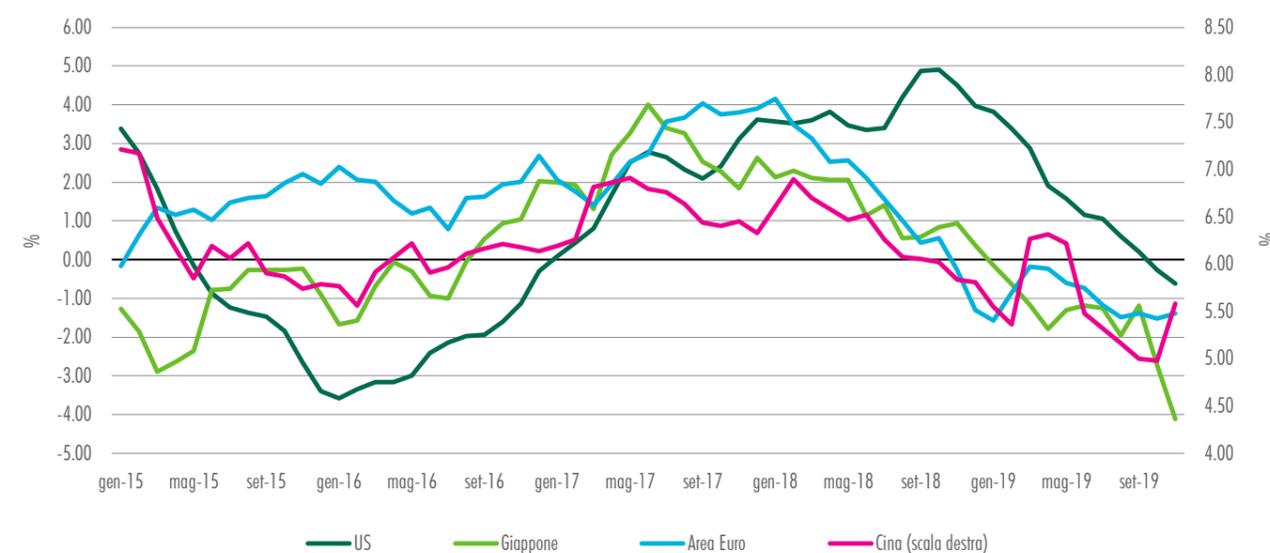
TABELLA 1: PREVISIONI SULL'ANDAMENTO DELLA CRESCITA MONDIALE

FONTE	AGGREGATO	2019	2020	2021
FMI	PIL reale mondiale	2.9	3.3	3.4
	Volumi commercio mondiale	1.0	2.9	3.7
BM	PIL reale mondiale	2.4	2.5	2.6
	Volumi commercio mondiale	1.4	1.9	2.5
BCE	PIL reale mondiale - Esclusa l'Euro area	2.9	3.1	3.3
	Volumi commercio mondiale - Esclusa l'Euro area	0.0	0.8	2.4

Tasso di variazione percentuale annuale

mentre in Francia e Spagna si è registrato un primo segnale di stabilizzazione nella seconda parte dell'anno. Dopo l'accenno di recessione manifestatosi a fine 2018, anche l'Italia ha realizzato un lieve recupero negli ultimi 2 trimestri del 2019. Il rallentamento ha riguardato in particolare il settore manifatturiero e ha determinato una frenata degli investimenti. Anche il rallentamento europeo, come quello globale, è spiegabile con la debolezza del commercio globale in un quadro internazionale di grande incertezza, determinata dal crescente protezionismo, dal rallentamento della crescita in Cina e dalla Brexit *no-deal*. Insieme alla crescita, anche il tasso d'inflazione europeo (HICP, totale) è sceso, passando dall'1,4% (annuo) del primo trimestre 2019 all'1% del quarto trimestre.

PRODUZIONE INDUSTRIALE NEI PRINCIPALI PAESI



Fonte: CPB World Trade Monitor, Nov. 2019
Produzione industriale: media mobile su tre mesi del tasso di variazione tendenziale.



Europa 2019: flessione della crescita e dell'inflazione. Politica monetaria fortemente accomodante. Anche la politica fiscale farà la sua parte?

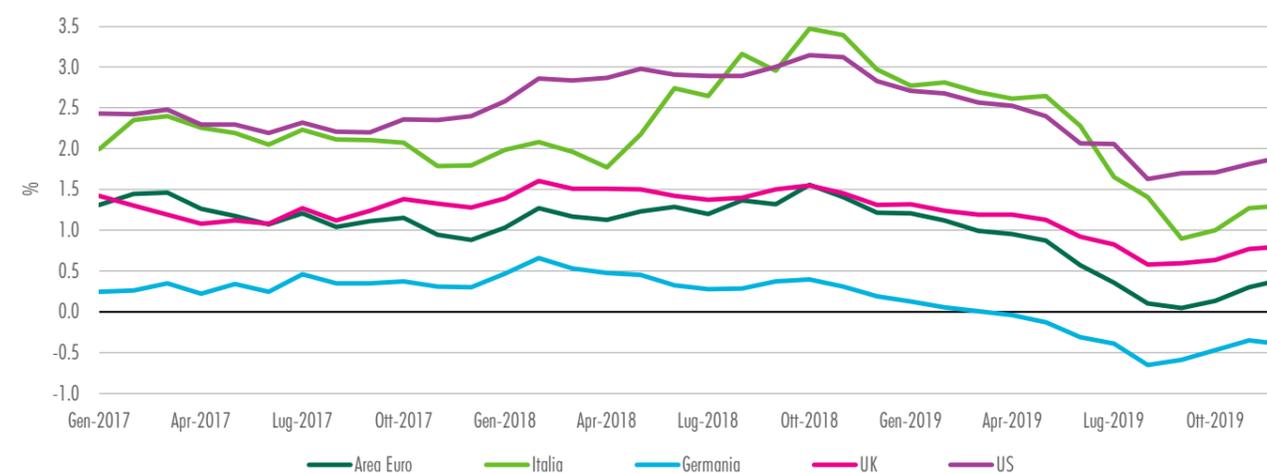
La flessione congiunta di inflazione e crescita ha determinato una politica monetaria fortemente accomodante, tendente a favorire la ripresa. In effetti, la BCE ha adottato un ampio pacchetto di misure espansive, necessarie per contrastare i rischi ciclici. Nella prima metà dell'anno i tassi di interesse a lungo termine hanno confermato la tendenza a diminuire iniziata a fine 2018; successivamente sono aumentati, in linea con i tassi di USA e Regno Unito. La recente tendenza all'aumento è stata determinata dai primi segnali di stabilizzazione del rallentamento economico.

Dopo la pausa di fine 2018, i prestiti a imprese e famiglie hanno ripreso la lunga fase di crescita iniziata nel 2014, pur con importanti differenze tra Paesi. I prestiti sono sostenuti da condizioni complessive del credito favorevoli; la media dei tassi d'interesse sui nuovi prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha confermato anche nel 2019 un livello eccezionalmente basso.

In una situazione nella quale la politica monetaria ha fatto quanto possibile per contrastare il rallentamento economico, i governi europei che dispongono di margini fiscali (in virtù di livelli bassi di debito e di favorevoli condizioni di finanziamento) hanno iniziato ad attuare politiche di bilancio espansive. Il deficit pubblico totale dell'Area è passato da 0,5 del PIL nel 2018 a 0,7 nel secondo trimestre 2019. L'avanzo primario si è ridotto, nello stesso periodo, da 1,3% a 1%. Questo come conseguenza di riduzioni delle

imposte dirette in Francia e Olanda, di maggiori trasferimenti e investimenti pubblici in Italia e Germania, e maggiori consumi pubblici in Germania, Olanda e Spagna.

TASSI DI INTERESSE A 10 ANNI SUI TITOLI DI STATO



Fonte: OCSE (dic. 2019).

OUTLOOK EUROPA 2020: ANNO DI SVOLTA DEL RALLENTAMENTO INIZIATO NEL 2017?

Le più recenti proiezioni della BCE sulla crescita dell'Area Euro nel 2020 prevedono un tasso di crescita del PIL reale su base annua dell'1,1%, cui dovrebbe seguire una ripresa (1,4%) nel 2021 e 2022. Il 2020 dovrebbe pertanto essere l'anno di svolta del rallentamento iniziato nel 2017. Nel corso del 2020 continueranno a operare alcuni dei fattori negativi che hanno rallentato la crescita negli ultimi due anni; tuttavia essi dovrebbero essere compensati da una politica fiscale più espansiva, dalla politica monetaria ancora accomodante, da condizioni del credito molto favorevoli, dai primi segnali di stabilizzazione del settore manifatturiero (l'indice PMI è in moderato recupero) e dagli effetti patrimoniali dell'andamento positivo dei mercati delle attività (azionario e obbligazionario) nell'ultimo anno. In particolare, il deficit pubblico totale dovrebbe aumentare nel 2020 e 2021 passando rispettivamente allo 0,9% e 1,1% del PIL, mentre il deficit strutturale dovrebbe raggiungere l'1,3% nel 2020 e l'1,5% nel 2021.

Nel 2020, il tasso di disoccupazione si attende in contrazione (7,4%), mentre l'inflazione dovrebbe dare il primo segnale di ripresa su base annua (1,4%, escludendo energia). Infine, è prevista una contrazione del costo del lavoro associata a un progressivo aumento della produttività.

La recente evoluzione positiva della trattativa commerciale tra USA e Cina e la svolta politica intervenuta nella vicenda della Brexit potrebbero contribuire a ridurre il quadro di incertezza che appesantisce l'economia.

L'ECONOMIA ITALIANA

CRESCITA DEBOLE MA POSITIVA NEL 2019. SPREAD E TASSI IN CALO. MIGLIORAMENTO ATTESO PER IL 2020.

Nel 2019 il tasso di crescita annuale del PIL italiano è tornato positivo e dovrebbe assestarsi sullo 0,2% a fine anno (stime Istat, gennaio 2020), un valore superiore alle previsioni iniziali che conferma tuttavia la debolezza della crescita dell'economia italiana manifestatasi nel 2018; tale debolezza riflette principalmente il

rallentamento globale ed europeo. Esistono tuttavia alcuni segnali positivi. Grazie alla reintroduzione degli incentivi fiscali, gli investimenti hanno registrato un andamento positivo e, nonostante la contrazione del commercio mondiale, le esportazioni sono aumentate (2,1% su base annua nei primi 11 mesi dell'anno, dati Istat). Nell'ultimo trimestre dell'anno il clima di fiducia delle imprese è migliorato, mentre la fiducia dei consumatori permane stabile, su livelli buoni. Nei mesi centrali dell'anno gli afflussi di capitali dall'estero sono cresciuti significativamente, evidenziando una ripresa della fiducia degli investitori sulla stabilità del Paese. Il mercato del lavoro mostra una buona tenuta e segnali positivi a fine anno: l'occupazione, in aumento nell'ultimo dato del mese di novembre (1,2% su base annua), registra i massimi storici dal 1997, e il tasso di disoccupazione è stabile al 9,7% a fine anno (fonte: Banca d'Italia).

Dopo il forte aumento dello spread BTP-Bund e dell'Indice

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA EURO

AGGREGATO	2019	2020	2021	2022
PIL reale	1.2	1.1	1.4	1.4
Consumi privati	1.3	1.4	1.3	1.2
Consumi PA	1.5	1.6	1.5	1.5
Investimenti	4.5	1.7	1.9	2.1
Occupazione	1.1	0.6	0.5	0.4
Disoccupazione	7.6	7.4	7.2	7.1
HICP	1.2	1.1	1.4	1.6
HICP (esclusa energia)	1.2	1.4	1.5	1.6
Costo del lavoro per unità di prodotto	2	1.5	1.4	1.4
Produttività del lavoro	0.1	0.6	0.9	1
Deficit pubblico (% del PIL)	-0.7	-0.9	-1.1	-1.1
Debito pubblico (% del PIL)	84.5	83.4	82.3	81.1

Variazione percentuale annua (Dicembre 2019).
Fonte: ECB.

Nel 2019 forte contrazione dei tassi decennali e dello spread. Permane la debolezza del ciclo manifatturiero che pesa sulla crescita.

d'incertezza della politica economica italiana nel 2018 (Indice EPU, fonte: Fred Federal Reserve), a inizio 2019 entrambi gli indicatori hanno registrato una sensibile contrazione, con una riduzione del premio per il rischio sui titoli governativi. La riduzione realizzata nel primo semestre è riconducibile al riallineamento ai vincoli europei della politica di bilancio del primo governo Conte. Nel secondo semestre la formazione del nuovo governo ha rassicurato i mercati sulla stabilità politica del Paese e sull'affidabilità europeista dello stesso. I rendimenti dei BTP si sono ridotti di 260 p.b tra ottobre 2018 e ottobre 2019, contribuendo a migliorare il quadro dei conti pubblici. Per effetto dell'espansione monetaria attuata dalla BCE, nello stesso periodo il rendimento dei Bund si è ridotto di circa 100 p.b, di conseguenza la contrazione dei rendimenti decennali italiani, imputabile all'abbassamento del premio per il rischio (principalmente rischio di Italexit e bilancio pubblico), è stata di circa 160 p.b. Nel corso dell'anno, il costo medio dei nuovi prestiti bancari alle imprese e dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è lievemente diminuito, rispecchiando la riduzione dei tassi di mercato. Nella prima parte dell'anno si è invece verificato un lieve inasprimento dei criteri di offerta sui prestiti alle imprese, ascrivibile all'aumento del rischio connesso con il peggioramento del quadro economico.

2019: IN CALO SPREAD E INCERTEZZA SULLA POLITICA ECONOMICA



Fonte: FRED Economic Data; OCSE (Nov 2019).

OUTLOOK 2020: SEGNALI DI USCITA DALLA FASE PIÙ CRITICA. CRUCIALE IL RUOLO DELLA POLITICA NEI PROSSIMI MESI

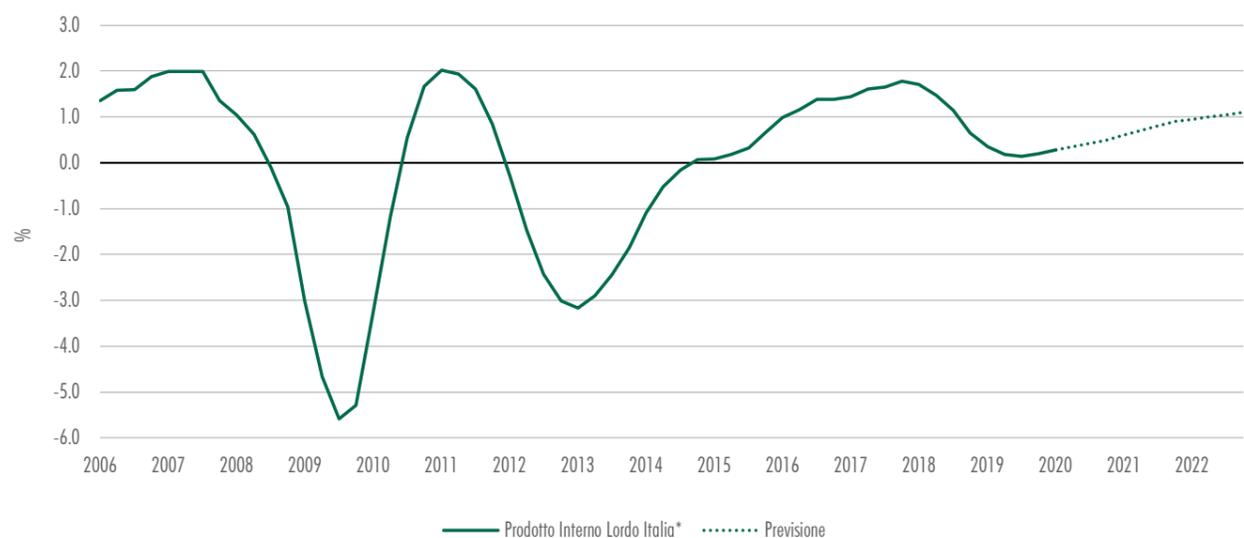
Per il 2020 è ragionevole attendersi un graduale rafforzamento del commercio mondiale e la stabilizzazione della crescita internazionale, sostenuta da politiche fiscali e monetarie accomodanti e da un progressivo allentamento delle tensioni commerciali. Secondo le proiezioni macroeconomiche elaborate dalla Banca d'Italia, questo quadro prefigura un rafforzamento della crescita del PIL italiano, che si porterebbe allo 0,5% nel 2020, allo 0,9% nel 2021 e all'1,1% nel 2022 (Proiezioni Macroeconomiche per l'Italia, dicembre 2019). Sempre secondo le Proiezioni Macroeconomiche per l'Italia (dicembre 2019), i costi eccezionalmente bassi del finanziamento a famiglie e imprese e le condizioni favorevoli del credito sosterranno i consumi delle famiglie (+0,8%) e gli investimenti in beni strumentali (+0,4%); tuttavia, l'accumulazione del capitale si manterrebbe su livelli più bassi rispetto a quelli osservati nell'ultimo triennio, a causa della

persistente debolezza della domanda. Le esportazioni dovrebbero aumentare (+1,7%) in linea con la crescita moderata della domanda estera per i prodotti italiani. L'occupazione dovrebbe espandersi a un tasso vicino a quello del PIL (+0,4%). L'inflazione è attesa a un livello invariato nel 2020, con aumenti significativi solo nel biennio 2021-2022, in linea con la crescita della produzione.

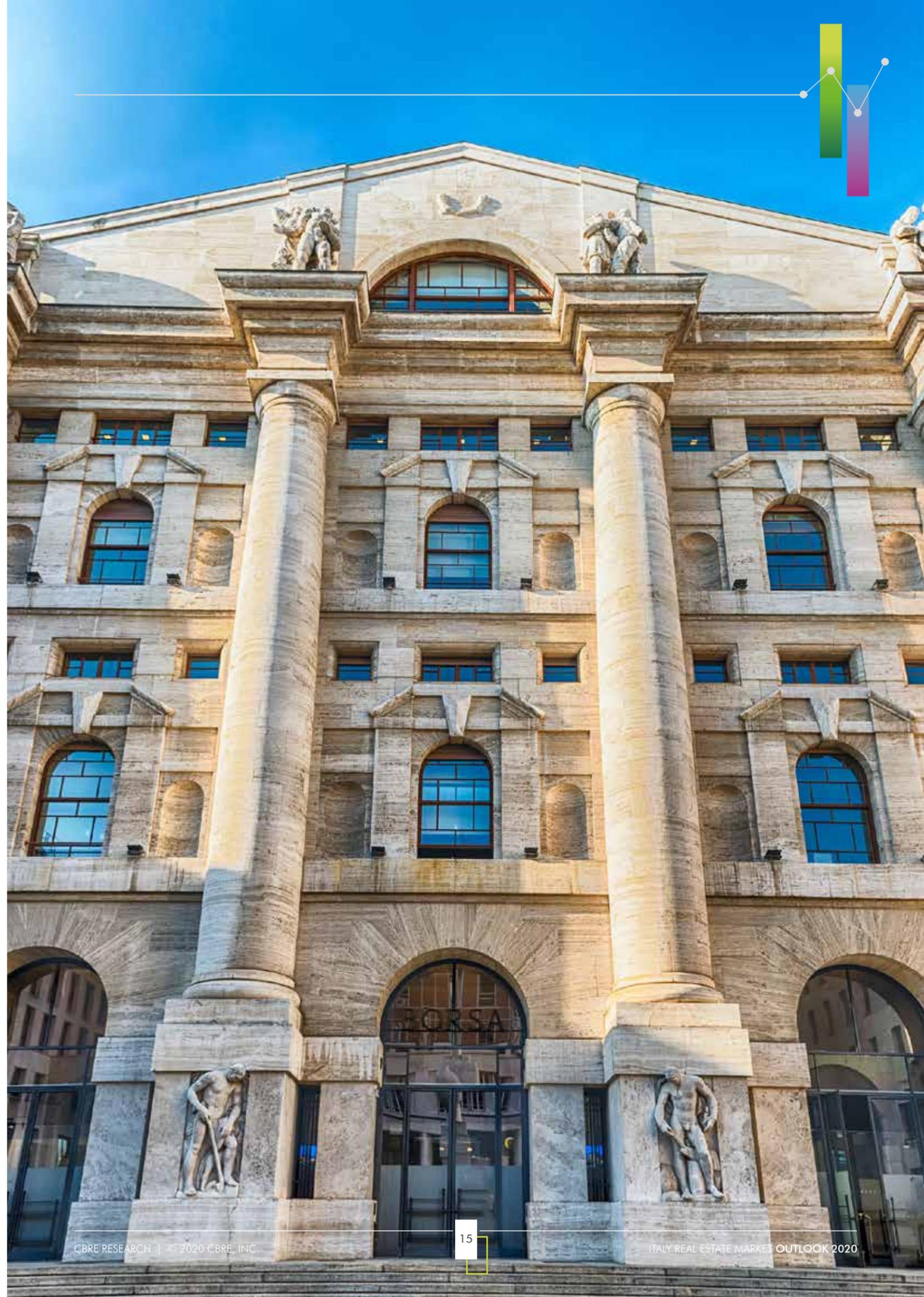
Su questa view moderatamente positiva pesano tuttavia numerosi fattori di incertezza, con rischi al ribasso elevati, legati alla fragilità del quadro internazionale, all'esito delle trattative commerciali in corso, alla ripresa ancora debole delle economie avanzate e della Cina.

