

20  
21

CBRE RESEARCH | ITALIA

ITALIA

# REAL ESTATE MARKET OUTLOOK



CBRE

## EDITORIALE



Lo shock causato dalla pandemia Covid-19 ha determinato anche nell'immobiliare, come in altri settori, cambiamenti di certo importanti ma, nella maggior parte dei casi, ha solo accelerato processi di trasformazione già in atto. Ha rappresentato, in sostanza, una sorta di catalizzatore che ha rafforzato il trend di crescita della Logistica e del Residenziale e ha esacerbato l'incertezza legata al Retail; gli Hotel hanno invece subito un brusco stop, ma sono destinati ad una ripresa rapida col progressivo risolversi della crisi sanitaria; per quanto riguarda gli Uffici, la crisi ha fatto sorgere diversi interrogativi su configurazione, dimensionamento e qualità degli spazi ma questa rimarrà comunque la principale asset class del mercato immobiliare italiano.

Si tratta di un veloce quadro di carattere qualitativo in un 2020 che, nei numeri, ha visto un calo del volume degli investimenti sull'anno precedente del 29%, raggiungendo € 8,8 miliardi

di transazioni immobiliari commerciali in Italia: in sostanza, dopo un 2019 da record, si ritorna ai livelli del 2018, su cui avevano pesato soprattutto l'incertezza politica e l'aumento dello Spread.

Da notare il calo della quota di investimenti stranieri, passati dal 69% al 59% del totale. Non crediamo questo sia dovuto a un qualche motivo specifico di disaffezione nei confronti dell'Italia da parte degli investitori paneuropei quanto al fatto che l'attività di questi ultimi si è ridotta in tutta Europa causa Covid-19, mentre gli investitori locali domestici hanno addirittura aumentato il totale degli investimenti effettuati in Italia nel 2020 rispetto al 2019, probabilmente ritenendo il mercato nazionale più sicuro in un momento di incertezza.

Ma diamo uno sguardo all'andamento dei principali segmenti del mercato in Italia. La Logistica, evidentemente spinta dall'e-commerce, è cresciuta rispetto al 2019. Lo stesso può dirsi per il Residenziale, soprattutto quello destinato a locazione. Quest'ultimo è un mercato poco sviluppato in Italia, che sta crescendo per due motivi: è anti-ciclico per definizione e, in ragione dei ribassi record dei tassi d'interesse, offre guadagni interessanti al netto dei costi di finanziamento, tenendo anche conto dei rendimenti molto bassi, spesso addirittura negativi, di investimenti alternativi.

In generale, riteniamo che il rafforzamento di Logistica e Residenziale proseguirà anche nel 2021, anno in cui prevediamo possa tornare, a partire dal secondo semestre, un buon interesse anche sul settore alberghiero, pesantemente penalizzato nel 2020. Un fattore che potrebbe aiutare il suo recupero – premesso che con ogni probabilità rivedremo i numeri, in termini di presenze del 2019, solo nel 2023 – è sicuramente il trend di consolidamento e di innalzamento qualitativo iniziato da alcuni anni ma su cui bisogna fare ancora molta strada se si pensa che siamo il Paese europeo con il maggior numero di camere e la minore diffusione di catene alberghiere. Anche in questo caso è plausibile che il fattore pandemia farà da acceleratore.

Sul Retail gli elementi di incertezza che già gravavano sulle prospettive del settore si sono in parte acuiti, anche come riflesso del boom dell'e-commerce. In Italia il calo delle vendite del retail fisico è stato forse meno marcato che in altri Paesi europei, ma è evidente che il settore dovrà trovare un nuovo equilibrio, finita la Pandemia, ripensando i propri formati.

Capitolo a parte va fatto per gli Uffici. Nel 2020 il settore ha subito un calo a causa ovviamente della diffusione di *smart working* e *remote working*, ma c'è un tema su cui tutti si interrogano: quale sarà la domanda di spazi sul lungo periodo? Una risposta chiara non c'è ancora: nel 2021 il mercato potrebbe restare in calo, come nell'anno appena trascorso, ma è ancora difficile prevedere quale sarà la sua evoluzione fino a che non si consolideranno i nuovi trend nella domanda degli occupier.