Sul piano interno permangono alcune incognite sul futuro del governo e sulla politica di bilancio, i cui indirizzi sono ancora incerti a causa dell'elevata conflittualità tra i partiti; le ripercussioni di una ripresa dell'incertezza politica sui mercati finanziari, sul credito, sugli investimenti esteri e interni potrebbero essere molto negative.

PRODOTTO INTERNO LORDO ITALIA



*Dati trimestrali destagionalizzati. Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. Media mobile su 4 trimestri. Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.



OUTLOOK INVESTIMENTI

OUTLOOK INVESTIMENTI

2019, NUOVO RECORD DI INVESTIMENTI. OUTLOOK 2020 POSITIVO

I volumi di investimento record del 2019 raccontano una storia di successo per il commercial real estate Italiano. Le sfide con cui si era aperto lo scorso anno non hanno impedito agli investitori di puntare sull'Italia, nonostante un clima di rallentamento dell'economia globale e l'inasprimento dei conflitti internazionali. Il volume degli investimenti in Italia si attesta infatti a 12,3 miliardi di euro totali, con una crescita del 37% sul 2018 e del 6% sul 2017 (che deteneva il precedente record con 11,2 miliardi di euro di investimenti). Il settore Hotels si attesta sui 3,3 miliardi di euro, registrando un record di crescita del 141%. È record anche per il settore Uffici, che raggiunge quasi 5 miliardi di euro, con una crescita del 47% rispetto al 2018; di questi, oltre 3,6 miliardi sono stati investiti a Milano. La città di Milano, con volumi pari a quasi 4,6 miliardi di euro di investimenti, detiene da sola quasi il 40% delle quote di mercato. Il settore della Logistica supera 1,3 miliardi di euro di volumi di investimento, con una crescita del 22% rispetto

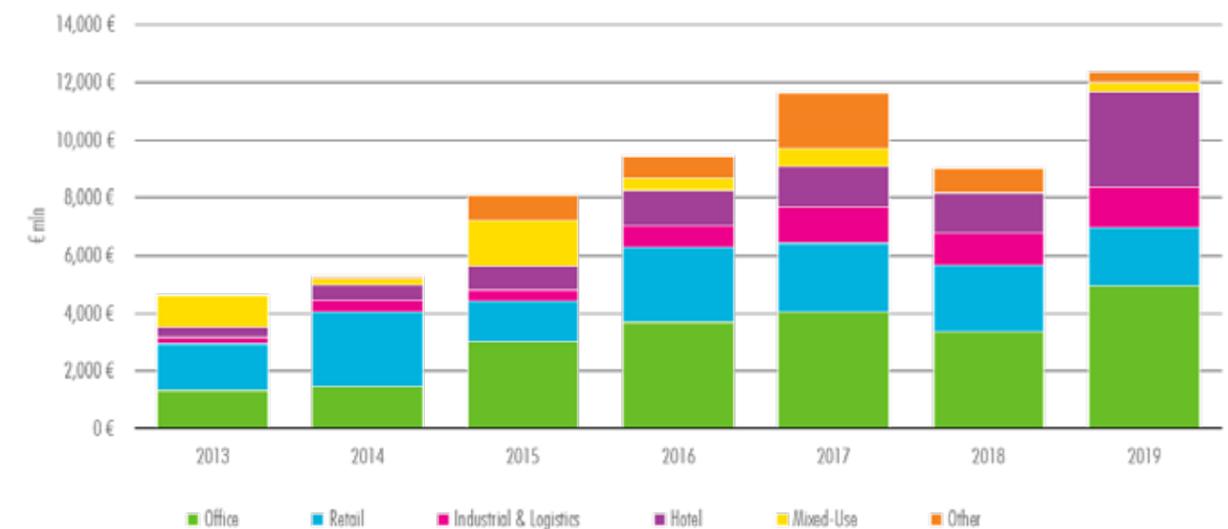
al 2018. In leggero calo la performance del Retail, con transazioni per quasi 2 miliardi di euro (-13% rispetto al 2018), dimostrando comunque una buona resilienza rispetto a una dinamica europea più critica (-26%).

La crescita del 2019 è guidata da un aumento dei capitali esteri sul mercato italiano (responsabili per oltre il 73% dei volumi di investimento), a fronte di una sostanziale stabilità del contributo degli investitori domestici, tra quali si riscontra un limitato apporto di capitali privati.

L'ulteriore aumento di liquidità dovuto ai bassi tassi di interesse sui depositi presso la BCE, il proseguimento del processo di alleggerimento dei crediti deteriorati detenuti dagli istituti bancari e la riduzione delle tensioni politiche hanno sicuramente favorito la crescita dei volumi di investimento nel settore durante il 2019. Tuttavia, crediti non performanti e incertezza politica continuano a essere gli elementi più critici del contesto italiano, causa ed effetto di una prolungata fase di stagnazione economica con forti ricadute sul mercato del real estate.

Nonostante le buone performance del 2019 siano riuscite a collocarsi anche in un contesto macroeconomico non ottimale, il rallentamento dell'economia globale previsto per i prossimi mesi potrebbe far emergere ulteriori elementi di criticità, in particolare a causa della preponderante componente di capitali esteri che ha caratterizzato gli investimenti dell'attuale ciclo. Dal 2013 al 2019 i

VOLUME INVESTIMENTI



Fonte: CBRE Research, 2019.

L'outlook 2020 è positivo, tuttavia tra i principali ostacoli rimane centrale il tema della disponibilità di prodotto, rispetto a cui ci si aspetta nel prossimo anno un'intensificazione delle operazioni *value-added* in *core location* nelle *asset class* più strategiche.

capitali esteri hanno infatti pesato in media per il 70% sul totale del volume degli investimenti in Italia.

Il 2019 è stato caratterizzato anche da una contenuta flessione dei volumi di investimento nei mercati europei che segnano un -1,9%. Le ragioni di questa riduzione sembrano essere legate prevalentemente a una fase di stabilizzazione all'interno dell'attuale ciclo, caratterizzata da una certa scarsità di prodotto che ha portato a una riduzione del numero di grandi transazioni di portafoglio in Spagna (che segna un calo di volumi del 60%) e Paesi Bassi (che segna volumi stabili con un +1,0%). Per la prima volta, dunque, il livello dei volumi italiani supera quello della Spagna (12,1 miliardi di euro). Sicuramente l'incertezza legata alla Brexit ha pesato sui volumi UK, in calo del -18,9%. Francia e Germania hanno mostrato invece una dinamica positiva dei volumi segnando, rispettivamente, +11,7% e +8,0%.

Durante il primo semestre del 2019, nonostante condizioni di contorno non ottimali (in particolare, la conflittualità tra istituzioni europee e governo italiano e l'ombra di una possibile Italexit), i volumi di investimento sono comunque cresciuti in modo significativo rispetto all'anno precedente, soprattutto grazie ad alcuni investimenti di eccezionale portata nel comparto alberghiero, vero protagonista del 2019. Anche il mercato degli uffici ha registrato un'importante crescita nello stesso periodo, in particolare grazie a grandi operazioni *core* e *core plus* localizzate nel milanese. Nel secondo semestre si è invece assistito a una crescita sostenuta degli investimenti trasversale a tutte le *asset class* (con l'eccezione del Retail), accompagnata da una compressione dei rendimenti nei mercati uffici, logistica, hotels e dal consolidamento di *prime yield* ai minimi storici nel comparto *high street*.

L'interesse da parte degli investitori *core* nei confronti di queste *asset class* continua a crescere grazie all'intensificazione della domanda da parte degli occupier e all'aumento di liquidità dovuto alla riduzione dei tassi di interesse. Al tempo stesso la compressione dei rendimenti primari va ricondotta sia all'intensità degli investimenti realizzati nell'ultimo anno a fronte di un'offerta limitata, sia, almeno in parte, al contenimento del rischio Paese e alla conseguente riduzione dei rendimenti dei Titoli di Stato.

Nonostante le *high street* dei mercati primari continuino a registrare importanti volumi di investimento, conservando i *prime yield* più bassi tra tutte le *asset class* italiane, negli altri segmenti Retail si inizia a osservare una crescita dei rendimenti, che riflette una maggiore cautela degli investitori nei confronti di questo mercato. Questa cautela va ricondotta prevalentemente alle modeste performance registrate dal mercato retail nei paesi caratterizzati da una elevata *e-commerce penetration*. La preponderanza della componente estera degli investimenti nel mercato retail italiano espone quindi il mercato domestico a una riduzione di liquidità, nonostante in Italia non si rilevino ancora significativi segnali di crisi da parte dei *retailer*. I primi riflessi di questa fase di incertezza si sono concretizzati nella seconda metà del 2019 con una diversificazione degli investimenti verso *asset class* retail normalmente associate a profili di rischio più elevati, attualmente percepite come più sicure rispetto ai formati più tradizionali. La crescita dei rendimenti nel mercato retail si colloca comunque in un contesto di forte compressione dei rendimenti in tutte le altre *asset class*. Questo elemento potrebbe pertanto spingere gli investitori a risalire la curva del rischio anche per venire incontro a esigenze di *re-balancing* dei portafogli.

QUAL È L'OSTACOLO MAGGIORE PER ACQUISIRE ASSET IN ITALIA?

	2017	2018	2019	2020
La disponibilità di asset	22%	25%	21%	24%
Il costo dell'immobile	10%	16%	15%	16%
L'instabilità politica	15%	8%	14%	11%
La competizione tra gli investitori	10%	12%	9%	11%
La poca trasparenza del mercato	15%	13%	11%	11%
La disponibilità e/o il costo del debito	5%	5%	7%	8%
Il quadro giuridico	11%	7%	5%	8%
La tassazione	6%	11%	9%	6%
La carenza di partner per gli investimenti	4%	1%	4%	2%

Fonte: CBRE Italia, Indagine sulle intenzioni degli investitori in Italia nel 2020.

Relativamente al mercato della Logistica, si osserva un ulteriore consolidamento del settore, guidato da una crescente diversificazione della domanda e del profilo degli occupier, dal consolidamento dei mercati secondari, dall'intenso interesse degli investitori nel segmento dei *last mile* e da una maggiore disponibilità sul mercato di prodotto core. L'intensa pipeline di sviluppi attualmente in corso consentirà nel prossimo futuro di superare la storica mancanza di prodotto istituzionale, aprendo la strada a un nuovo ciclo di investimenti.

Per quanto riguarda invece il mercato Uffici, il focus degli investitori continua a essere rivolto su Milano, dove si assiste al nascere di un articolato set di sotto-mercati che interessano ampie porzioni della città, a scapito della storica dicotomia CBD-Periferia. Questo trend, confermato dalla robusta pipeline di sviluppi attualmente in corso, favorirà in chiave prospettica opportunità di investimento *value-add* attraverso la valorizzazione dello stock esistente e la creazione di nuovi asset in location emergenti, a cui si accosteranno nei prossimi anni gli ambiti di trasformazione di MIND (ex area Expo), degli Scali Ferroviari, delle ex Aree Falk e di Santa Giulia. Contemporaneamente si assiste a un consolidamento del mercato degli uffici di Roma, in particolare in CBD e EUR, dove la crescita degli investimenti è guidata dalla competitività dei rendimenti *prime* (comunque interessati da una graduale compressione) e dalla ricerca di location alternative a Milano.

Nel comparto Hotels è attesa una buona tenuta del volume degli investimenti, anche a fronte di operazioni in pipeline molto

significative, che vedranno le città d'arte di nuovo protagoniste. Il mercato immobiliare italiano sta entrando in un nuovo ciclo di investimenti: la crescente penetrazione degli investitori sta portando a una progressiva istituzionalizzazione del mercato alberghiero, aprendo la strada all'ingresso in Italia di nuovi brand di catena. Le buone performance alberghiere rilevate nei principali mercati italiani continueranno ad attrarre nuovi investitori, grazie anche al permanere di *pricing* competitivi rispetto a quanto rilevato negli altri maggiori mercati europei, portando anche per questa asset class a una graduale compressione dei rendimenti.

Uno degli elementi di maggiore interesse per il 2020 sarà la maturazione del settore Residenziale. Sul fronte dello *Student Housing* si assisterà al completamento di un numero significativo di PBSA (*Purpose Built Student Accomodation*) a regime privato, offrendo quindi per la prima volta opportunità di investimento core in questo settore. Ancora più interessante sarà l'apporto potenziale dato dal *Multifamily*: la volontà di investire in questa asset class è alta e gli sviluppi residenziali iniziano a concretizzarsi in operazioni di ampio respiro, soprattutto nel comune di Milano e nei comuni della sua prima cintura. Si concretizza la volontà di portare avanti iniziative di *Private Rented Sector*, tuttavia l'assenza di player consolidati potrebbe ritardare l'ingresso di questo settore in Italia. La parcellizzazione della proprietà e l'assenza di stock cielo-terra sono attualmente i principali ostacoli per l'ingresso di investitori e operatori professionali in questo comparto.

Infine, il nuovo focus sulle dismissioni di UTP da parte delle banche

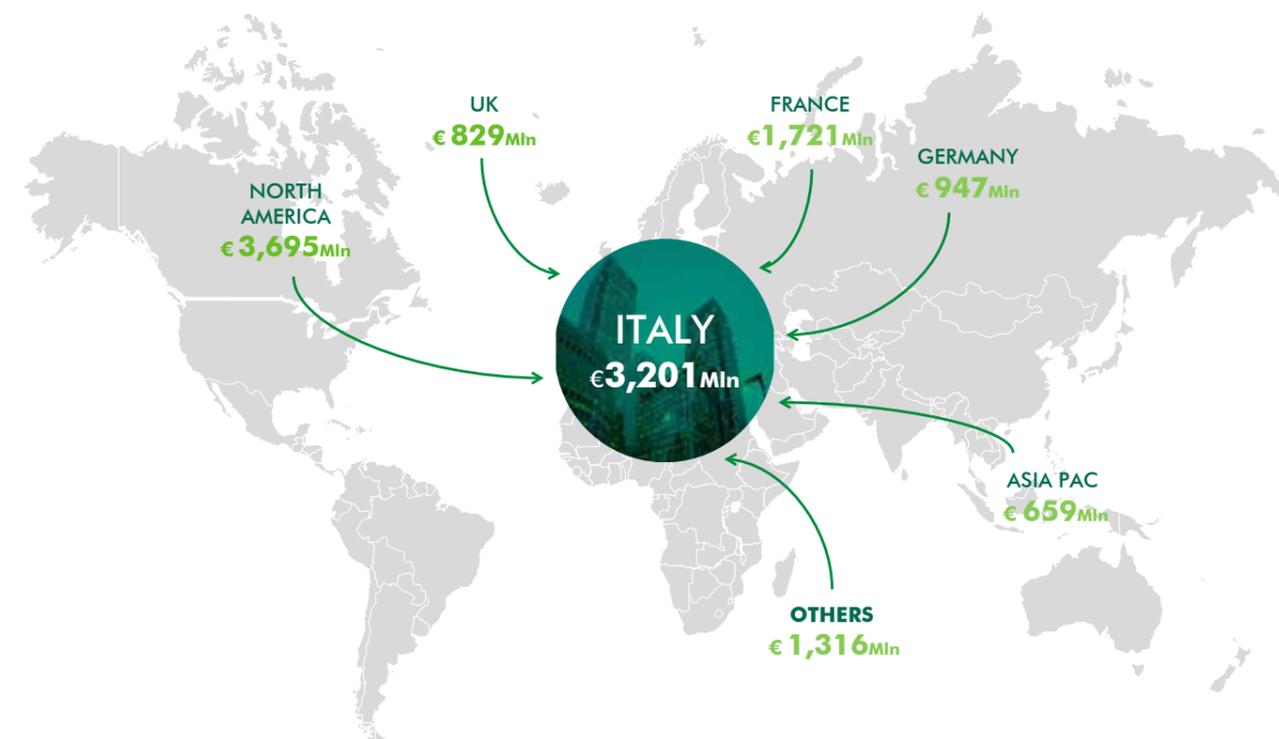
sta generando – e si tratta di un trend strutturale legato alle nuove normative, come il *calendar provisioning* – nuovo prodotto. Ciò dovrebbe permettere di ampliare il mercato rimettendo in circolo altri asset immobiliari appetibili per investitori istituzionali, alcuni dei quali di ottima qualità, finora rimasti bloccati nei crediti deteriorati degli istituti bancari.

L'outlook 2020 è positivo, tuttavia tra i principali ostacoli a una ulteriore crescita del settore rimane centrale il tema della

disponibilità di prodotto, rispetto a cui ci si aspetta, nel prossimo anno, un'intensificazione delle operazioni *value-added* in core location e nelle asset class più strategiche."

Nonostante un outlook complessivamente positivo, la principale incognita del commercial real estate italiano rimane il rischio di nuove tensioni politiche a livello nazionale, che si unirebbero in questa fase alle già negative conseguenze di un possibile ulteriore rallentamento dell'economia globale.

FLUSSI DI CAPITALI STRANIERI E DOMESTICI VERSO L'ITALIA, 2019



Fonte: CBRE Research, 2019.



OUTLOOK UFFICI

LA CRESCITA ACCELERA I NUOVI SVILUPPI

Il mercato uffici in Italia è certamente ancora in espansione, sostenuto da fondamentali in continuo miglioramento e domanda in buona salute, incarnata in particolar modo dal settore della consulenza strategica e dagli operatori del *flexible space*, che nel corso del 2019 hanno consolidato la propria presenza nelle due principali città italiane e dominato i livelli di assorbimento di cui, è verosimile, rimarranno protagonisti anche nel 2020. Il dato sull'incremento degli impiegati nel settore terziario mantiene il segno positivo e va di pari passo nei due principali mercati italiani: sia per Milano che per Roma il 2019 ha portato un incremento dell'1% della forza lavoro, con previsioni di ulteriore crescita per il 2020, pari a +0,7% (rispetto all'anno precedente) per entrambe le città (fonte: Oxford Economics). A tale dato si accosta la considerazione che la domanda si modula e rimodella riflettendo la dinamicità propria del settore di riferimento; infatti, i *tenant* che guidano l'assorbimento hanno necessità sempre più esplicite e mirate: si ricerca il top del mercato, spazi ufficio sempre più efficienti in termini di design, attenti alle logiche di sostenibilità e benessere, al tempo stesso strategicamente posizionati rispetto alla città, ai mezzi di trasporto e alle infrastrutture viarie. Ne segue che le sfide del 2020 saranno quelle comuni agli altri paesi europei e facce diverse della stessa medaglia: da una parte, sopperire alla limitata disponibilità di asset con determinate caratteristiche – pena un possibile rallentamento dell'assorbimento; dall'altra, si attendono i riscontri che il mercato darà alla nuova stagione di *completion* che interesserà soprattutto Milano nel corso del 2020.