In conclusione, qualche breve cenno su quello che potrebbe essere il 2021. Come già detto, per ritornare ai volumi del 2019 bisognerà aspettare almeno il 2022: il dato finale di quest'anno potrebbe collocarsi a metà strada tra il record del 2019 e i risultati del 2020. Solo una stima, ovviamente, ipotizzando una graduale risoluzione della Pandemia grazie al successo delle campagne vaccinali; altri scenari, che ci auguriamo improbabili, sono difficili da prevedere.

Alessandro Mazzanti, CEO CBRE Italy





## 01 | ECONOMIA 05

Il nuovo paradigma delle politiche monetarie e fiscali continuerà a supportare l'economia dei paesi europei. Le previsioni per l'Italia sono di una crescita superiore alla media dell'ultimo quinquennio per il periodo 2021-2023.

## 02 | INVESTIMENTI 13

Il 2020 si chiude con € 8,8 miliardi di investimenti (in calo del 29% su base annua), registrando nuovi record per Logistica e Residenziale. Gli Uffici si confermano la prima asset class, ma gli investitori rimangono cauti in attesa della ripresa della domanda occupier.

## 03 | UFFICI 21

L'incertezza sugli impatti futuri della Pandemia rallenta la domanda di spazi. Gli investitori guardano a operazioni core con eccellenti covenant nei mercati primari, mentre rallentano gli investimenti value-add. Cresce la domanda di spazi flessibili.

## 04 | RETAIL 28

La crescita dell'e-commerce e l'impatto del Covid-19 sulle performance degli occupier frenano gli investimenti e la domanda di nuovi spazi. Landlord e tenant sono attendisti sulle rinegoziazioni, per ora si punta a soluzioni temporanee.

## 05 | LOGISTICA 34

Anno record per investimenti e take-up. Le ottime performance della domanda e la scarsità di prodotto spingono gli investitori verso sviluppi speculativi esplorando nuovi mercati. La crescita dell'e-commerce traina la domanda di Last mile.

## 06 | RESIDENZIALE 41

Investitori sempre più attirati dal Multifamily puntano agli sviluppi per ovviare alla mancanza di prodotto sul mercato italiano. Si concretizzano i primi deal di asset stabilizzati ma i volumi rimangono dominati dalle operazioni value-add.

## 07 | HOTELS 47

Investimenti frenati dal severo impatto della Pandemia sulle performance del settore alberghiero, ma non si arrestano gli sviluppi. L'interesse nei confronti del settore rimane alto per trophy asset e operazioni opportunistiche.

## 08 | NPLS 52

Il mercato italiano del credito deteriorato ha chiuso un altro anno con un volume di investimenti GBV superiore alla media annua registrata in questo ciclo (2014-2020). Si prevedono nuovi flussi di sofferenze in arrivo nel 2021, ma molto dipenderà dai veri strascichi che l'emergenza sanitaria avrà sull'economia reale.

REAL ESTATE MARKET  
OUTLOOK 2021  
ITALIA

01

# ECONOMIA



CBRE

# NEI PROSSIMI DUE ANNI L'ECONOMIA GLOBALE RITROVERÀ SLANCIO

## PIL MONDIALE AI LIVELLI PRE-PANDEMIA A FINE 2021

Le principali organizzazioni internazionali e del settore privato sono concordi sul fatto che dopo un forte calo nel 2020, il PIL mondiale nel 2021 recupererà interamente quanto perso nell'anno di crisi, e seguirà una crescita sostenuta nel 2022 (Tab.1). Tale scenario prevede un allentamento delle misure restrittive grazie alla progressiva distribuzione su larga scala di un vaccino contro il virus Covid-19.

La ripresa prevista risulta disomogenea tra Paesi, principalmente a causa della diversa risposta all'epidemia. La Cina, che ha iniziato il rilancio prima degli altri, crescerà fortemente, coprendo oltre un terzo della crescita economica mondiale nel 2021; il contributo dell'Europa e del Nord America rimarrà invece minore del loro peso storico nell'economia mondiale (fonte: OCSE).

## BUONE NOTIZIE PER IL COMMERCIO MONDIALE NEL MEDIO TERMINE

Nonostante il notevole rimbalzo nel terzo trimestre, il commercio e la produzione industriale mondiale non hanno recuperato il livello precedente la Pandemia (Fig.1). Nella prima metà del 2020 i volumi del commercio globale si sono fortemente ridotti, con il commercio di merci in calo del 16% rispetto al livello pre-pandemia (fonte: OCSE). Complessivamente l'OCSE stima una contrazione del commercio mondiale del 10,3% nel 2020, un incremento del 3,9% nel 2021 e del 4,4% nel 2022 (Tab.1).

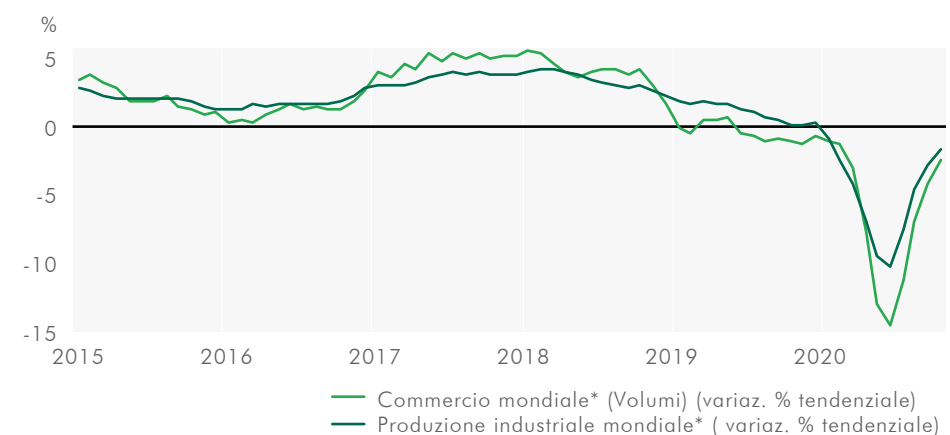
**TAB.1 PROIEZIONI SULL'ANDAMENTO DELLA CRESCITA MONDIALE**  
(Tasso di variazione percentuale annuale)

| Aggregato        |                                                 | 2020  | 2021 | 2022 |
|------------------|-------------------------------------------------|-------|------|------|
| FMI (gen. 2021)  | PIL reale mondiale                              | -3,5  | 5,5  | 4,2  |
|                  | Volumi commercio mondiale                       | -9,6  | 8,1  | 6,3  |
| OCSE (dic. 2020) | PIL reale mondiale                              | -4,2  | 4,2  | 3,7  |
|                  | Volumi commercio mondiale                       | -10,3 | 3,9  | 4,4  |
| BCE (dic. 2020)  | PIL reale mondiale - Esclusa l'euro area        | -3,0  | 5,8  | 3,9  |
|                  | Volumi commercio mondiale - Esclusa l'euro area | -9,2  | 7,1  | 3,9  |

Fonte: Fondo Monetario Internazionale, OCSE e Banca Centrale Europea

Le prospettive di medio termine sono in miglioramento. Il "no deal" Brexit è stato evitato e, conseguentemente, anche l'impatto negativo sugli scambi commerciali e l'aumento delle tariffe (con effetti in particolare sull'*automotive*, sul trasporto aereo e sul settore farmaceutico). Inoltre, con la vittoria di Joe Biden alle elezioni USA, le politiche di stampo protezionistico, che hanno frenato gli scambi commerciali internazionali negli ultimi anni, saranno quantomeno attenuate ed è credibile comunque che l'amministrazione Biden ritorni a un approccio negoziale più cooperativo.

**FIG.1 PRODUZIONE INDUSTRIALE E COMMERCIO MONDIALE**



\* Media mobile su tre mesi della variaz. % tendenziale

Fonte: CBRE Research su dati CPB World Trade Monitor.

## BALZO DEL DEFICIT E DEL DEBITO PUBBLICO MONDIALE

Lo slancio dell'economia globale previsto per i prossimi tre anni è in gran parte generato dall'aumento della spesa pubblica in deficit in una situazione di debolezza della domanda aggregata. Lo stimolo fiscale ha tuttavia prodotto una notevole dilatazione del debito monetizzato dalle banche centrali, con prevedibili effetti negativi sulla crescita mondiale di lungo periodo.

Il deficit pubblico globale è passato dal 3% del PIL nel 2019, all'11,5% nel 2020 e si stima che sarà pari all'8,4% nel 2022 (fonte: OCSE). Nel breve periodo l'aumento del debito non ha creato problemi di sostenibilità poiché il suo costo (gli interessi sul debito) è attualmente molto basso in tutte le principali economie. Tuttavia, futuri aumenti dei tassi d'interesse (per ora non previsti) potranno riproporre diffusi problemi di stabilità finanziaria nei Paesi più indebitati.