INVESTIMENTI AL TOP E RENDIMENTI IN CALO RIFLETTONO LA PRESSIONE DEGLI INVESTITORI

Il 2019 chiude una stagione altamente positiva per il mercato uffici italiano: il volume complessivo si attesta a circa 5 miliardi di euro, quasi il doppio rispetto al 2018, confermando che il settore uffici è ancora l'*asset class* di maggior interesse per gli investitori, soprattutto di origine straniera (USA in testa), che nel 2019 hanno rappresentato il 61% degli investimenti nel mercato direzionale a

livello italiano, trend crescente e atteso anche per l'anno 2020. Milano traina il settore e durante l'anno appena trascorso ha attratto oltre il 70% degli investimenti, pari a 3,7 miliardi di euro, in forte crescita sia rispetto al 2017 che al 2018. La geografia degli investimenti ha visto la maggiore concentrazione sia di transazioni che di volumi in Periferia, seguita dal *business district* di Porta Nuova e da CBD e Centro: gli investitori ormai sembrano muoversi con sempre più confidenza sia su aree *core* che su aree non canoniche. Se infatti da una parte è inequivocabile il dato riguardante la tipologia delle operazioni concluse nel corso dell'anno (oltre il 70% degli investimenti può essere classificato come *core* o *core plus*), dall'altra è vero che il top del mercato a Milano è un prodotto raro e sempre molto ricercato dagli investitori, la cui pressione si riflette nella dinamica del rendimento *prime*, che durante il 2019 è sceso al 3,3%, con ulteriori possibilità di decrescita per il 2020. Tale dinamica si riflette anche sulle *good secondary location*, con rendimenti in contrazione al di sotto del 5%. La partita del 2020 non si giocherà solo nei *business district* centrali: al contrario, la valorizzazione dello stock esistente mediante operazioni di tipo *value-add* andrà certamente aumentando e sarà centrale nel rimodellamento di fasce differenti della città, in cui nei prossimi anni si vedranno sorgere nuovi sottomercati in prossimità delle grandi aree di sviluppo urbano, quali MIND (ex area Expo), Scali Ferroviari, ex Aree Falck, Santa Giulia e le aree di confine tra i *business district* più consolidati, finora non propriamente valorizzate. Emblematico è il nascente mercato di Scalo di Porta Romana BD, che, situato in un'area di interesse strategico per il futuro sviluppo di Milano, ha già attratto l'attenzione degli investitori e si distingue dalle aree situate in prossimità anche in termini di rendimento *prime*, attualmente pari al 4,25%.

Gli investimenti nella Capitale presentano sicuramente numeri ridotti rispetto a Milano, ma comunque positivi in prospettiva futura: poco meno di un miliardo di euro investiti nel 2019, leggermente in flessione rispetto all'anno precedente. In città, la geografia degli investimenti premia solamente CBD ed EUR, la cui ulteriore crescita sarà un trend anche per il 2020. Alcune primarie operazioni di tipo *value-add* concluse durante il 2019 nel CBD hanno rappresentato un importante driver per l'innalzamento dei canoni, i quali potrebbero arrivare a sfiorare i 480 €/mq/anno nel corso 2020: la *rental growth* rimane la principale scommessa degli investitori. I rendimenti *prime* in compressione rispetto al 2018 (dal 3,9% al 3,7%) riflettono la pressione esercitata dagli investitori per

quanto riguarda il CBD di Roma: un'operazione chiusa sul finire del 2019 ha confermato il trend di contrazione, chiudendo a un rendimento anche inferiore all'attuale *prime*. Ulteriore tendenza del 2020 potrebbe essere uno *shift* di focus da parte di alcuni investitori da Milano a Roma, dove il prodotto *core* e *core plus* presenta rendimenti più elevati. Anche l'EUR porterà delle novità, con l'avviamento di un importante progetto di riqualificazione che rappresenterà uno dei principali *driver* per la crescita dei canoni nell'area.

MILANO: L'ATTITUDINE DELLA CITTÀ EUROPEA SI RIFLETTE NEI NUMERI

Come da previsione, durante il 2019 il mercato uffici milanese ha registrato un anno record, tale da confermare il ruolo di Milano come capitale europea: volumi di *take-up* annuali che superano i 400.000 mq sono in linea con alcune importanti città quali Amsterdam, Bruxelles e Dusseldorf. Con i suoi 481.000 mq di *take-up*, il 2019 ha superato 2018 e 2017 rispettivamente del 21 e 34%. Tale fermento trova le radici in un settore terziario in ottima salute, che crea un quadro positivo per il business. Non stupisce che l'interesse dei grandi occupier per nuovi *Headquarter* di ultima generazione sia andato aumentando nel corso dell'anno, infatti i dati sulle operazioni di *pre-let* non lasciano dubbi: nel 2019 il

32% dell'assorbimento è stato frutto di operazioni di questo tipo. Il forte interesse per il grado A non è circoscritto ai sottomercati del CBD e Porta Nuova, ma si riflette trasversalmente in tutti i sottomercati, rimarcando ancora una volta il tema della scarsità di prodotto di qualità, che spinge occupier e investitori fuori dalle aree più centrali. La consistente domanda è stata anche il fattore che, nel 2019, ha contribuito a un ulteriore innalzamento del canone *prime* sia nel CBD, dove ha toccato 600 €/mq/anno, sia in Porta Nuova BD, dove adesso il canone *prime* è allineato con quello del Central Business District. Per il 2020, è verosimile un ulteriore incremento del canone *prime* nel CBD, mentre gli incentivi per contratti di durata standard (6+6) oscilleranno tra gli 8 e 12 mesi. In termini di location preferite dagli occupier, il 2019 ha visto i dati sull'assorbimento ben distribuiti nei sottomercati di Milano: i *tenant* sembrano sapere esattamente cosa desiderano in termini di design, comfort e collegamenti e per questo sono flessibili in termini di location, contribuendo alla visione policentrica della città, in cui si vanno costituendo nuovi *business district* alternativi a quelli più tradizionali. Questa sarà certamente una delle tendenze del 2020. Non c'è dubbio che quest'anno i settori protagonisti dell'assorbimento saranno quelli legati al *business services*, con una crescita degli operatori del *flexible space* e della consulenza strategica. Il consolidamento del trend relativo al *flex space* è riscontrabile anche dallo stock occupato dagli operatori del settore

EVOLUZIONE TRIMESTRALE DELL'ASSORBIMENTO A MILANO, MQ



Fonte: CBRE Research, 2019.

Nel 2020, nell'ambito di un mercato in espansione, Milano assisterà al completamento di importanti progetti e a Roma si creeranno i presupposti per l'incremento delle attività di riqualificazione

rispetto allo stock totale del mercato uffici: nel 2019 si è superata la soglia dell'1%, che allinea Milano con alcune importanti città europee.

Sotto la spinta della domanda di spazi altamente efficienti, di canoni in costante rialzo, e di investitori e *developer* in cerca di nuove opportunità, si assisterà a una evoluzione della geografia dei sottomercati. Se il 2019 ha visto la definitiva consacrazione di CityLife-Fiera e Bicocca, il 2020 guarderà a sud, allo scalo di Porta Romana che, per la posizione semi-centrale, la tipologia degli asset esistenti e le opportunità di sviluppo, si delinea come un vero e proprio sottomercato: oltre 100.000 nuovi metri quadri di sviluppi ad uso ufficio pianificati, dei quali oltre 65.000 in completamento entro la fine del 2022. L'area è già stata scelta per le sedi di importanti operatori nel settore Energetico e Ambientale e nel settore delle telecomunicazioni. Inoltre, data la sua forte vocazione *green* e *high tech*, il distretto ospiterà il progetto "Vitae", vincitore del bando internazionale "Reiventing Cities", che prevede lo sviluppo di un centro per uffici e di un centro di ricerca

all'avanguardia. Milano è al passo con i tempi e si inserisce nel trend europeo che vede la fioritura dei cosiddetti "Life Science Hub". La *pipeline* degli sviluppi ad uso ufficio uffici su Milano si arricchisce di nuovi progetti e arriva a misurare circa 450.000 mq tra edifici in costruzione e pianificati, in completamento entro il 2023. Di questi, per il 2020 è previsto il completamento di circa 130.000 mq di nuovi spazi concentrati nel distretto di Porta Nuova, con il completamento di Gioia22, e nella *Southern Belt* periferica. Tali numeri, seppur considerevoli, sono esigui rispetto ai grandi progetti di rigenerazione urbana previsti per l'intera città metropolitana entro il 2030: ex Scali Ferroviari, il progetto MIND e l'ex Area Falck rimodelleranno il volto di una città in continua evoluzione.

ROMA: I CORE BUSINESS DISTRICT TRAINANO LA CITTÀ

Le previsioni per il 2019 relative al mercato uffici romano sono state confermate: il *take-up* si è assestato su volumi mai visti nella Capitale, pari a 269.000 mq, registrando un +61% rispetto al 2018 e soprattutto un +21% rispetto al 2017 e confermando ormai l'ingresso di Roma in un nuovo regime di *take-up*, più consono alle potenzialità del mercato di riferimento. Il 2019 ha mostrato un mercato degli affitti in salute, guidato da una domanda in crescita e da fondamentali molto positivi: canoni *prime* in crescita, *vacancy rate* in calo e *pipeline* degli sviluppi in ripresa. Durante l'anno il canone *prime* relativo al CBD è salito a 450 €/mq/anno. Sicuramente il 2020 scommette sull'ulteriore aumento di questi nei due principali *business district* romani e si ritiene che ciò avverrà anche grazie ad alcune operazioni di investitori stranieri, volte alla riqualificazione di asset di primario standing. Nel corso del 2019, gli *occupier* hanno preferito ancora il CBD e il Centro di Roma, che insieme hanno totalizzato il 44% dell'assorbimento. Parallelamente, l'EUR si attesta ancora come il secondo polo terziario, registrando il 35% del *take-up* totale, dimostrando la polarizzazione del mercato *letting* romano. Da segnalare anche la timida ripresa di interesse verso aree storicamente sofferenti, come la zona di Parco de' Medici, che ha visto circa 22.000 mq affittati nel 2019 contro un 2018 praticamente inconcludente. Purtroppo, alcune ampie aree della Capitale (Inner GRA) rimangono tendenzialmente stabili a volumi bassi, trend che sarà difficile invertire a prescindere da un adeguamento delle vie di comunicazione e servizi di trasporto urbano.

I grandi *occupier* presenti nella capitale dimostrano una sensibilità

crescente verso spazi ufficio di nuova generazione che rispondano a esigenze precise in termini di efficienza e riorganizzazione degli spazi lavorativi in direzione di *concept* più moderni. Tali ragioni hanno spinto una serie di primari attori nel campo della consulenza mondiale a scegliere nuove sedi più in linea con i menzionati precetti. Nel corso del 2019 si è concluso un importante ciclo di ricollocamenti di grandi *Headquarter* iniziato nel 2018 e i volumi di assorbimento relativi al settore della consulenza aziendale, per l'anno appena concluso, sfiorano i 30.000 mq, in linea con l'anno precedente. Altro protagonista dell'assorbimento annuale nella Capitale è stato il settore del *flexible space*, che ha registrato un *take-up* di circa 40.000 mq e considerato come uno dei settori con maggiori possibilità di espansione nel panorama uffici romano nel corso del 2020. Nel 2019 l'amministrazione pubblica - che ha registrato un *take-up* visto raramente anche in città come Roma, dove il settore ha storicamente una forte presenza - è stata

protagonista di operazioni per oltre 70.000 metri quadrati, l'85% dei quali concentrati in due transazioni principali collocate rispettivamente nelle aree di Centro e EUR Cristoforo Colombo. Nel primo caso, inoltre, colpisce la qualità dell'immobile occupato, un importante progetto di riqualificazione dalle alte specifiche progettuali: un'operazione *sui generis*, che tuttavia conferma la tendenza di grandi organizzazioni a spostarsi in spazi non solo ampi, ma anche e soprattutto all'avanguardia. D'altronde, i dati riguardo a Roma sono chiari: oltre 163.000 mq ristrutturati a grado A o superiore consegnati nel corso del 2019 e circa 50.000 previsti in consegna nel 2020, già oggetto di interesse da parte dei potenziali *occupier*. Gli investitori stranieri hanno colto questa esigenza di prodotto e vertono sul mercato romano anche mediante importanti operazioni di tipo *value-add*, per il momento, però, limitate ai *core business district*.

EVOLUZIONE TRIMESTRALE DELL'ASSORBIMENTO A ROMA, MQ



Fonte: CBRE Research, 2019.

OUTLOOK RETAIL

OUTLOOK RETAIL

INVESTIMENTI STABILI NONOSTANTE MAGGIORE CAUTELA DEGLI INVESTITORI

LE SFIDE DEL RETAIL

Il mercato immobiliare retail globale si appresta ad affrontare importanti sfide legate al continuo avvicinarsi di mutamenti profondi nelle abitudini dei consumatori. Capillare diffusione della tecnologia, incremento dei flussi turistici, aumento della popolazione urbana e internazionalizzazione degli stili di vita mettono in discussione i modelli tradizionali facendo emergere nuove dinamiche in costante evoluzione.

Il 2019 si è chiuso con una decrescita dei volumi di investimento retail su scala globale, dovuta a una maggiore cautela da parte degli investitori nei confronti di questa *asset class*.

L'incessante diffusione dell'e-commerce è in questo momento l'elemento più destabilizzante per il mercato. L'immediato accesso

a una varietà infinita di prodotti attraverso un'esperienza di acquisto priva di attriti sta infatti mettendo in difficoltà lo store fisico.

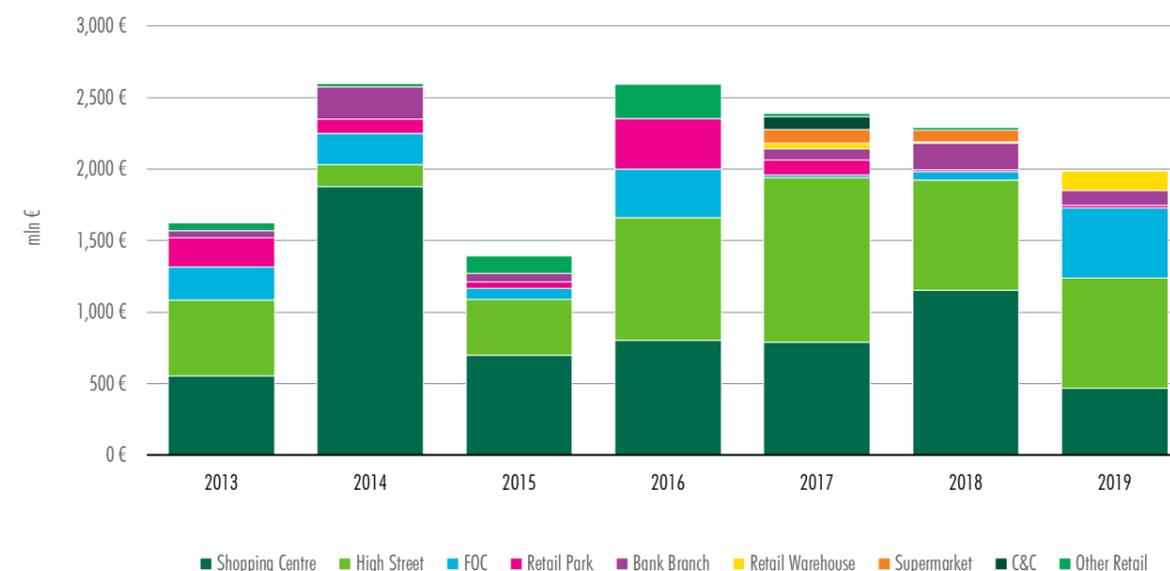
Tuttavia, a uno sguardo più attento, sono diversi gli elementi che giocano a favore del negozio fisico, anche in questa fase di rottura con il passato.

In primo luogo, i consumi continuano ad aumentare in tutte le principali economie avanzate. Nonostante il commercio *on-line* rappresenti una fetta sempre più ampia delle vendite al dettaglio, le vendite negli store fisici non sono state interessate da un trend recessivo.

In secondo luogo, il negozio *on-line* non ha ancora sostituito il negozio fisico nel suo ruolo di promozione di brand, incoraggiamento all'acquisto e offerta di un'esperienza più ampia del semplice scambio di beni e servizi.

In ultimo, stanno emergendo alcuni dubbi circa la futura sostenibilità dei sistemi improntati su consegna e resi gratuiti, rendendo preferibile per alcuni *retailer* il ricorso ad altre formule che riportano al centro dell'attenzione lo spazio fisico indipendentemente dal fatto che la transazione si sia svolta *on-line* o *off-line*.

VOLUMI DI INVESTIMENTO RETAIL



Fonte: CBRE Research, 2019.



Altri elementi concorrono a creare barriere alla penetrazione dell'e-commerce, dai costi di trasporto alla qualità delle infrastrutture, dalla diffusione e utilizzo delle carte di credito alla puntualità delle consegne, a cui si aggiungono anche preferenze dei consumatori legate ad aspetti prettamente culturali o personali.

L'e-commerce, comunque, non è l'unico elemento di discontinuità con il passato. Le gallerie commerciali, ad esempio, stanno attraversando una fase di rinnovamento indirizzata a migliorare la qualità dell'esperienza di acquisto. Con l'attenuarsi del ruolo trainante delle ancore alimentari nel generare una quota consistente di *footfall* (a causa in parte della crescente competizione di formati più vicini alle attuali esigenze dei consumatori), si sono resi necessari nuovi approcci per mantenere alta l'attrattività dei centri commerciali.

La ricerca di un mix merceologico originale e ritagliato sulle esigenze del proprio target di clienti diventa quindi determinante nel condizionare la frequenza delle visite e degli acquisti, assistendo anche il riposizionamento e la differenziazione rispetto all'offerta presente all'interno della *catchment area*. Anche la qualità del tempo trascorso dai clienti all'interno delle gallerie commerciali assume una dimensione sempre più rilevante, favorendo un generale ampliamento e miglioramento dell'offerta di ristorazione, *leisure* e servizi.

LA RESILIENZA DEGLI INVESTITORI DOMESTICI ARGINA LA SFIDUCIA DEI PLAYER INTERNAZIONALI

La crescita degli investimenti Retail in Italia nel 2019 è stata ostacolata prevalentemente da una crescente cautela degli investitori esteri nei comparti dell'*out-of-town*, solo in parte compensato da un contributo dei capitali domestici superiore alla media dell'ultimo quinquennio. Un altro elemento di difficoltà per il mercato retail è attualmente costituito dalla scarsità di prodotto nel segmento *high street*, che continua comunque ad ottenere ottimi riscontri da parte degli investitori esteri, attualmente concentrati su operazioni *value-added* nei mercati primari.

Contemporaneamente, si è assistito a una maggiore domanda di investimento verso altre tipologie di *asset class*, in particolare i *factory outlet* (responsabili dei maggiori *deal* dello scorso anno) e *retail park* (per i quali si riscontra una certa scarsità di prodotto sul mercato italiano).