## ECONOMIA EUROPEA PREVISTA IN RIPRESA NEL NEL CORSO DEL 2021

Il PIL reale dell'area dell'euro è diminuito del 15% nella prima metà del 2020 ed è poi cresciuto del 12,5% nel terzo trimestre, registrando un aumento notevolmente superiore a quello previsto nelle proiezioni iniziali della Banca Centrale Europea (BCE). In attesa dei dati ufficiali, si stima che la recrudescenza dei contagi da Covid-19 nei vari paesi abbia determinato un nuovo calo del PIL nel quarto trimestre 2020 e una crescita modesta anche nel primo trimestre del 2021 (fonte: BCE).

Una ripresa consistente, pari all'1,7% (fonte: BCE), è prevista invece nel secondo trimestre 2021 nello scenario di un progressivo alleggerirsi delle restrizioni governative e come conseguenza degli effetti moltiplicativi degli stimoli monetari e fiscali. Per il prossimo biennio tutte le previsioni suggeriscono una significativa ripresa della crescita tra il 3,6% e il 4,7% nel 2021, e tra il 2,8% e il 4,2% nel 2022 (Tab.2).

## LA SOSPENSIONE DELLE REGOLE DI BILANCIO DELL'EUROZONA ASSICURA SOSTEGNO AL LIVELLO DI ATTIVITÀ DEGLI STATI MEMBRI

Nel 2020, il sostegno di bilancio per l'Eurozona, costituito da trasferimenti e sovvenzioni a imprese e famiglie, ha rappresentato circa il 4,5% del PIL dell'area euro (fonte: BCE). Al tempo stesso, i provvedimenti di stimolo del *Next Generation EU*, saranno lo 0,5% del PIL in ciascun anno dal 2021 al 2023 (la metà dei sussidi per il periodo 2021-2026).

Come conseguenza dei bilanci espansivi dei diversi Paesi, nel 2020 il rapporto Debito/Pil europeo è passato dall'85,9% del 2019 al 101,7% (stima della Commissione Europea). Una misura dell'espansività delle politiche di bilancio è data dall'incremento del rapporto Deficit/PIL dell'area Euro, che è passato dallo 0,62% nel 2019 all'8,75% nel 2020 e, secondo le previsioni, passerà al 6,44% nel 2021 (dati AMECO, Commissione Europea). Tale espansione fiscale sosterrà i redditi e limiterà la perdita di occupazione e il numero di fallimenti nel corso dell'anno appena iniziato nei Paesi in maggiore difficoltà.

TAB.2 PROIEZIONI DI CRESCITA DEL PIL REALE PER L'AREA EURO  
(Variazioni percentuali sul periodo precedente)

|                                   | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| Eurosistema/BCE (gen. 21) (1)     | -7,3 | 3,9  | 4,2  |
| Commissione europea (nov. 20) (2) | -7,8 | 4,2  | 3,0  |
| FMI (gen. 21) (3)                 | -7,2 | 4,2  | 3,6  |
| OCSE (dic. 20) (4)                | -7,5 | 3,6  | 3,3  |
| Consensus Economics (dic. 20) (5) | -7,3 | 4,7  | 2,8  |

Fonte: (1) Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro, gen. 2021. - (2) European Economic Forecast, nov. 2020. - (3) FMI World Economic Outlook, gen. 2021. - (4) OCSE Economic Outlook, dic. 2020. - (5) Consensus Forecasts, dic. 2020.

# ITALIA: DOMINA L' INCERTEZZA, MA SI PREVEDE UNA RIPRESA SOSTENUTA GIÀ NEL 2021

## LA BCE SOSTIENE I BILANCI PUBBLICI NAZIONALI MEDIANTE L'ACQUISTO DI TITOLI DEL DEBITO PUBBLICO E MANTIENE I TASSI D'INTERESSE AI MINIMI

Secondo la stima dell'Osservatorio CPI, a fine settembre 2020 l'Eurosistema (la BCE e le banche centrali) aveva acquistato titoli (per la maggior parte emessi da organismi pubblici) per € 3.542 miliardi, con un incremento di 854 miliardi rispetto al 2019 (Tab.3). Gli acquisti di titoli pubblici italiani ammontano a € 142 miliardi, 30 miliardi in più di quanto l'Italia avrebbe dovuto beneficiare; questa differenza in favore dell'Italia è dovuta alla flessibilità con cui la BCE ha deciso di condurre gli acquisti fin dall'inizio dell'epidemia. L'Osservatorio stima che gli acquisti di titoli pubblici italiani a fine 2020 (circa € 170 miliardi) possano avere un valore sufficiente a coprire l'intero deficit pubblico italiano dello stesso anno.

| Totale titoli pubblici italiani detenuti dall'Eurosistema*   |                  |                  |                |
|--------------------------------------------------------------|------------------|------------------|----------------|
| (in miliardi)                                                | Consistenze 2020 | Consistenze 2019 | Acquisti netti |
| Totale                                                       | 506              | 364              | 142            |
| Totale titoli pubblici e privati detenuti dall'Eurosistema** |                  |                  |                |
|                                                              | Consistenze 2020 | Consistenze 2019 | Acquisti netti |
| Titoli privati                                               | 625              | 490              | 135            |
| Titoli pubblici                                              | 2917             | 2198             | 719            |
| Totale                                                       | 3542             | 2688             | 854            |

**TAB.3**  
**DEBITO PUBBLICO E PRIVATO ITALIANO DETENUTO DALL'Eurosistema**

Fonte: elaborazione Osservatorio CPI su dati Banca d'Italia e BCE (dati di fine terzo trimestre 2020).  
\*nell'ambito del PSPP e PEPP.  
\*\* nell'ambito del APP e PEPP

## IN ITALIA FORTE FRENATA DEL PIL A FINE 2020, RIMBALZO ATTESO SOLO NEL SECONDO TRIMESTRE 2021

Nel 2020 la contrazione del PIL italiano su base annua sarà minore del previsto, ma dopo la caduta del secondo trimestre (-13%, fonte: Istat) e il forte rimbalzo del terzo (15,9%, fonte: Istat), in attesa delle stime ufficiali si prevede che il quarto trimestre sarà nuovamente in territorio negativo a causa degli effetti recessivi della seconda ondata di Covid-19. L'Ufficio Parlamentare di Bilancio valuta che la contrazione del PIL nell'ultimo trimestre possa essere molto pesante, tra 3 ed 8 punti percentuali, in funzione di diversi scenari. Anche Banca d'Italia (Bd'I) prevede un tasso di crescita del PIL del -3,5% nel trimestre.

Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia della Bd'I (aggiornate a gennaio 2021) nello scenario base scontano una contrazione della domanda estera di prodotti italiani del 10,9% per il 2020, con una successiva espansione del 6,9% nel 2021, e di poco più del 4% all'anno nel biennio successivo. Nella stima, per effetto dell'espansione monetaria e della riduzione dei premi per il rischio sovrano, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sarebbero in media inferiori di circa 70 punti base nel 2021, per aumentare gradualmente nei due anni successivi, rispetto a quanto previsto nel luglio 2020.

Nello scenario base, Bd'I assume che l'epidemia torni sotto controllo nella prima metà del 2021 e sia definitivamente superata entro il 2022. Sotto queste ipotesi, lo scenario di base prefigura, dopo una contrazione del PIL del 9,2% nel 2020, una considerevole ripresa nel prossimo triennio (3,5% nel 2021; 3,8 nel 2022; 2,3 nel 2023). Le principali istituzioni risultano inoltre concordi sull'entità della ripresa nei prossimi anni (Tab.4).

In termini congiunturali, Bd'I stima che il PIL reale si sia ridotto nel quarto trimestre 2020 e rimarrà debole a inizio 2021, aumentando poi a ritmi significativi nella parte centrale del 2021. Le previsioni sulla crescita fatte da diverse istituzioni per il 2021 concordano nell'indicare che l'atteso rimbalzo nel primo trimestre sarà smorzato dalla seconda ondata Covid-19; tuttavia, vi è consenso sul fatto che una recessione nel corso dell'anno sia altamente improbabile e che il bilancio finale sulla crescita del 2021 sarà positivo nonostante le difficoltà di inizio anno. In questo scenario, si stima inoltre che il contributo alla crescita proveniente dalla politica di bilancio e dall'utilizzo dei fondi europei del *Next Generation EU* possa essere complessivamente di circa 2,5% del PIL nell'arco del triennio 2021-23.