Le *high street* hanno invece registrato il maggiore volume di investimenti tra le varie sottocategorie del retail, concentrando da sole quasi il 40% degli investimenti complessivi, di cui circa il 21% per mano di investitori privati. I *deal* superiori ai 20 milioni di euro sono pesati per oltre il 70% del totale degli investimenti, in questo caso per la quasi totalità effettuati da investitori esteri.

Con 1,9 miliardi di euro di immobili transati nel 2019, il mercato immobiliare retail registra una flessione degli investimenti del 13,2% rispetto allo scorso anno, mantenendosi comunque sostanzialmente in linea con la media registrata negli ultimi cinque anni. Gli investimenti in *high street*, includendo anche le transazioni di immobili *mixed-use* con componente prevalente retail, raggiungono invece il record di 770 milioni di euro, cifra leggermente superiore a quella registrata nel 2018. L'*out-of-town* (*Shopping Center*, *Retail Warehouse* e *Factory Outlet*) ha subito una contrazione del 9,7% rispetto allo scorso anno, in particolare a causa del ridotto volume di investimenti nel comparto dei centri commerciali. La riduzione degli investimenti in centri commerciali (-59%) è stata comunque in parte compensata da importanti *portfolio deal* nel comparto delle *retail warehouse* e dei *factory outlet*. Rimangono assenti dal 2019 le transazioni di immobili per la GDO, protagonisti invece della *pipeline* attesa per il 2020.

Rimane stabile il contributo dei capitali domestici ai volumi di investimento retail, mentre la momentanea ritirata degli investitori internazionali spinge la quota di capitali esteri al di sotto del 70% per la prima volta dal 2011.

La scarsità di prodotto e il permanere di un elevato interesse da parte degli investitori nel comparto *high street* dei mercati primari si sono riflessi in un'attività di investimento concentrata prevalentemente su operazioni *value-added*. Emblematico il caso di Milano, protagonista dei maggiori *deal high street* del 2019 con l'acquisto di due importanti operazioni *value-add*: il Garage Traversi da parte di Invesco e via della Spiga 26 da parte della *joint venture* tra Hines e PGGM. Si osserva comunque una vivace attività a Firenze, che consolida l'*appeal* delle vie più prestigiose del centro storico.

Quasi tutte le *asset class* retail sono state interessate da una crescita dei rendimenti guidata dall'innalzamento del rischio percepito, sia in termini di solvibilità dei *tenant* sia in termini di liquidità dell'immobile. Resistono soltanto i rendimenti *prime high street*, saldamente ancorati al minimo storico del 3% registrato a partire dall'ultimo trimestre del 2017. La crescita dei rendimenti di *retail warehouse* e GDO rimane più contenuta, in gran parte a causa

di una minore vulnerabilità nei confronti dell'e-commerce. La crescita dei rendimenti nei centri commerciali, iniziata nell'ultimo trimestre del 2018, prosegue a velocità distinte tra centri *prime* e *secondary*, questi ultimi interessati da una significativa accelerata nel corso dell'ultimo anno.

MILANO DOMINA GLI SVILUPPI, BUONE PROSPETTIVE PER RECUPERI E RIPOSIZIONAMENTI

L'attività di sviluppo di nuovi centri commerciali continua a mantenersi al di sotto di quanto osservato nel periodo pre-crisi, mantenendo comunque un'offerta di spazio retail per abitante sostanzialmente in linea con la media europea e ben distante dai valori registrati nelle realtà in cui l'*oversupply* ha rappresentato un problema significativo negli ultimi anni. Nonostante questo rallentamento, il 2020 si apre con una consistente *pipeline* di sviluppi, soprattutto grazie all'avvio di importanti iniziative nel milanese.

Le *completion* attese ammontano a oltre 600 mila mq in consegna entro il 2022, anno in cui è prevista la conclusione della maggior parte delle iniziative attualmente in corso. Gli altri anni saranno invece caratterizzati da volumi più modesti: nel 2020 quasi il 40%

delle iniziative concluse sarà costituita da estensioni di immobili esistenti, mentre nel 2021 si prevede una sola *completion* significativa, il Merlata Mall a Milano, con inaugurazione attesa per la fine dell'anno.

Milano ospiterà i principali sviluppi dei prossimi anni. Oltre al già citato Merlata Mall, Westfield e Milanord2 amplieranno lo stock della città metropolitana di oltre 350 mila mq di centri commerciali. Nel centro città è invece prevista la conclusione di tre importanti iniziative di recupero/trasformazione di immobili esistenti: Garage Traversi, The Medelan e le Corti di Baires, per un totale di quasi 30 mila mq.

A Roma, i maggiori sviluppi destinati a concludersi nei prossimi anni saranno l'ampliamento del *retail park* Da Vinci Village e il centro commerciale Maximo, le cui inaugurazioni sono previste per il 2022.

Nel resto della Penisola si assiste invece a una *pipeline* molto ridotta, con un volume di *completion* annuo tra il 2020 e il 2022 compreso tra i 90 e i 180 mila mq. Tra i principali sviluppi attesi nei prossimi anni riportiamo l'Outlet San Marino, con una prima fase di 20 mila mq in consegna nel terzo trimestre del 2020, e il Caselle Mall, con 115 mila mq di superfici retail e apertura prevista nel 2022.

INDICE DEL VOLUME DELLE VENDITE DEL COMMERCIO AL DETTAGLIO, DATI DESTAGIONALIZZATI (BASE 2015=100)



Fonte: Istat.

Il rallentamento della *pipeline* e l'interesse verso operazioni *value-add* dovrebbero portare a una stagione di recupero e consolidamento degli asset esistenti. Questo fenomeno andrà anche incontro alla necessità di riposizionare il prodotto esistente contrastando la crescente polarizzazione delle performance tra centri commerciali primari e secondari.

OUTLOOK 2020: UN ANNO CRUCIALE

La momentanea perplessità degli investitori nei confronti del retail impone una certa cautela relativamente alle aspettative per il 2020. Il principale rischio all'orizzonte consiste in una mancanza di liquidità degli asset indipendente dalla qualità delle performance degli occupier.

In Italia, come in moltissimi Paesi europei, la crescita dei rendimenti che ha interessato la maggior parte delle *asset class* retail riflette la necessità di offrire maggiori premialità agli investitori. Il settore potrebbe comunque essere supportato dalla compressione dei rendimenti registrata nelle altre *asset class*. Si rileva infatti un crescente interesse verso operazioni con rendimenti più elevati anche da parte di soggetti tipicamente impegnati in operazioni con bassi profili di rischio, proprio a causa della bassa redditività raggiunta in gran parte dei comparti dell'immobiliare. Questo aiuta a conservare l'interesse degli investitori più generalisti nei confronti del retail.

È comunque bene sottolineare che le dinamiche del commercio fisico non offrono per ora nessun particolare segnale di crisi correlabile con la comunque modesta penetrazione del commercio elettronico in Italia. L'atteggiamento degli investitori va infatti in gran parte ricondotto alla narrativa prevalente a livello globale, con cui realtà come l'Italia hanno per ora ben pochi punti in comune. Le performance dei centri commerciali italiani non hanno infatti registrato crisi di *footfall* o fatturati tali da giustificare il timore di un peggioramento delle performance dei *retailer*. Inoltre, l'impiego diffuso dei contratti di ramo d'azienda nelle gallerie commerciali italiane consente un costante monitoraggio dell'andamento delle vendite, dando la possibilità di gestire eventuali elementi di criticità attraverso atteggiamenti adattivi e predittivi, rinegoziando regolarmente i canoni a livelli sostenibili e rimodulando l'offerta commerciale.

La trasparenza e l'elasticità del sistema italiano, una volta superato il momentaneo allontanamento degli investitori, potranno garantire un modello in grado di offrire una maggiore resilienza

La trasparenza e l'elasticità del sistema italiano potranno garantire un modello in grado di offrire una maggiore resilienza dei confronti dei profondi cambiamenti che attraverserà il retail nei prossimi anni.

dei confronti dei profondi cambiamenti che attraverserà il retail nei prossimi anni.

Tuttavia, l'esposizione verso i capitali esteri continuerà a determinare un forte condizionamento da parte della narrativa dominante a scala globale. Una trasformazione di questa narrativa e un graduale superamento delle sfide che il retail sta affrontando costituirebbero sicuramente il miglior stimolo possibile per il mercato italiano, che continua a mantenere positivi i propri fondamentali.



OUTLOOK LOGISTICA

L'INTENSA PIPELINE DI SVILUPPI GUIDA LA CRESCITA DEL MERCATO LOGISTICO ISTITUZIONALE

GLOBALIZZAZIONE E E-COMMERCE GUIDANO IL SUCCESSO DELLA LOGISTICA

Il mercato immobiliare della logistica vive un momento di grande sviluppo a livello mondiale. Il successo di questa *asset class* è una manifestazione del consolidamento di alcuni degli elementi più iconici della società contemporanea: globalizzazione, tecnologia pervasiva, capillarità delle relazioni.

L'e-commerce è in questo momento il principale traino di questo settore, sia grazie alla crescente domanda di spazi per la logistica da parte degli operatori di piattaforme del commercio elettronico, sia per la diffusione di strategie *omnichannel* da parte dei *retailer*.

Contemporaneamente, la domanda di spazi moderni per le funzioni logistiche rimane significativa anche in altri settori. La ricerca di efficienza e il crescente ricorso a tecnologie innovative hanno infatti portato anche settori più tradizionali, dal manifatturiero alla grande distribuzione, a necessitare di una maggiore qualità dei propri *asset*.

La regione logistica milanese continua a costituire il centro del mercato logistico italiano, oscurando in parte il potenziale costituito dal resto del Paese, in cui si assiste a una limitata penetrazione degli investitori istituzionali anche a causa dell'elevata dispersione insediativa della popolazione e del tessuto produttivo.

La crescita del commercio mondiale, accelerata in particolare a partire dall'ingresso della Cina nella WTO, ha portato a una estensione della *supply chain* su scala globale e a una riduzione degli intermediari nei processi di distribuzione, che diventano sempre più capillari. Questa capillarità ha anche generato importanti punti di concentrazione dei *network*, creando veri e propri poli logistici a scala globale e *micro-hub* a scala locale. La ridefinizione delle funzioni logistiche si è quindi tramutata in una

stratificazione della domanda di immobili, *location* e componenti tecnologiche.

L'Italia sconta ancora alcuni limiti sia in termini di dotazione di infrastrutture sia di elevati costi di trasporto, fattori che riducono il potenziale ruolo di ponte tra il Mar Mediterraneo e l'Europa centrale e meridionale. I traffici con il resto dell'Europa rimangono ancorati all'asse del Brennero, mentre la comunicazione con Francia e Svizzera è ancora modesta. La crescita del porto di Trieste rappresenta una buona opportunità per intercettare il mercato mitteleuropeo, in parte anche grazie al graduale livellamento dei costi di trasporto tra l'Italia e l'est Europa, in cui si osserva un aumento dei costi fissi, in particolare relativamente al costo del personale.

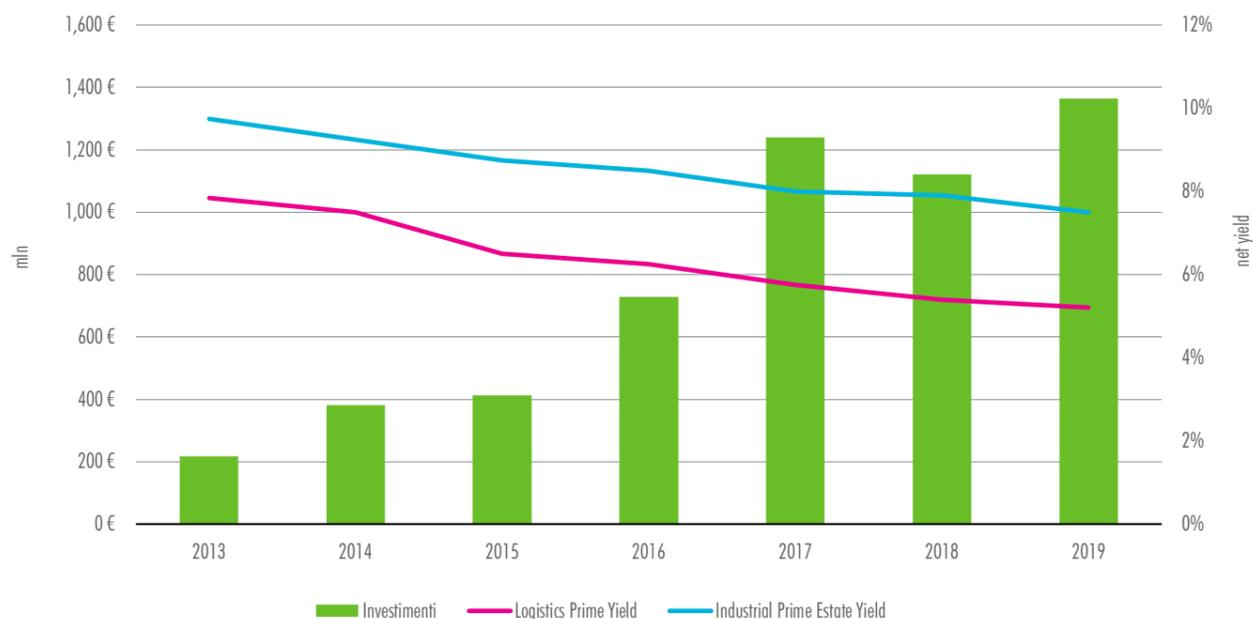
Il 2020 si apre con una situazione parzialmente inedita. Le ripercussioni della globalizzazione sulle parti vulnerabili della popolazione hanno riportato il protezionismo nel dibattito politico delle economie avanzate. La guerra dei dazi tra USA e Cina ha innescato (insieme ad altri fattori), un ulteriore rallentamento dei traffici globali, indebolendo la crescita dell'economia mondiale. I riflessi sul mercato immobiliare logistico saranno probabilmente mitigati almeno in parte dalla forte fase espansiva che il settore sta vivendo in questo periodo.

CRESCITA DEGLI INVESTIMENTI MODERATA DALLA MANCANZA DI PRODOTTO, MA IL MERCATO SI APPRESTA A UN NUOVO CICLO

In Italia, nel 2019, gli investimenti nel comparto Industrial & Logistics sono stati pari a oltre 1,3 miliardi di euro, superando i volumi dei due anni precedenti. Si tratta di un risultato particolarmente positivo, se si considera che il mercato logistico italiano prima del 2016 non aveva mai superato i 500 milioni di euro di transazioni su base annua e che il record degli investimenti raggiunto nel 2017 era stato conseguito in misura rilevante grazie a un singolo *portfolio deal* (l'acquisto del *portfolio* paneuropeo di Logikor da parte della China Investment Corporation, che da solo ha pesato poco meno di 700 milioni di euro).

L'andamento degli investimenti dell'ultimo biennio riflette infatti uno sviluppo e una maturazione del mercato logistico. In primo luogo, è progressivamente aumentato il numero degli investitori internazionali attivi in Italia e il loro contributo al volume complessivo degli investimenti; in secondo luogo la localizzazione

INVESTIMENTI E RENDIMENTI



Fonte: CBRE Research, 2019.

degli investimenti appare sempre più concentrata nel mercato milanese, in particolare nel sottomercato della *Greater Milan* (che incorpora le province di Novara e Piacenza).

I risultati positivi conseguiti dal mercato immobiliare della logistica milanese vanno sicuramente ricondotti sia alla elevata concentrazione di operatori logistici che caratterizza questo territorio sia alla maggiore disponibilità di prodotto istituzionale. Negli altri sottomercati italiani si sta comunque assistendo a una accelerazione degli sviluppi, in parte destinati a convertirsi nei prossimi anni in prodotto disponibile sul mercato.

Va infatti concretizzandosi la presenza di opportunità di investimento core di pari passo con un'intensificazione della domanda degli investitori, sottolineata dalla compressione dei rendimenti *prime* osservata nell'ultimo trimestre e che si inserisce in un trend di progressiva contrazione che ha caratterizzato in particolare la recente fase del ciclo. L'andamento del mercato italiano va quindi allineandosi a quanto osservato negli altri Paesi europei, andando in particolare a recuperare la storica carenza di prodotto grazie all'accelerazione delle *completion* osservata a partire dal 2017. La *pipeline* del 2020, attualmente pari a oltre

1 milione di mq, corrisponde a una crescita dello stock del 6%, sottolineando l'interesse da parte dei *developer*, prevalentemente esteri, nei confronti dell'Italia.

Sul rapporto tra la crescita del volume degli investimenti e l'espansione dello stock continuerà probabilmente a pesare la figura dello sviluppatore-investitore che non immette sul mercato parte del prodotto disponibile. Questa tipologia di investitore è stata infatti protagonista di una quota significativa degli sviluppi registrati in Italia negli ultimi anni. Questo trend è comunque in parte compensato dall'ampliamento della rosa degli investitori *value-add* e opportunistici che hanno intrapreso di recente iniziative di sviluppo, come sottolineato dalla crescita degli sviluppi speculativi osservata nell'ultimo biennio.

La moderata riduzione dei rendimenti registrata nell'ultimo anno non dovrebbe costituire un freno per l'ingresso di nuovi capitali nel mercato italiano, in quanto si colloca in un contesto internazionale di compressione dei rendimenti trasversale a tutte le *asset class*, fatta eccezione per il retail. Si prevede comunque, per il prossimo biennio, un livellamento della caduta dei *prime yield* attorno al 5%, che manterrà quindi i rendimenti italiani competitivi rispetto a

quanto osservato negli altri Paesi europei.

La conservazione di un margine di competitività del mercato italiano rimane fondamentale a causa della quota preponderante di capitali esteri che ha caratterizzato l'ultimo triennio di espansione del volume degli investimenti (in media, oltre il 97% del totale). Il maggiore ricorso all'investimento speculativo osservato a partire dal 2019 riflette già una ricerca di margini più ampi da parte degli investitori, a fronte della costante riduzione dei rendimenti su immobili esistenti. Il *prime yield* della logistica italiana si è infatti ridotto, nel corso del 2019, di altri 10 punti base, scendendo a quota 5,2%. Una flessione ancora più marcata è stata osservata nei mercati *good secondary*, dove tra il 2018 e il 2019 si è passati da rendimenti del 7,9% al 6,0%.

Nell'ambito dei *trophy asset* si rilevano operazioni con rendimenti al di sotto del 5,0%, tuttavia questo tipo di operazioni si distingue in modo significativo rispetto a situazioni più "standard", soprattutto in termini di *lease term* e *standing* dei *tenant*.

LA DOMANDA DEGLI OCCUPIER GUIDA LA DIVERSIFICAZIONE DEL PRODOTTO

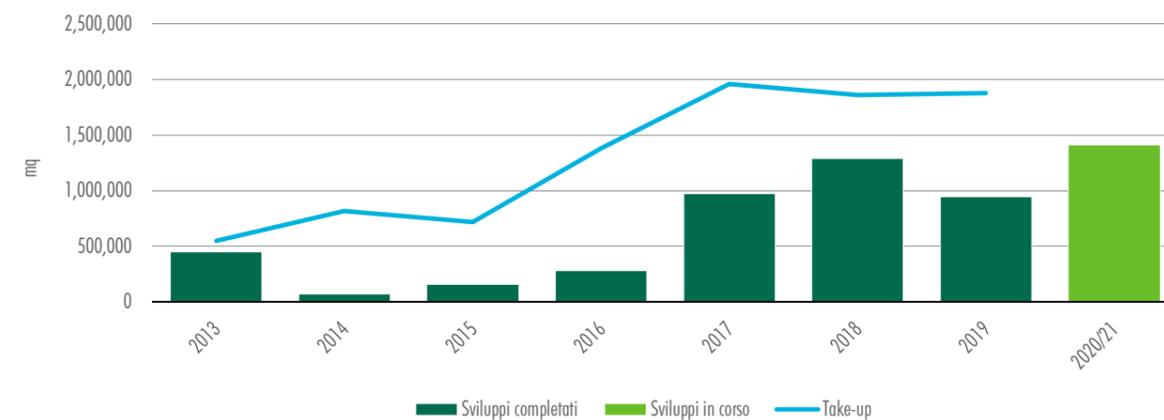
Anche dal punto di vista degli occupier il mercato immobiliare logistico italiano riflette un progressivo consolidamento, che si concretizza in una graduale diversificazione delle tipologie di immobili e dei *tenant*.