**TAB.4 PROIEZIONI DI CRESCITA DEL PIL REALE PER L'ITALIA**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

|                                   | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| Banca d'Italia (gen. 21) (1)      | -9,2 | 3,5  | 3,8  |
| Commissione europea (nov. 20) (2) | -9,9 | 4,1  | 2,8  |
| FMI (gen. 21) (3)                 | -9,2 | 3    | 3,6  |
| OCSE (dic. 20) (4)                | -9,1 | 4,3  | 3,2  |
| Consensus Economics (dic. 20) (5) | -9,0 | 4,9  | n.d. |

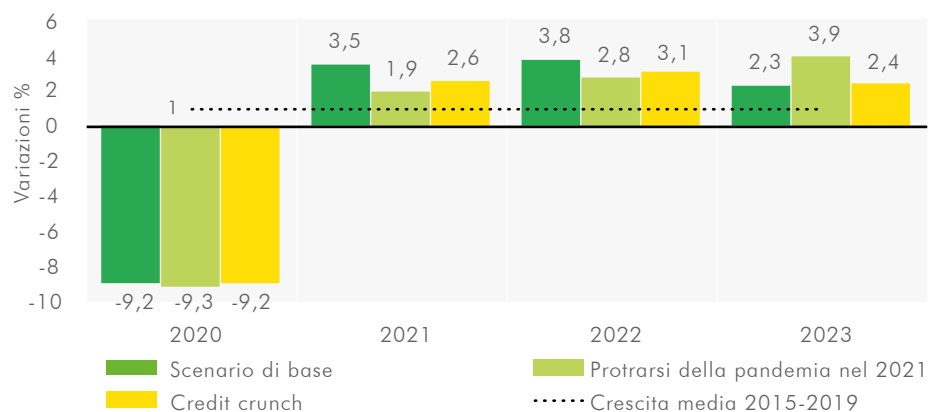
(1) Proiezioni Macroeconomiche per l'Economia Italiana, gen. 2021. - (2) European Economic Forecast, nov. 2020. - (3) FMI World Economic Outlook, gen. 2021. - (4) OCSE Economic Outlook, dic. 2020. - (5) Consensus Forecast, dic. 2020.

# ITALIA: DEBITO PUBBLICO E PRIVATO IN AUMENTO, MA SPREAD E TASSI SCENDONO

## PER IL 2021-2023 BANCA D'ITALIA PREVEDE UNA CRESCITA SUPERIORE ALLA MEDIA DEGLI ULTIMI 5 ANNI IN TUTTI GLI SCENARI CONSIDERATI

Come varianti dello scenario base, Bd'I considera gli effetti di un ritorno della Pandemia nel 2021 ai livelli della primavera 2020 e, come ulteriore alternativa, gli effetti di un *credit crunch* simile alla crisi 2008-2012. È possibile osservare che la crescita prevista per il triennio 2021-2023 è, in tutti gli scenari considerati, notevolmente più alta della crescita media dell'ultimo quinquennio pre-Covid (Fig.2).

FIG.2 BANCA D'ITALIA: PROIEZIONI MACROECONOMICHE DEL PIL REALE PER L'ITALIA (TRE SCENARI)



Fonte: CBRE Research su dati Banca d'Italia, Proiezioni Macroeconomiche (Dicembre 2020)

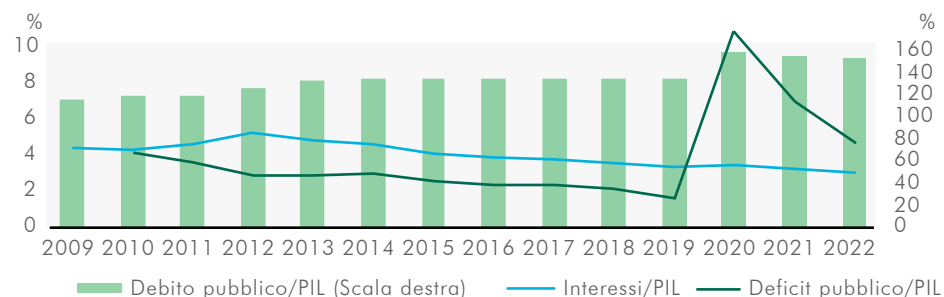
## È CROLLATO IL PREMIO PER IL RISCHIO SUL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