L'incremento del *take-up*, che registra oltre 1,8 milioni di mq nel corso del 2019, su base annua continua a essere guidato prevalentemente dalla domanda dei 3PL, la cui espansione rimane saldamente ancorata alla crescita dell'e-commerce. La domanda di spazi da parte degli operatori e-commerce rimane ancora limitata ai grandi *player* globali (Amazon, Zalando, Yoox), tuttavia si sta osservando una crescita della domanda dei *retailer* che operano *online* e che internalizzano le proprie funzioni logistiche.

Uno dei principali riflessi di questa evoluzione del mercato logistico è la crescita della domanda di immobili di dimensione più contenuta. Contemporaneamente, si assiste all'espansione del comparto *last-mile* e della logistica urbana, in parte frenata dalla limitata disponibilità di prodotto. Questa scarsità è attualmente in parte compensata dal recupero di immobili originariamente destinati a funzioni di piccola manifattura e artigianato: questa tipologia edilizia è destinata a suscitare ancora di più l'interesse anche di investitori istituzionali nel corso del 2020, come già dimostrato dall'attività della nuova piattaforma di investimento di Blackstone, Mileaway, nell'ultimo trimestre del 2019.

L'andamento dei canoni di locazione evidenzia una situazione di relativa staticità, con *prime rent* fermi a 56 €/mq/anno nel corso di tutto il 2019. La specializzazione degli immobili, sempre più presente nei progetti di costruzione su commissione, è tra i driver che più sosterranno la crescita dei canoni. L'*outlook* per il 2020 rimane sostanzialmente invariato per i mercati primari, mentre si rileva una maggiore pressione al rialzo nei mercati secondari, frutto di una minore disponibilità di spazi nelle *core location*.

ANDAMENTO DI STOCK E TAKE-UP



Fonte: CBRE Research, 2019.



OUTLOOK RESIDENZIALE



IL SUCCESSO ESPLOSIVO DEL RESIDENZIALE NEL MONDO GUIDA L'INTERESSE DEGLI INVESTITORI IN ITALIA

Il mercato immobiliare residenziale, negli ultimi anni, ha suscitato un grande interesse da parte degli investitori istituzionali. In area EMEA, nel 2018 è stata superata per la prima volta la cifra record di 53 miliardi di euro di investimenti nell'asset class residenziale, che nel 2006 pesava solo il 6% sugli investimenti complessivi in Europa e nel 2019 è arrivata a rappresentare il 17% del totale con 52 miliardi di euro investiti.

L'interesse nei confronti di questa asset class riflette i profondi cambiamenti che sta attraversando la società globale: la rapida urbanizzazione a cui si assiste sia nei paesi in via di sviluppo che nelle economie avanzate intensifica la domanda di abitazioni nei principali hub metropolitani; la maggiore transitorietà delle carriere lavorative e l'aumento dei prezzi delle case spingono verso un maggiore ricorso a soluzioni più flessibili e a carattere transitorio, privilegiando l'affitto rispetto all'acquisto di un'abitazione di proprietà.

In molti mercati l'intensificazione di questa domanda è sempre più accompagnata da una progressiva erosione dell'offerta e da una diversificazione del settore living attraverso una stratificazione di funzioni specializzate, tra cui *co-housing*, *senior living*, *co-living*, *private rented sector* e *social housing*.

OCCHI PUNTATI SUL PRS

Il *Private Rented Sector* (PRS) è in questo momento una delle asset class più interessanti nel panorama del commercial real estate. Riflette infatti le necessità di ampie porzioni di popolazione che, per esigenze di flessibilità, preferenze personali o ridotta disponibilità economica, si rivolgono al mercato delle abitazioni in affitto.

I mercati più attivi in questo settore sono quelli in cui si riscontra un'elevata incidenza di famiglie che vivono in affitto e di grandi patrimoni residenziali a reddito. In alcuni paesi la quota di investimenti nel residenziale supera il 30% dei volumi complessivi del commercial real estate. Nel 2019 in Germania, il mercato real estate più grande d'Europa, gli investimenti in residenziale sono stati pari a circa il 24% del totale degli investimenti in commercial real estate.

In Italia lo sviluppo del PRS è limitato da alcuni elementi strutturali che ostacolano l'accesso degli investitori in questo settore. Un primo elemento di difficoltà consiste nella normativa italiana, che non riconosce alle abitazioni il ruolo di beni strumentali, privando quindi l'investimento residenziale degli stessi vantaggi fiscali riconosciuti ad altre attività d'impresa, e privilegiando la proprietà individuale delle abitazioni con l'intento di garantire a ogni cittadino l'accesso a un bene considerato primario.

Tra gli altri fattori troviamo di certo la scarsità di prodotto cielo-terra a reddito, riconducibile anche alla progressiva dismissione dei grandi patrimoni immobiliari che ha prodotto, nel tempo, una forte frammentazione e dispersione dello stock a reddito in più condomini.

Un altro elemento che contribuisce a intensificare la domanda di abitazioni in affitto è la polarizzazione dei trend demografici italiani, che negli ultimi 5 anni ha registrato un declino del numero di abitanti nel 74% delle province e una crescita nelle sole città metropolitane di Bologna, Roma, Firenze e in particolare Milano (+77 mila abitanti rispetto al 2013). All'origine di questo trend troviamo prevalentemente la ricerca di opportunità lavorative, resa più difficoltosa in un contesto di perdurante stagnazione economica, portando alla ridefinizione degli equilibri territoriali del tessuto produttivo italiano.

PENSI CHE IL SETTORE RESIDENZIALE SIA UN'ASSET CLASS INTERESSANTE IN CUI INVESTIRE?

	2017	2018	2019	2020
Si	33%	63%	72%	80%
No	58%	30%	16%	14%
Non so	8%	7%	12%	6%

Fonte: CBRE Italia, Indagine sulle intenzioni degli investitori in Italia 2020.

L'interesse nei confronti del *Multifamily* riflette i profondi cambiamenti che sta attraversando la società globale: la rapida urbanizzazione a cui si assiste sia nei paesi in via di sviluppo che nelle economie avanzate intensifica la domanda di abitazioni nei principali *hub* metropolitani.

Milano sarà la protagonista degli sviluppi PRS nei prossimi anni, in gran parte grazie alla convergenza di interessi tra investitori privati e amministrazione pubblica nella *governance* locale. Le grandi trasformazioni urbane che interesseranno la città nei prossimi anni prevedono infatti una significativa quota di abitazioni destinate obbligatoriamente alla locazione, tra le quali una quota consistente di *housing* sociale.

Su scala nazionale, il mercato dell'affitto residenziale nel 2018 è stato interessato da una crescita dello 0,3% dei nuovi contratti di locazione, per un totale di circa 900mila nuove stipule, di cui 219 mila a canone concordato, 162 mila a carattere transitorio e 31 mila contratti per studenti universitari. Il valore complessivo

dei canoni annui dichiarati al momento della registrazione del contratto ammonta a oltre 5 miliardi di euro, corrispondenti a un canone medio mensile di circa 450 € per unità locata. Il 69% dei nuovi contratti è stato stipulato nei comuni ad alta tensione abitativa.

Roma rimane la città in cui si registra il maggior numero di contratti di locazione: oltre 58 mila nel 2018 (+7% rispetto all'anno precedente), di cui 25 mila a canone concordato. Segue Milano con 43mila locazioni (+7,6%), di cui 2.400 a canone concordato (+39% sul 2017) e 9.200 transitori (+19,5%). Nelle città di Milano, Bologna, Roma e Firenze è stato siglato il 14% dei contratti.

A Milano e a Roma i canoni medi dei contratti di tipo ordinario di lungo periodo sono cresciuti rispettivamente del 3,6% e del 2,4% rispetto al 2017, mentre le quotazioni *prime*, escludendo il segmento lusso, in entrambe le città superano i 700 € al mq.

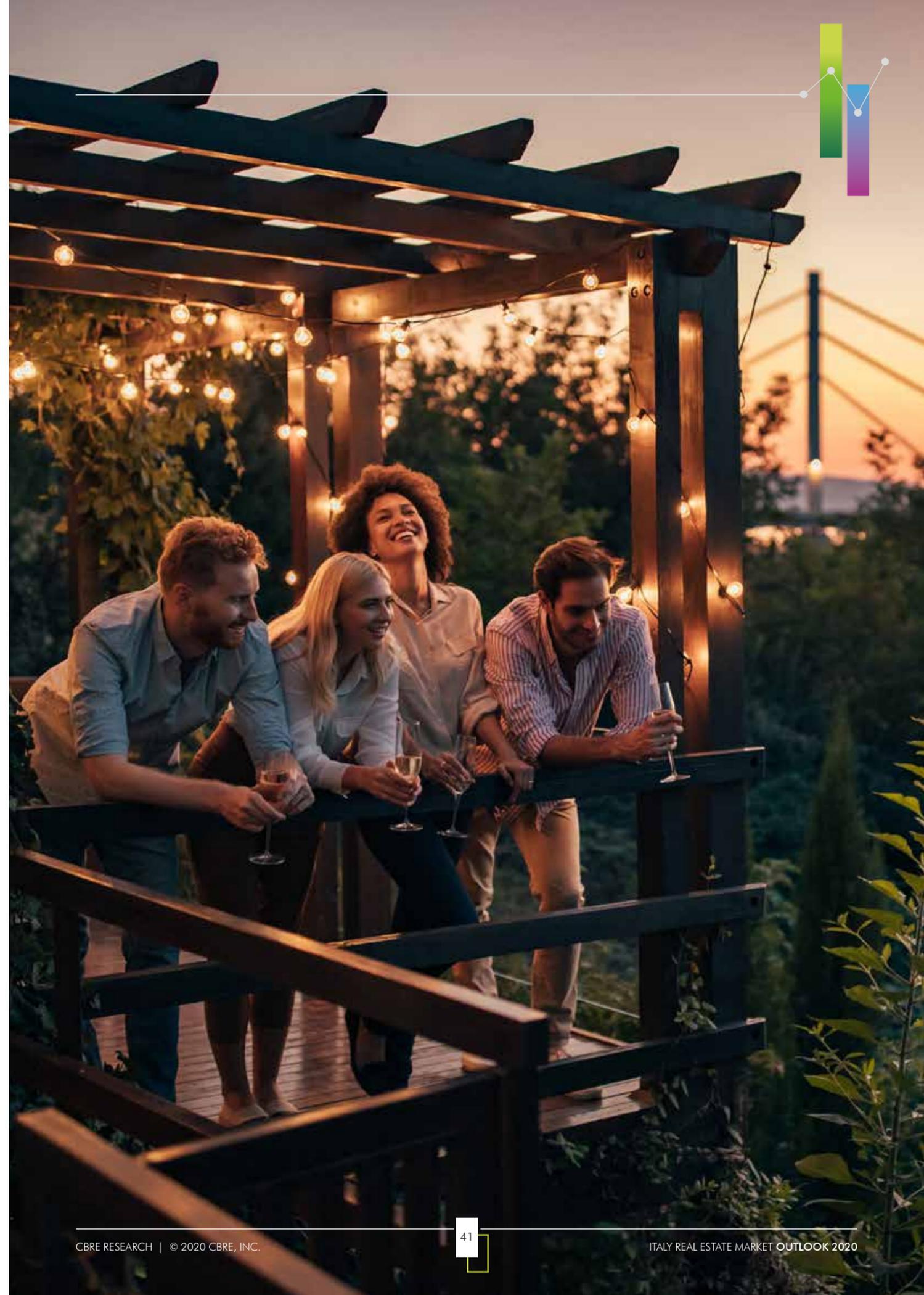
CRESCONO LE COMPRAVENDITE, SALGONO LE QUOTAZIONI DEL NUOVO

Il mercato italiano si appresta a chiudere il quinto anno consecutivo di crescita delle compravendite residenziali. I dati relativi al terzo trimestre del 2019 mostrano infatti un aumento del numero delle transazioni sia su base tendenziale (+5,0%) sia rispetto ai primi nove mesi dell'anno precedente (+5,7%). In attesa dei dati definitivi sull'ultimo trimestre dell'anno, si stima che il 2019 si chiuderà con il superamento delle 578 mila compravendite registrate nel 2018.

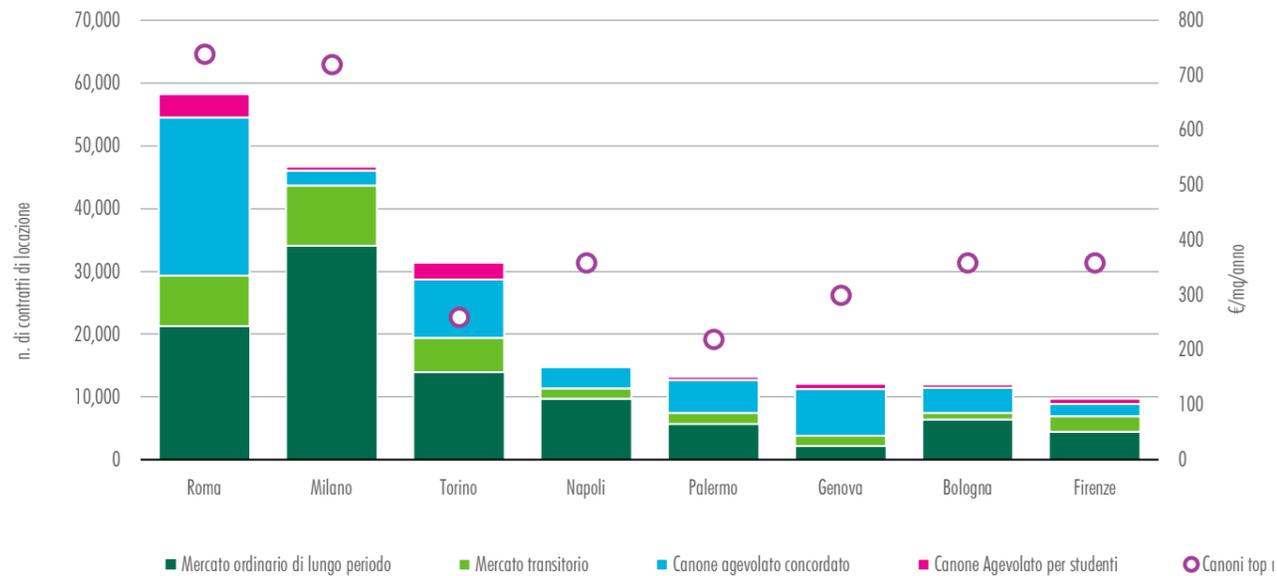
La crescita degli acquisti di abitazioni rilevata negli ultimi cinque anni è stata in gran parte sostenuta da un progressivo miglioramento delle condizioni di accesso al credito: il capitale di debito erogato attraverso mutui ipotecari è infatti cresciuto dal 2013 al 2018 di oltre il 54,7%, tornando per la prima volta ai livelli del 2011.

Tuttavia, nonostante le dinamiche positive in atto ormai da qualche anno, l'indice dei prezzi delle abitazioni Istat ha iniziato a mostrare i primi timidi incrementi solo a partire dalla seconda metà del 2019, grazie alle misure a sostegno della riqualificazione edilizia promosse dallo Stato che rendono più competitivo l'acquisto di abitazioni da ristrutturare.

L'indice dei prezzi delle abitazioni nuove, invece, mette in luce una crescita costante già dal terzo trimestre 2017, segnando un primo

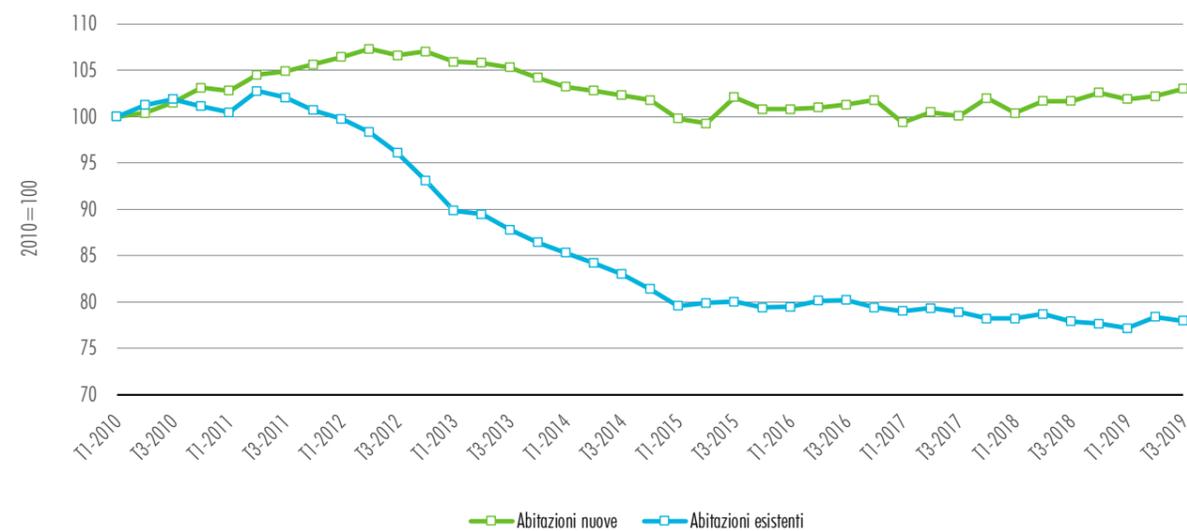


LE PRINCIPALI CITTÀ ITALIANE PER NUMERO DI CONTRATTI DI LOCAZIONE, 2018



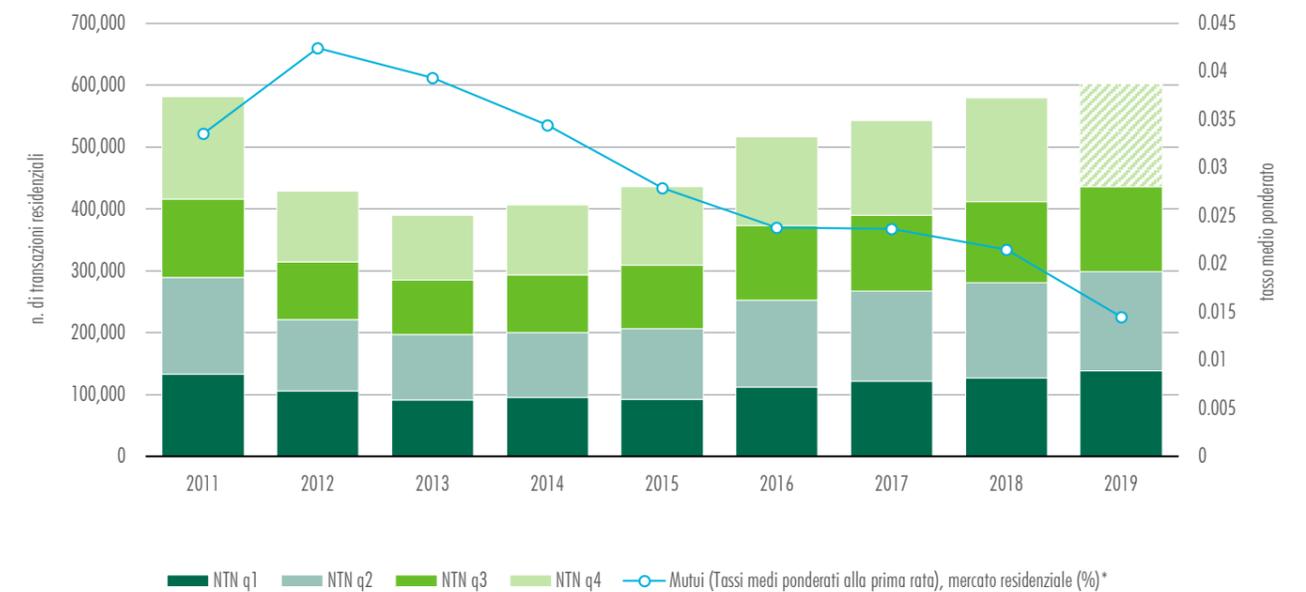
Fonte: CBRE Research su dati OMI – Agenzia delle Entrate e Nomisma.

INDICE DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI



Fonte: CBRE Research su dati Istat, 2019.

COMPRAVENDITE E MUTUI IPOTECARI



Fonte: CBRE su dati OMI – Agenzia delle Entrate, Abi
*L'ultimo valore riportato fa riferimento ai dati di ottobre 2019

recupero rispetto al 2015 nel corso del terzo trimestre del 2019, nonostante il settore stia ancora scontando le conseguenze della crisi dell'edilizia, come mostra l'Indice destagionalizzato Istat della Produzione delle Costruzioni, in costante flessione dal 2008, a fronte di costi di costruzione in costante crescita dal 2010.

PROSEGUE LA CRESCITA DELLO STUDENT HOUSING ITALIANO SPINTA DALL'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEGLI ATENEI

In misura simile a quanto osservato nei trend demografici nazionali, la popolazione universitaria italiana segue in questo momento una crescita concentrata all'interno di un selezionato numero di città metropolitane. Questa polarizzazione, che vede Milano come il centro di maggiore crescita del numero di studenti, guida un moderato incremento del numero di studenti iscritti presso gli atenei italiani, dopo un periodo di forte riduzione osservato in corrispondenza della recente crisi economica.

La pressione esercitata sulla domanda di abitazioni in contesti demografici in espansione e la crescita della popolazione studentesca concorrono alla progressiva riduzione dell'offerta disponibile sul mercato residenziale degli affitti privati, su cui già grava un diffuso impegno di alloggi per funzioni di tipo ricettivo (affitti brevi, case vacanza, AirB&B).

Inoltre negli ultimi anni la domanda di posti letto per studenti si è progressivamente stratificata, in particolare grazie alla crescita della popolazione studentesca straniera, che manifesta esigenze differenti dalla domanda dei fuorisede italiani. Ad esempio, la durata limitata dei programmi di scambio all'estero impone la ricerca di soluzioni più flessibili rispetto agli affitti residenziali classici e, contemporaneamente, la limitata disponibilità di abitazioni impone una ricerca spesso difficoltosa che corre il rischio di scontrarsi con barriere linguistiche e culturali, a cui si aggiungono anche esigenze in termini di polarizzazione delle scelte localizzative in prossimità degli atenei, richiesta di servizi specifici e standard qualitativi più elevati.

Queste condizioni hanno creato terreno fertile per lo sviluppo di studentati in Italia. Il recente ingresso di capitali esteri nel mercato italiano delle *Purposely Built Student Accommodation* (PBSA) ha segnato un cambio di passo nell'attività di sviluppo di residenze per studenti, nonostante le iniziative domestiche continuino a costituire il cuore dei nuovi sviluppi. L'attuale *pipeline*, di stampo privatistico, corrisponde a circa il 10% dello stock esistente, tuttavia gli sviluppi più recenti si distinguono significativamente rispetto alle tipologie di prodotto già presenti in Italia, sia per ciò che concerne l'attenzione alla qualità e alla modernità degli ambienti sia per quanto riguarda i servizi e la diversificazione dell'offerta.

Gli investitori istituzionali guardano principalmente a sviluppi *value-add* in città con una numerosa popolazione studentesca, in particolare straniera, e in contesti caratteristici. Milano, Torino, Bologna e Firenze sono i mercati core di questo settore, ma si assiste già a un crescente interesse nei confronti delle città universitarie di media dimensione con una ridotta disponibilità di stock esistente (Padova, Pisa). La *pipeline* su Roma appare ancora modesta nonostante la grande presenza di studenti stranieri, in particolare nelle università estere (prevalentemente statunitensi) con sede nella Capitale.

STUDENTI E YOUNG PROFESSIONALS GUIDANO LA CRESCITA DEL CO-LIVING, SEMPRE PIÙ ISTITUZIONALE

Nelle grandi città la forte domanda di abitazioni in affitto, la scarsità di offerta e la ricerca di soluzioni più economiche hanno prodotto una grande diffusione delle abitazioni condivise tra più coinquilini. Questo trend è accompagnato dalla crescita di iniziative di gestione professionale, così da intercettare il patrimonio di *player* istituzionali.

Le modalità operative del *co-living* consentono di superare le problematiche di gestione di patrimoni immobiliari fortemente dispersi, con singole unità diffuse in un grande numero di condomini. La formula standard del *co-living* prevede la locazione dell'immobile direttamente da parte dell'operatore, che poi predispone un subaffitto parziale e la ristrutturazione dell'immobile.

Questo *modus operandi* permette alla proprietà di affidare a un unico operatore specializzato la gestione dei propri appartamenti, riducendo il rischio di insolvenza e le problematiche gestionali legate a un patrimonio molto frazionato. L'attività del *co-living* si sta nel frattempo estendendo anche a iniziative immobiliari che

hanno scelto di impiegare questa formula fin dal concepimento del proprio sviluppo.

Il target di questo segmento è composto dagli studenti universitari fuorisede e dai giovani professionisti: il settore deve quindi adeguarsi alle esigenze di una popolazione caratterizzata da carriere lavorative e percorsi di studio fortemente transitori.

AFFITTI BREVI & MICROLIVING

La domanda di flessibilità proveniente sia dal lato dei proprietari sia dal lato dei conduttori continua a contribuire alla diffusione degli affitti brevi.

L'affitto breve è infatti riuscito a intercettare in modo particolare le esigenze dei piccoli proprietari di patrimoni di dimensione modesta che, altrimenti, avrebbero richiesto un impegno oneroso nella loro gestione. Queste difficoltà vengono risolte da un crescente numero di operatori che garantiscono una gestione professionale degli immobili operando per conto di più *landlord*. Per questi ultimi, il vantaggio degli affitti brevi consiste anche nella possibilità di riprendere l'immobile sotto il proprio controllo, senza incorrere nelle limitazioni di tempo imposte dai contratti di locazione residenziali a lungo termine.

Le *location* predilette dalle formule degli affitti brevi sono centralità metropolitane caratterizzate da una elevata accessibilità sia ai trasporti pubblici locali sia alla rete di infrastrutture aeroportuali e dell'alta velocità.

Sono due le formule principali di affitto breve previste dalla normativa italiana: l'affitto turistico, non superiore ai 30 giorni, e l'affitto transitorio, con una durata generalmente inferiore ai 18 mesi.

All'interno di quest'ultima tipologia, sta riscuotendo una crescente popolarità il settore del *microliving*, ovvero l'affitto per periodi transitori di appartamenti di piccole dimensioni (tipicamente assimilabili agli *studio apartment*), nei quali una forte attenzione alla definizione dei *layout* e particolari accorgimenti nel design degli arredi consentono la sovrapposizione, all'interno dello stesso locale, di più funzioni (camera da letto, zona *living*, studio, cucina). Si sta assistendo negli ultimi anni all'emergere di imprese specializzate nella progettazione di questo tipo di soluzioni abitative, spesso in collaborazione con importanti firme di design di interni.

IL SENIOR LIVING MUOVE I PRIMI PASSI

La domanda di alloggi realizzati specificatamente per incontrare le esigenze di una crescente popolazione di *senior citizen* si è concretizzata prevalentemente nell'ingresso di investitori istituzionali nel settore delle residenze sanitarie assistenziali (RSA), con una forte componente di operazioni *sale & leaseback* di strutture gestite da operatori di primario standing, M&A e iniziative di sviluppo. In tutto, tra il 2015 e il 2019, sono stati investiti oltre 700 milioni di euro in questa *asset class* grazie all'ingresso di investitori europei specializzati nell'*Healthcare*. L'accreditamento delle strutture non è più un requisito indispensabile per gli investitori. Si inizia infatti a guardare a anche a iniziative a regime parzialmente o interamente privatistico, facendo leva su un'offerta di tipo residenziale e sanitaria di elevata qualità e puntando su *location* caratterizzate da una elevata ricchezza degli abitanti. Questo aspetto è anche frutto della progressiva riduzione delle opportunità di accreditamento presso i servizi sanitari regionali, che garantisce la copertura delle spese sanitarie sostenute dagli operatori.

Iniziano a concretizzarsi anche le prime esperienze di *Senior Living*, un'*asset class* residenziale caratterizzata da una componente

assistenziale di tipo sanitario più ridotta rispetto alle RSA, ma con un'offerta di *amenities* specificamente pensate per un pubblico anziano (Servizi per Anziani e attività di socializzazione, piscine, palestre, ristoranti, bar), concepite per venire incontro alle esigenze di una clientela in età avanzata senza gravi problemi di salute.

OUTLOOK HOTELS

OUTLOOK HOTELS

IL MERCATO ALBERGHIERO CONFERMA LA CRESCITA E CONTINUA LA RIQUALIFICAZIONE DELL'OFFERTA

L'ANNUS MIRABILIS DELL'HÔTELLERIE ITALIANA

Il 2019 può essere definito l'Annus Mirabilis dell'hôtellerie italiana: ha registrato infatti il volume di investimenti più alto di sempre con circa 3,3 miliardi di euro (rispetto agli 1,4 miliardi del 2018, con una crescita del 140%), facendo balzare l'asset class Hotels al secondo posto per volumi transati in Italia (dopo gli uffici).

Il volume registrato nel 2019 – supportato da solide performance operative e dal costante interesse a investire nel nostro Paese da parte di soggetti stranieri – include alcune transazioni di notevole rilevanza, tra cui spicca il portafoglio Belmond (LVMH ha acquisito l'intera platform) che – per il solo perimetro Italia – rappresenta un controvalore stimato in oltre 1 miliardo di euro. Al netto di tale transazione (Belmond), il volume degli investimenti alberghieri ha comunque superato abbondantemente i 2 miliardi di euro, cifra

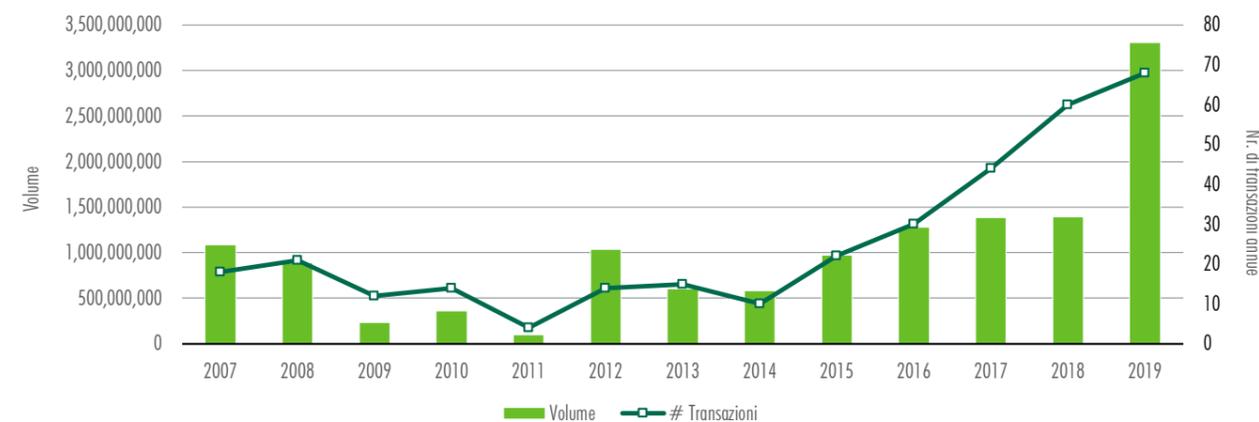
anch'essa record per l'asset class Hotels e che rappresenta un valore più che doppio rispetto al volume medio storico (2007-2018), che è pari a circa 800 milioni di euro l'anno.

Anche il numero delle transazioni è aumentato rispetto al picco già registrato l'anno scorso (60), raggiungendo 68 transazioni ufficialmente monitorate. Il mercato delle transazioni alberghiere in Italia, a causa dell'alta frammentazione del patrimonio alberghiero nazionale esistente e del relativo profilo proprietario privato, è composto anche da una numerosa serie di piccole transazioni "tra privati" che difficilmente possono essere tracciate in modo puntuale e attendibile.

Si conferma il forte interesse da parte degli investitori sui quattro mercati primari (Milano, Roma, Firenze e Venezia), che nel 2019 hanno registrato transazioni pari al 39% del volume totale (contro il 74% del 2018); Roma si conferma la città con il più alto volume di investimenti (più di 500 milioni di euro investiti in hotel). In termini assoluti il controvalore scambiato nei quattro principali mercati è comunque salito del 25% rispetto all'anno precedente, mentre il peso percentuale scende a causa dell'impatto dei due maggiori portafogli *leisure* transati nel corso dell'anno (Belmond e in parte Project STAR).

Cresce pertanto l'interesse per gli investimenti nel segmento alberghiero *leisure*, che comprende tutte le tipologie di resort non urbano (mare, montagna, lago e campagna). In particolare, nel 2019 si sono registrate transazioni per un controvalore pari a circa 1,6 miliardi di euro, che rappresentano circa la metà del volume totale degli investimenti alberghieri.

TREND DELLE TRANSAZIONI ALBERGHIERE IN ITALIA



Fonte: CBRE Hotels.

Il settore alberghiero italiano è ormai stato sdoganato anche dagli investitori più tradizionali e conservatori, che stanno avviando strategie mirate di investimento nel settore ed eseguendo transazioni alberghiere a rendimenti record, equiparabili al settore uffici.

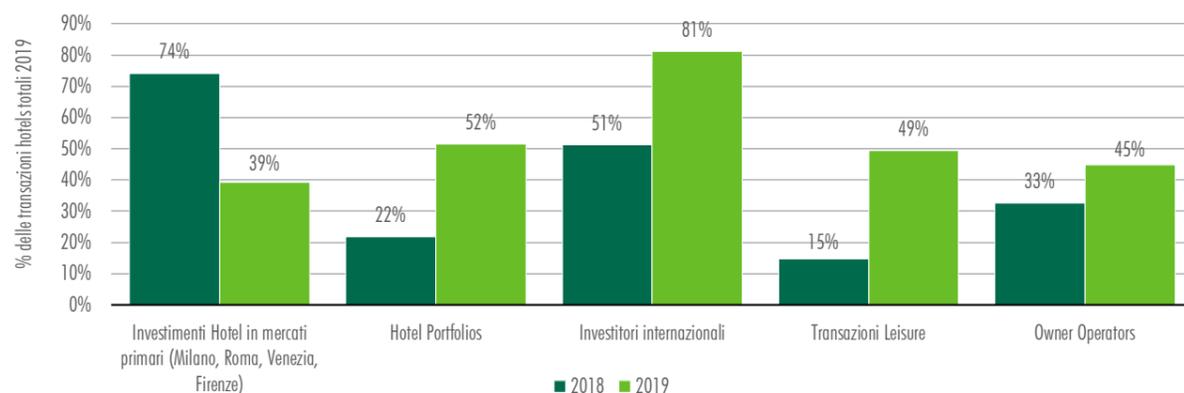
Da segnalare la forte crescita delle transazioni di portafogli alberghieri, che nel 2019 hanno rappresentato più della metà del volume scambiato (in aggiunta al già citato portafoglio Belmond, anche il portafoglio STAR acquisito da Oaktree per circa 280 milioni di Euro) contro il 22% registrato nel 2018.

Per quanto riguarda la provenienza degli investitori, nel 2019 i capitali stranieri si confermano predominanti, rappresentando oltre l'80% del totale investito (rispetto al 50% circa del 2018), a conferma dell'estremo interesse dei player stranieri a investire nel settore alberghiero del nostro Paese, investitori che restano attratti dalle crescenti performance del settore, dai profili di rendimento attraenti rispetto ad altri mercati europei e dalla limitata volatilità dei mercati primari sia business che leisure nazionali.

In crescita sono anche gli investimenti effettuati direttamente dai cosiddetti *owner operators*, categoria di investitori specifica dell'*asset class* Hotels composta da catene/gestori che acquisiscono direttamente la proprietà dell'immobile che operano direttamente: questo tipo di investimenti quest'anno ha rappresentato il 45% del volume transato, mentre nel 2018 pesava per il 33%.

Date le attuali condizioni macroeconomiche che hanno portato a un'ulteriore contrazione dei rendimenti delle *asset class* principali (soprattutto uffici), gli hotel rappresentano sempre più una valida alternativa rispetto alle altre tradizionali *asset class* (come retail e logistica) e rientrano pertanto nelle strategie di investimento di tutti i principali fondi di investimento, *private equity*, investitori istituzionali e privati.

PROFILO DEGLI INVESTIMENTI ALBERGHIERI IN ITALIA (2019 vs 2018)



Fonte: CBRE Hotels.

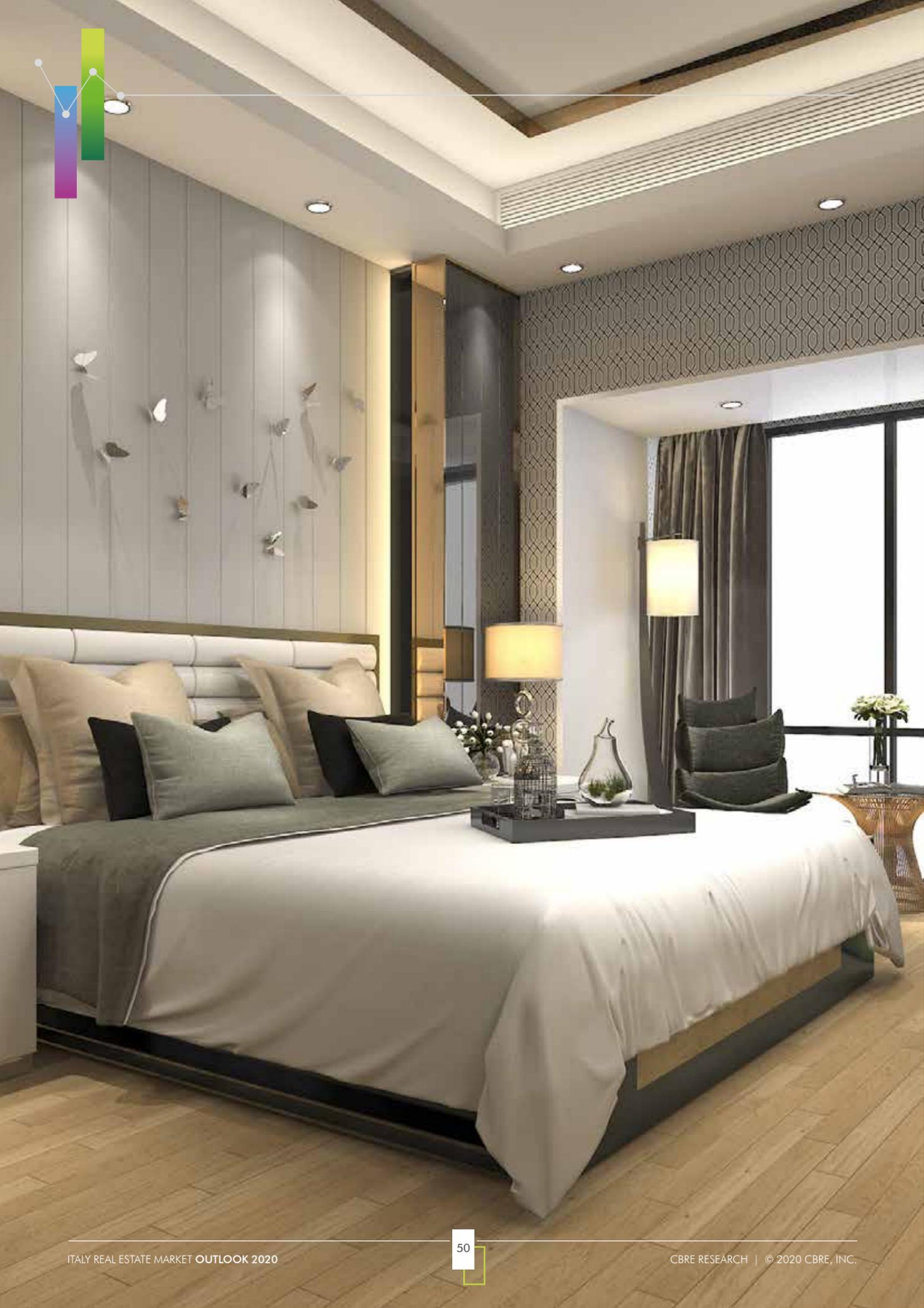
NUOVE APERTURE ALBERGHIERE IN ITALIA (PIPELINE 2020-2022)

L'Italia è il terzo paese in Europa per numero di presenze nelle strutture dedicate all'*hospitality*, dopo la Spagna e la Francia. Nel 2018, gli esercizi ricettivi italiani, con circa 428,8 milioni di presenze (+2% sul 2017) e 128,1 milioni di arrivi (+4% sul 2017), hanno raggiunto un nuovo massimo storico. Restringendo l'osservazione agli esercizi alberghieri, nel 2018 si sono registrati 279,5 milioni di presenze e 96,8 milioni di arrivi, con rispettivi incrementi pari all'1.6% e al 3,2%. Roma rimane di gran lunga la principale destinazione con circa 29 milioni di presenze, seguita da Venezia, Milano (entrambe a circa 12,1 milioni) e Firenze (con 10,6 milioni).

Considerata l'eccezionalità del 2019, è difficile pensare che il 2020 riesca a confermare questi volumi record, nonostante si registri un volume elevato di transazioni in fase di completamento già a inizio d'anno. Tra queste, si segnala la cessione del portafoglio The Dedic Anthology a Covivio da parte di Varde, operazione che vede il *rebranding* degli otto hotel del portafoglio (di cui quattro in Italia, uno a Roma, uno a Firenze e due a Venezia) con il Gruppo NH Hotels e i brand *upper-upscale* e lusso (Collection, Anantara). Su tali basi, le aspettative per il 2020 sono positive, con volumi di investimento attesi in grado di pareggiare la performance del 2019 al netto del portafoglio Belmond, evidenziando quindi l'ottimo stato di salute del settore alberghiero in Italia.

PRINCIPALI TRANSAZIONI ALBERGHIERE NEL 2019

- Le prime transazioni di rilievo sono state realizzate a partire da aprile 2019. Il secondo trimestre infatti è stato caratterizzato dalla transazione di due portafogli alberghieri. Il primo è il portafoglio Belmond, dove LVMH ha rilevato l'intera piattaforma mondiale per una cifra complessiva pari a 3,2 miliardi di dollari. Il portafoglio comprende 45 *luxury hotels*, di cui 8 in Italia. Il valore stimato per il perimetro italiano della transazione è di oltre un miliardo di euro, ed è costituito da strutture prettamente *leisure*.
- L'altro portafoglio transato nel secondo trimestre dell'anno è Project STAR, acquisito dal *private equity* americano Oaktree, composto da 15 alberghi e 1.600 stanze per un controvalore di circa 280 milioni di euro. Gran parte del portafoglio è composta da resort in Toscana, Sardegna e Monte Bianco.
- Nel terzo trimestre si è concluso l'acquisto di due sviluppi alberghieri a Milano Citylife e nel centro storico di Firenze da parte di Invesco Real Estate, per un valore complessivo di 160 milioni di euro. La transazione rientra nella categoria degli investimenti *core*, garantiti da canone di locazione da parte di primari marchi alberghieri quali NH Hotels e 25Hours (partecipata da AccorHotels).
- L'ultimo trimestre dell'anno si è concluso con la vendita dell'ex quartier generale di BNL a Roma, in Via Veneto. L'ex sede di BNL sarà oggetto di un importante progetto di conversione alberghiera che vedrà la creazione di una struttura ricettiva di circa 160 camere e che opererà nel segmento ultra-lusso. L'operazione di conversione è stata acquisita da Antirion per una cifra di 190 milioni di euro (esclusi i costi necessari per la trasformazione dell'immobile in Hotel).
- Sempre nell'ultimo trimestre del 2019 si è conclusa l'acquisizione da parte di Langham Hotels & Resorts di un progetto di sviluppo alberghiero sull'isola di Murano a Venezia (recupero di una ex-vetreria), e che vedrà nel 2022 la realizzazione di un *luxury resort* di proprietà e gestito da Langham.



La domanda internazionale costituisce il 50,5% del totale delle presenze turistiche, con una crescita molto più robusta rispetto a quella della domanda domestica (+2.8% di presenze internazionali rispetto all'anno precedente, rispetto al +1,1% delle presenze domestiche). La domanda internazionale si concentra, oltre che nei principali mercati (Roma, Milano, Venezia e Firenze), anche nelle più rinomate destinazioni *leisure*, come la Costiera Amalfitana, Capri, la Costa Smeralda, la campagna toscana, Taormina, Portofino, il lago di Como. In termini di performance, tutti i principali mercati nazionali (primari e secondari) hanno registrato un incremento a eccezione di Genova, la cui performance alberghiera rimane stabile rispetto al 2018.

Negli ultimi 5 anni, tutti i mercati alberghieri del Paese hanno registrato valori in crescita e in particolare alcuni mercati secondari sono cresciuti a ritmi medi annui sostenuti rispetto al periodo pre-crisi del 2007 (Napoli, Bologna). Va evidenziato solo il lieve calo del RevPAR (*Revenue Per Available Room*) di mercato a Milano rispetto a cinque anni fa, dovuto alla eccezionalità del 2015, anno in cui Milano ha ospitato l'evento internazionale dell'EXPO che ha fatto registrare una speciale impennata della tariffa media degli hotel cittadini.

La crescita media dei mercati primari e secondari negli ultimi dieci anni è stata del 9% anno su anno in termini di RevPAR. Tale indicatore evidenzia la buona salute complessiva del mercato alberghiero italiano e dà spazio a nuovi mercati (anche secondari) in cui investire oltre alle tradizionali destinazioni turistiche del Paese, a rendimenti più sostenuti (ie. Napoli, Torino, Bologna, Bergamo).

Le buone performance continuano a sostenere lo sviluppo di nuovi hotel nei principali mercati Italiani, nei quali la *pipeline* in termini di numero di camere aggiuntive previste non risulta dissimile da quella riscontrata in altri mercati europei più maturi, come Madrid o Parigi (con l'eccezione di Londra, che continua a muoversi su volumi notevolmente più elevati rispetto ad altre destinazioni cittadine europee consolidate). In Italia, la crescita percentuale più sostenuta rispetto alla dotazione esistente di camere alberghiere si registra nelle città di Firenze e Venezia, mentre in termini assoluti è Roma a guidare la classifica.

La maggior parte delle nuove camere di posizionamento lusso e top lusso è attesa su Roma, mentre più contenuto sarà l'ulteriore sviluppo del segmento soprattutto a Firenze, ma anche a Milano e Venezia. Milano vedrà un rafforzamento dei segmenti *upper upscale* e *upscale* (pur con l'ingresso di un nuovo *top player*,

PERFORMANCE ALBERGHIERE NEI PRINCIPALI MERCATI ITALIANI 2019

2019 (YTD DICEMBRE)	OCCUPANCY (%)	ADR (€)	REVPAR (€)	CHANGE REVPAR (ultimo anno)	CAGR REVPAR (ultimi 5 anni)	CAGR REVPAR (ultimi 10 anni)
MERCATI PRIMARI						
Venezia	65%	347	226	5%	8%	21%
Firenze	75%	179	135	2%	10%	15%
Roma	72%	154	110	2%	0%	2%
Milano	73%	149	109	8%	-1%	6%
MERCATI SECONDARI						
Napoli	74%	116	85	6%	14%	17%
Bergamo	76%	92	70	2%	8%	5%
Bologna	72%	93	67	5%	9%	10%
Genova	72%	88	64	0%	5%	-2%
Torino	68%	89	61	4%	1%	2%

Fonte: Associazione Italiana Confindustria Alberghi - STR Global.

PIPELINE DI CAMERE D'ALBERGO NELLE PRINCIPALI CITTÀ IN EUROPA (2020-'22)

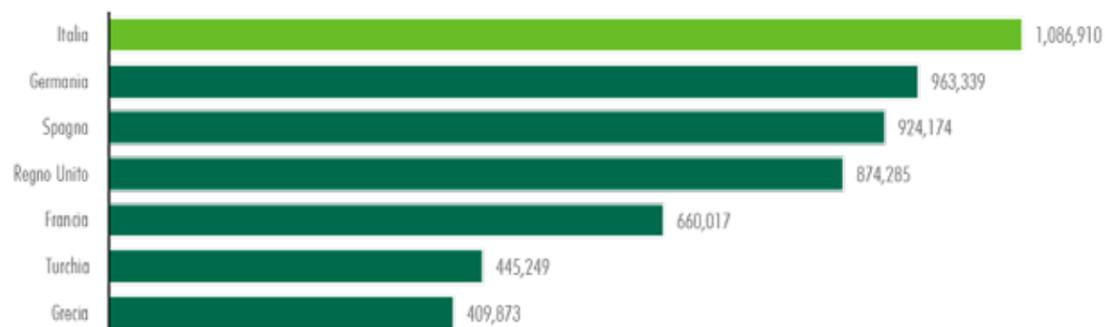
MERCATO	STOCK ESISTENTE DI CAMERE	CAMERE AGGIUNTIVE (2020-'22 pipeline)	TASSO DI CRESCITA (%)
Londra	151,299	16,760	11%
Parigi	75,090	3,491	5%
Roma	58,747	3,403	6%
Madrid	42,340	2,557	6%
Milano	27,361	2,426	9%
Venezia	16,581	1,945	12%
Firenze	14,543	1,746	12%
Barcellona	45,499	1,311	3%

Fonte: CBRE Hotels, ISTAT.

Lungarno, nell'ex Seminario Arcivescovile), mentre Firenze e Venezia saranno interessate da un forte sviluppo di ospitalità innovativa, riconducibile al segmento *midscale*, collocata in posizioni meno centrali (The Student Hotel a Firenze e lo sviluppo al Tronchetto a Venezia), oltre che dal progressivo rinnovamento e riposizionamento verso l'alto dell'offerta esistente (ad esempio Hotel Tornabuoni a Firenze, Hotel Bauer a Venezia).

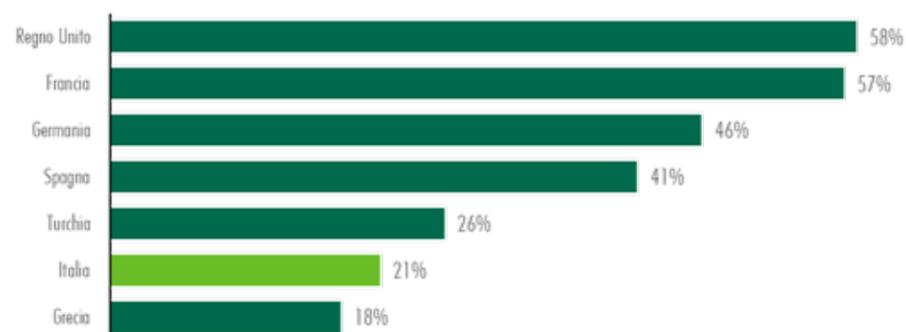
Sul mercato romano si affacceranno *brand lifestyle* con forte enfasi sugli spazi comuni e sull'esperienza legata al *food & beverage*, come W, Edition, Soho House e Hoxton. Alcuni di questi *brand* sono previsti in arrivo anche a Milano, in cui l'enfasi sulla

NUMERO DI CAMERE PER PAESE EUROPEO 2017



Fonte: Statista, STR Global (Agosto 2019).

BRAND PENETRATION PER PAESE EUROPEO 2019



Fonte: Statista, STR Global (Agosto 2019).

HOTEL BRAND PENETRATION NELLE PRINCIPALI CITTÀ ITALIANE PER CATEGORIA ALBERGHIERA 2019

LOCATION	HOTEL 2018		REVPAR (€)		BRAND PENETRATION		
	CAMERE	PRESENZE ALBERGHIERE	2019	TOT	5-5*L	4*	3*
Roma	58,747	20,283,404	110	26%	52%	38%	12%
Milano	27,361	9,935,151	109	47%	51%	67%	23%
Venezia	16,581	7,960,928	226	20%	64%	21%	2%
Firenze	14,543	7,695,060	135	23%	74%	29%	7%

Fonte: ISTAT, STR Global, CBRE Hotels.

declinazione *lifestyle* della ricettività è altrettanto forte e vede tra gli altri l’atteso arrivo del Cipriani a Palazzo Bernasconi. Si segnala infine il potenziamento della dotazione di *urban resort* a Venezia previsto con la realizzazione di Langham a Murano e di TH Resort e Club Med al Lido.

All’aggiunta di nuove camere si somma, in continuità con il trend recente, il notevole volume di camere appena riposizionate o in corso di riposizionamento all’interno di hotel esistenti, che spesso vengono addirittura chiusi per diversi mesi prima di riaprire completamente rinnovati e pronti a catturare pienamente le potenzialità di un mercato sostenuto da domanda in forte crescita soprattutto a livello internazionale.

PRESENZA DI CATENE ALBERGHIERE IN ITALIA – LA BRAND PENETRATION

La presenza di catene alberghiere in Italia risulta ancora molto bassa a livello nazionale, benché in crescita grazie alla *pipeline* prevista nei principali mercati del Paese con nuove strutture di marchio in prossima apertura.

In Europa, infatti, l’Italia, nonostante il maggior *stock* di camere, si posiziona al penultimo posto per presenza di catene alberghiere nazionali e internazionali (21% dello *stock* di camere complessive in Italia), appena prima della Grecia.

L’elevata frammentazione dell’offerta alberghiera italiana (proprietà e gestioni indipendenti) e la ridotta dimensione media delle strutture (33 camere per hotel in media) creano elevate barriere all’ingresso di catene alberghiere nazionali e internazionali. Tuttavia, la presenza di progetti di conversione a

hotel da altri usi (soprattutto nei mercati primari) e il processo di istituzionalizzazione delle proprietà alberghiere (aumenta il numero e il volume di transazioni a favore di investitori istituzionali) stanno favorendo il processo lento di penetrazione dei *brand* alberghieri.

In tale contesto, Milano rappresenta la città con la maggiore *brand penetration* di camere alberghiere (48% dello *stock* complessivo comunale), benché inferiore rispetto ai principali mercati europei di Barcellona, Madrid, Londra e Parigi.

Roma, Venezia e Firenze sono leggermente superiori alla media nazionale italiana, quindi sensibilmente lontane dalle principali destinazioni metropolitane europee. Lo scenario cambia notevolmente se consideriamo i principali segmenti di mercato nelle destinazioni primarie italiane. In particolare, dal raffronto tra le città principali emerge quanto segue:

ROMA: elevati livelli di performance, bassa *brand penetration*, opportunità per operatori e investitori nella fascia alta e medio-alta di mercato in funzione della *location*.

MILANO: minori livelli di performance, alta *brand penetration* per il mercato italiano, opportunità per operatori e investitori nella fascia alta di mercato.

VENEZIA: massimi livelli di performance, bassa *brand penetration*, opportunità per operatori e investitori nella fascia alta e medio alta di mercato.

FIRENZE: performance trainate dal segmento alto con la maggiore *brand penetration*, a livello di mercato complessivo bassa *brand penetration*, opportunità per operatori e investitori nella fascia medio alta e bassa di mercato.



OUTLOOK NPLs

SUPERATA LA SOGLIA RECORD DI 100 MILIARDI DI EURO DI TRANSAZIONI IN UN ANNO, IL MERCATO PUNTA ORA A CONFERMARE L'AVVENUTA MATURAZIONE

Il mercato italiano legato ai crediti deteriorati, durante il 2019, ha confermato la propria maturazione sotto molti punti di vista, nonostante un fisiologico calo del volume di transazioni. Durante il 2018, in Italia, si era infatti assistito allo storico superamento della soglia dei 100 miliardi di euro di GBV ceduti sul mercato; per comparazione, si consideri che un volume simile era stato raggiunto nel 2015 su scala continentale.

Il 2019 è stato comunque contraddistinto da un totale di transazioni superiore alla media italiana registrata negli ultimi 5 anni: durante i dodici mesi appena conclusi si sono infatti chiusi *deal* per circa 43,5 miliardi di euro, al di sopra quindi del valore medio di 38 miliardi relativo al quinquennio 2014-2018.

Il numero in questione va inoltre analizzato anche considerando l'assenza di transazioni oltre i 10 miliardi di GBV: a differenza degli anni precedenti - che hanno visto andare sul mercato portafogli come quelli di BMPS (Gruppo Monte Paschi di Siena, 24 miliardi) e delle banche venete (18 miliardi) o le maxi-operazioni di Intesa-Intrum (10,8 miliardi) e Unicredit-F.I.N.O. (17,7 miliardi) - le tre cessioni maggiori hanno infatti coinvolto rispettivamente 6 miliardi (Unicredit), 5 miliardi (Hoist Finance) e 3 miliardi (Intesa Sanpaolo). Analizzando ulteriormente il mercato e focalizzando l'attenzione sulle cessioni, è importante notare che tra i venditori più attivi non figurano solamente banche, ma anche investitori che stanno riposizionando il prodotto sul mercato secondario: dopo Unicredit, che ha ceduto oltre 8,5 miliardi, il secondo *main seller* è infatti stato Hoist Finance (oltre 5 miliardi originariamente

acquistati, tra gli altri, da Banco BPM e Agos Ducato), seguito da BMPS (quasi 4 miliardi) e Intesa Sanpaolo (oltre 3 miliardi). Allargando lo spettro è possibile aggiungere alla lista anche Carige e BNL (entrambe tra i 2,5 e i 3 miliardi), così come un altro *player* non bancario, Bayview.

Le acquisizioni hanno invece registrato un forte posizionamento di *player* come Illimity (oltre 4,3 miliardi tra credito *secured* e *unsecured*) e Prelios (con circa 3,5 miliardi acquistati nel solo segmento UTP), seguiti dalla cordata composta da Barclays e Guber (oltre 1,8 miliardi). Va sottolineato che la classifica dei *buyer*, nel 2019, è stata interamente guidata da compratori maggiormente focalizzati sul segmento *secured* e che oltre il 65% del GBV acquistato dai tre operatori sopracitati è relativo a credito garantito. Circa 9,2 miliardi di NPL (6,4 dei quali di tipo *secured*) sono stati invece ceduti a veicoli per cartolarizzazioni assistite da GACS (Fondo di Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze).

Durante il 2019 hanno inoltre trovato conferma anche trend in forte convergenza con le dinamiche del mercato real estate istituzionale. L'interesse per gli UTP si è fortemente concretizzato e ha portato allo sviluppo di approcci differenti e innovativi: tutto questo ha contribuito a costruire uno scenario di mercato in cui circa un quarto delle operazioni effettuate con una forte componente (oltre il 50% sul GBV) di credito *secured* ha coinvolto portafogli interamente costituiti da UTP. All'interno dello stesso panel, circa il 10% ha invece riguardato esposizioni in *leasing*. Anche il filone relativo ai *single-name deal* ha vissuto un anno importante, con operazioni che hanno riguardato importanti dossier (anche con GBV oltre i 100-200 milioni) o che hanno coinvolto ristrutturazioni con molteplici istituti bancari.

Gli outlook di mercato per il 2020 devono partire da un dato fondamentale: l'attuale situazione italiana vede meno crediti deteriorati in pancia al sistema bancario (165 miliardi di euro, di cui 90 miliardi di NPL e 74 miliardi di UTP, fonte: Banca d'Italia) rispetto al totale passato di mano e ora detenuto da investitori e *servicer* (177 miliardi, fonte: Market Watch NPL - Banca IFIS - Q3 2019). Ciò può quindi determinare un impatto diretto su diversi macro-trend, sia dal punto di vista dei futuri volumi transati sia in termini di focus su particolari segmenti di mercato.

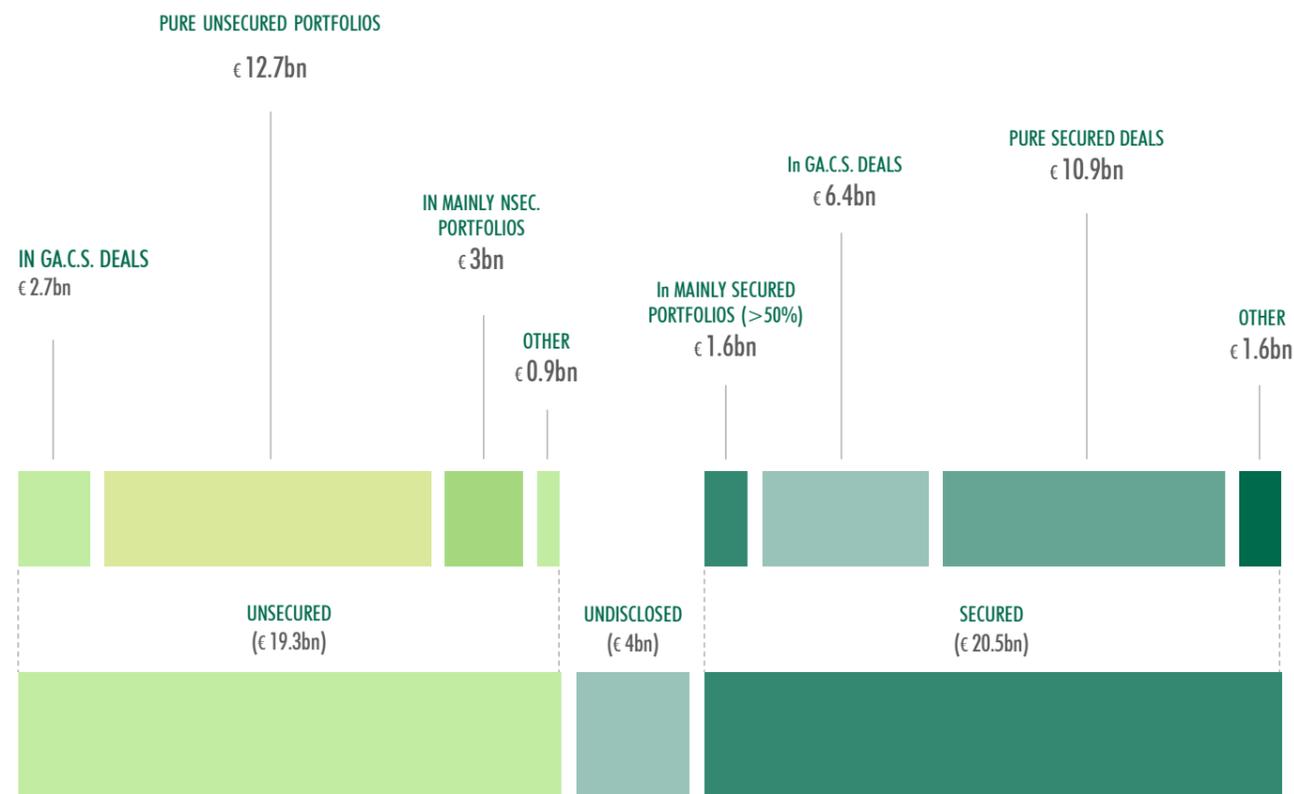
Partendo da questi presupposti, la crescita del comparto secondario appare essere uno dei risultati più diretti e prevedibili, soprattutto considerando anche i risultati di alcuni studi condotti da CBRE su un panel di circa 250 *borrower* con oltre 700 linee di credito cedute tra il 2015 e il 2019: circa il 20% delle esposizioni è risultata

essere sindacata (l'incidenza sale al 25% su un sub-portfolio con il 95% di crediti in bonis/UTP). Ciò significa che le strategie di workout dovranno probabilmente prendere in considerazione anche l'eventuale necessità di ricostruire il pool creditizio dopo che, in vari casi, le banche originarie hanno ceduto le proprie posizioni a soggetti diversi.

L'aggregazione può poi essere un fattore chiave anche in termini di effettiva concentrazione delle attività di servicing: il panorama italiano è attualmente caratterizzato dalla presenza di un numero elevato di soggetti (tra i 40 e i 50) attivi in questo ambito, con oltre 270 miliardi di Asset under Management (AuM) concentrato tra i primi 10 operatori; un'ulteriore fase di M&A legata a questo tipo di industria appare essere un passaggio strutturale in un processo di consolidamento come quello che il mercato sta attualmente attraversando.

Pare quindi evidente che molti degli aspetti con cui il mercato sarà chiamato a confrontarsi a partire dal 2020 siano legati alla industry che si è sviluppata in Italia negli ultimi 5 anni e alle relative performance. La crescente attenzione dedicata alle fasi di workout, successive alle acquisizioni record registrate nella fase espansiva del ciclo, e l'incidenza sempre più netta di transazioni legate a UTP e single-name possono inoltre portare a un'ulteriore convergenza dei mercati legati al credito deteriorato e al real estate. Si stima infatti che circa un miliardo di prodotto immobiliare istituzionale possa trovarsi sul mercato nei prossimi 12-18 mesi come risultato di operazioni di attività di ristrutturazione del debito o di credit collection. La stima fa inoltre riferimento a un panel abbastanza contenuto di posizioni (meno di 25 borrower), oggetto di analisi svolte da parte di CBRE nell'arco del solo 2019.

TRANSAZIONI 2019: SEGMENTAZIONE PER TIPO DI ESPOSIZIONE



5 FATTORI



1. CONSOLIDAMENTO DEI VOLUMI | Il 2019 ha registrato un volume di transazioni ancora superiore alla media quinquennale 2014-2018. È possibile aspettarsi un ulteriore consolidamento, legato anche all'andamento delle attività sul mercato primario, dove il totale di Non Performing Exposure (NPE) è passato dai 340 miliardi del 2015 agli attuali 160. Andranno però contestualmente valutati gli impatti generati dallo sviluppo del mercato secondario.



2. SECONDARY TRADING | Dopo una fase espansiva legata quasi esclusivamente all'attività di deleveraging sul mercato primario, differenti fattori portano a ipotizzare una crescita tendenziale del numero di operazioni legate al secondary trading. Tra questi, si sottolinea che il volume di NPE attualmente in pancia al sistema bancario risulta essere inferiore a quello passato in gestione a investitori e servicer.



3. SETTORE BANCARIO E OPERAZIONI STRAORDINARIE | Nonostante gli indici di borsa delle banche abbiano subito pressioni minori rispetto agli anni precedenti, restano ancora vari dossier da affrontare, tra cui Carige o Banca Popolare di Bari. La risoluzione di queste situazioni potrebbe portare a nuove operazioni massive, come la potenziale cessione in blocco del portafoglio UTP di BMPS, propedeutica all'uscita del Tesoro dall'azionariato della banca.



4. FOCUS SU MANAGEMENT E COLLECTION | Con oltre 200 miliardi di NPE passate di mano negli ultimi anni, il focus del mercato ha iniziato a spostarsi sempre più pesantemente sulle attività di workout e recupero, rispetto all'esigenza di smaltire lo stock dei crediti deteriorati detenuti dal sistema bancario. Le performance sulle attività di gestione costituiranno un fattore importante per lo sviluppo del mercato a partire già dal breve-medio termine.



5. ACCENTRAMENTO DELL'INDUSTRIA | Il mercato italiano presenta, in questo momento, una forte concentrazione in termini di AuM all'interno dei primi 10 servicer, ma è anche caratterizzato dalla presenza di oltre 40 operatori attivi in questo segmento. L'attività di M&A potrebbe quindi da un lato contribuire al consolidamento di questo mercato e dall'altro supplire a una potenziale mancanza di prodotto utile ad accrescere ulteriormente le piattaforme attualmente in posizione di leadership.



OUTLOOK SOSTENIBILITÀ

LA SOSTENIBILITÀ CHE CONTA: TENDENZE PER LO SVILUPPO ECONOMICO FUTURO

La sostenibilità è la caratteristica di un processo che può essere mantenuto stabilmente nel tempo; oggi richiede comportamenti a cui siamo chiamati dalle più alte istituzioni del pianeta.

Queste istituzioni, infatti, stanno mettendo in atto numerosi processi che hanno l'obiettivo di far convergere verso comportamenti sostenibili in tutte le attività umane, favorendo una visione nuova, che chiede di ripensare la produzione industriale, nostra compagna da tre secoli, in una nuova produzione sostenibile e che chiede al nostro sistema finanziario di trovare nel suo funzionamento soluzioni sostenibili. Tra le iniziative in merito, vale la pena ricordare i 17 Obiettivi di Sviluppo delle Nazioni Unite, dei quali almeno 6 collegati alla mitigazione climatica e alla sostenibilità, promossi nel 2015 per ottenere miglioramenti già apprezzabili al 2030, e il World Economic Forum, che nel 2018 ha enunciato i 10 maggiori rischi per il pianeta, tra i quali ben 7 sono collegati al clima.

Sull'argomento, anche l'Unione Europea si è espressa chiaramente, emettendo, attraverso la sua Commissione Esecutiva, un documento sullo sviluppo economico del prossimo quinquennio, "The European Green Deal"¹, che ha alla base i temi sostenibilità e digitalizzazione.

Il primo obiettivo di questa dichiarazione politica è il raggiungimento della crescita economica nel rispetto degli obiettivi di contenimento delle emissioni di Gas Serra (GHG) entro il 2050, ovvero il pareggio del bilancio climatico, in linea con gli obiettivi posti dalle Nazioni Unite, per il benessere dei cittadini.

La speranza, però, è quella di superare questi obiettivi attraverso una serie di misure che riguardano anche l'immobiliare, comparto produttore del 30% delle emissioni europee. Una prima misura riguarda le ristrutturazioni energetiche del patrimonio immobiliare esistente, che deve trovare applicazione regolatoria dal 2020 in tutte le nazioni europee e che dovrà procedere a un ritmo doppio rispetto a quello tenuto fino ad oggi, raggiungendo una quota del 2,4% di rinnovo per anno.

Un'altra misura riguarda l'inclusione di nuove asset class nel meccanismo di ETS (*Emission Trading System*), tra cui gli immobili, che potranno diventare produttori virtuosi di certificati bianchi, quindi capaci di assorbire GHG, grazie a soluzioni naturali da inserire negli edifici: per fare un esempio, le facciate verdi e i tetti verdi trasformeranno gli immobili e le nostre città in sistemi capaci di assorbire GHG e ci faranno avvicinare al bilancio climatico neutrale più velocemente.

La traiettoria di avvicinamento agli obiettivi di bilancio climatico neutrale è stata basata su evidenze scientifiche, elaborate per prime dall'IPCC, e poi fatte proprie dai vari attori privati del mercato. Ad esempio, GRESB, uno dei più rilevanti benchmark di valutazione dei parametri sostenibili nel settore immobiliare, tiene pubblicamente monitorato l'andamento della traiettoria del portafoglio analizzato.

Il monitoraggio della traiettoria consente di verificare l'allineamento, l'avanzamento o l'arretramento di un portafoglio immobiliare rispetto all'obiettivo di bilancio climatico neutro al 2050 e di porre in essere azioni migliorative, quali le ristrutturazioni energetiche. Le traiettorie dovranno guidare le strategie di adeguamento dei portafogli immobiliari nel prossimo futuro, segnando il percorso della nostra giusta transizione ("Just Transition").

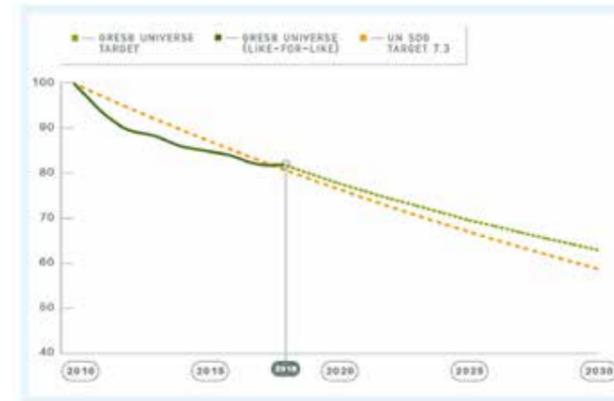
Con l'obiettivo di lavorare su condizioni note e condivise agli investitori, la prima legge europea sul clima sarà proposta dalla Commissione Europea nel marzo del 2020 e punterà a rendere obbligatorie le politiche già annunciate e a dare il via agli investimenti.

Tutto ciò avviene all'interno della architettura della Finanza Sostenibile, come enunciata nella Direttiva del maggio 2018, per "favorire gli investimenti sostenibili in tutte le attività economiche", che sarà emanata nella sua veste finale nella primavera 2020, dopo le consultazioni aperte a giugno 2019. Ognuna delle attività economiche considerate all'interno della NACE (la classificazione statistica delle attività economiche nelle Comunità europee), infatti, ha specifiche norme di indirizzo, inclusa la categoria Real Estate. Al momento, la norma è di applicazione volontaria: gli investitori interessati a fondi che emettono azioni green potranno far riferimento a essa per provare che il proprio sottostante sia effettivamente sostenibile e verde. Un immobile sostenibile deve essere in linea con le performance migliori del mercato (entro la quota più virtuosa del 15%) e avere un attestato di prestazione energetica (APE) almeno di

¹ Si veda https://ec.europa.eu/info/publications/communication-european-green-deal_en



TRAIETTORIA DI DECARBONIZZAZIONE GRESB



Fonte: GRESB Real Estate 2019 Results.

livello B o avere certificazioni ambientali emesse da enti riconosciuti (per fare qualche esempio: Leed, Well, Energy Star, HQE).

In questa direzione le alte istituzioni del pianeta non stanno andando da sole; il mercato le segue, riconosce i vantaggi della sostenibilità e, in maniera omogenea, nei vari mercati, ne apprezza il valore.

Con un focus sul settore immobiliare, tale riconoscimento avviene nella convergenza degli interessi di investitori e conduttori. I primi vedono

riconosciute le loro politiche ESG nel mercato, dove l'acquisto dei titoli green è più veloce di altri; vedono riconosciuto il valore dei loro immobili, se green, e di questi percepiscono la migliore appetibilità alla locazione grazie a *tenant* di *standing* più elevato, a canoni più stabili e durevoli. Tutto ciò traduce la qualità costruttiva sostenibile in un premio di valore che si attesta intorno al 10%, come dimostrato da ricerche di mercato condotte nell'ultimo decennio in diversi paesi (USA, Australia, Italia, UK, Danimarca, Francia, Irlanda)².

I secondi orientano le loro scelte locative in base alla propria ESG *policy*, che sempre di più richiede un abbassamento dei consumi ma soprattutto è alla ricerca di luoghi lavorativi di elevata qualità ambientale, dove il benessere umano sia principio, e individuano in sostenibilità e qualità ambientale strumenti di affezione dei dipendenti e di efficienza produttiva³, quantificando i notevoli benefici della qualità degli spazi di lavoro.

Anche i professionisti della progettazione, gestione e operazione degli immobili convergono in questa direzione, poiché scelgono la qualità come strumento di eccellenza, per vincere la competizione del mercato. In questo contesto, il vantaggio competitivo offerto dagli immobili green agli investitori diventerà un elemento sempre più attraente, fino a diventare la norma nel mondo a venire.

² A questo proposito CBRE Italia, insieme all'Università di Venezia, ha condotto una ricerca sul Valore degli immobili certificati Green in Italia nel periodo 2008-2018. Per maggiori informazioni si veda: Micelli, Mangialardo, Saccani, 2018, "Does Sustainability affect real estate market values? Empirical evidence from office market buildings in Milan", Sustainability, 11, December 2018.

³ A tale proposito CBRE si è misurata in una ricerca sul comportamento dei dipendenti in immobili con alte caratteristiche di benessere ambientale, condotta in collaborazione con l'Università di Twente. Per maggiori informazioni si veda: CBRE, 2017, "The snowball effect of healthy offices", Amsterdam.

CONTATTI

Per maggiori informazioni su questo report, contatta:

Giulia Ghiani

Head of Research

giulia.ghiani@cbre.com

Tommaso Romagnoli

Research Analyst

tommaso.romagnoli@cbre.com

Valentina Pinzi

Research & GIS Analyst

valentina.pinzi@cbre.com

Per maggiori informazioni su tutti i servizi di CBRE Italia, contatta:

Alexandre Astier

MD Capital Market

alexandre.astier@cbre.com

Davide Cattarin

MD Valuation Advisory Services

Italy

davide.cattarin@cbre.com

Gaetano Lamacchia

Retail Director

gaetano.lamacchia@cbre.com

Franco Rinaldi

Head of Asset Services

franco.rinaldi@cbre.com

Camilla Bastoni

COO GWS,

Head of Strategic Consulting

camilla.bastoni@cbre.com

Alberto Cominelli

Head of Project Management

alberto.cominelli@cbre.com

Andrea Mancini

Head of Residential Investment

Properties

andrea.mancini@cbre.com

Federica Saccani

Head of Building Consultancy &

Sustainability

federica.saccani@cbre.com

Francesco Calia

Head of Hotels Italy

francesco.calia@cbre.com

Matt Cook

Head of GWS Italy and SEMED

matt.cook@cbre.com

Stefano Mellace

Head of Client Solutions

stefano.mellace@cbre.com

Andrea Carlo Sala

Head of Office Investment Properties

andreacarlo.sala@cbre.com

Andrea Calzavacca

Head of Loan Advisory

Capital Advisors, Italy

andrea.calzavacca@cbre.com

Massimiliano Eusepi

Head of Advisory & Transaction

Services Office - Rome

massimiliano.eusepi@cbre.com

Martina Muelhoefer

Head of Capital Advisors

martina.muelhoefer@cbre.com

Marcello Zanfi

Head of Advisory & Transaction

Services High Street

marcello.zanfi@cbre.com

Stefania Campagna

Head of Advisory & Transaction

Services Office - Milan

stefania.campagna@cbre.com

Silvia Gandellini

Head of Retail Investment

Properties

silvia.gandellini@cbre.com

Alessandro Petrucci

Head of Industrial & Logistics

alessandro.petrucci@cbre.com

Le informazioni contenute nel presente documento, comprese le proiezioni, sono state ottenute da fonti ritenute affidabili. Visto che non dubitiamo della loro accuratezza, non le abbiamo verificate e non forniamo alcuna garanzia a riguardo. È vostra responsabilità trovare conferma in modo indipendente dell'accuratezza e completezza delle stesse. Le informazioni ivi contenute sono destinate esclusivamente ad un uso da parte di clienti e professionisti CBRE e tutti i diritti sul materiale sono riservati e non possono essere riprodotti senza previa autorizzazione scritta di CBRE.



CBRE