Nel periodo febbraio-dicembre 2020 lo spread BTP-Bund sui decennali è diminuito in modo continuo di circa 180 punti base, nonostante il forte aumento del debito e la grande incertezza macroeconomica. La riduzione dello spread è una conseguenza dei maggiori acquisti (rispetto alla quota dovuta all'Italia) dei titoli pubblici italiani da parte della BCE, del cambiamento delle regole di bilancio europee, e dell'accettazione del principio di mutualizzazione (tenue) del debito: tutti fattori

## LA COMBINAZIONE TRA ALTO DEFICIT PUBBLICO E BASSI TASSI D'INTERESSE ASSICURA LA SPINTA PER UN RIMBALZO DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA A BREVE TERMINE

Come conseguenza delle maggiori spese e del minore gettito fiscale determinati dal deterioramento del quadro macroeconomico e dagli interventi di contrasto della crisi pandemica, nel 2020 il rapporto Debito pubblico/PIL in Italia ha raggiunto il 158%, registrando un incremento di 24 punti percentuali circa rispetto al 2019 (Fig.3). Nello stesso periodo il rapporto Deficit/PIL ha raggiunto il 10,8%, dall'1,6% del 2019. Entrambi i rapporti hanno raggiunto il livello più alto degli ultimi decenni. Il Governo manifesta tuttavia l'intenzione di riportare il rapporto Debito/PIL sui livelli precedenti la Pandemia entro la fine del decennio, con l'obiettivo di evitare che futuri aumenti dei tassi d'interesse creino problemi di sostenibilità del debito o comprimano i margini di spesa su voci essenziali del bilancio pubblico.

FIG.3 DEBITO PUBBLICO, DEFICIT PUBBLICO E SPESA PER INTERESSI



Fonte: CBRE Research su dati Banca d'Italia

che hanno tranquillizzato i mercati sulla solvibilità dello Stato italiano. La BCE ha comprato la quasi totalità del nuovo debito e la spesa per interessi ha continuato a ridursi, portandosi ai livelli storici minimi, in rapporto sia al PIL sia al gettito fiscale. La combinazione dello stimolo derivante dall'espansione fiscale in deficit con i bassi tassi interesse che garantiscono solvibilità del debito pubblico e stabilità finanziaria all'Italia, rappresenta un fattore positivo per la crescita a breve termine nel 2021.

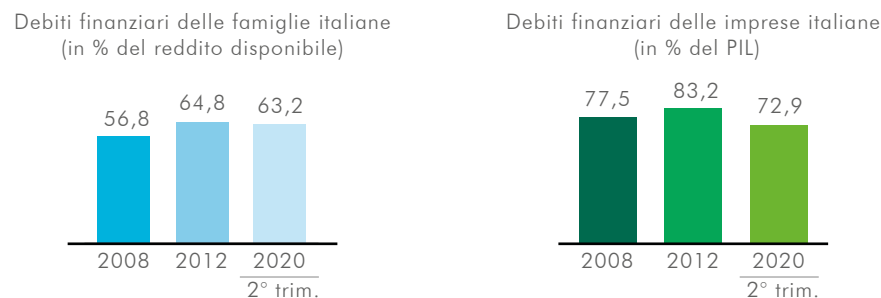
# ITALIA: AUMENTO DEI PRESTITI BANCARI A FAMIGLIE E IMPRESE, MA RISCHI PER ORA LIMITATI

## DEBITI FINANZIARI DI FAMIGLIE E IMPRESE VICINI AI LIVELLI 2008 E 2012, MA COPERTI DALLA GARANZIA GOVERNATIVA

La contrazione del valore dei patrimoni netti delle famiglie e delle imprese a causa dell'aumento dell'indebitamento netto privato è uno dei problemi cruciali delle fasi di crisi come quella attuale, poiché può avviare una spirale di fallimenti e creare difficoltà al sistema creditizio. Inoltre, riduce la domanda aggregata con possibili effetti negativi su investimenti e domanda di asset immobiliari.

Il livello dell'indebitamento di famiglie e imprese italiane alla fine del primo semestre 2020 è risultato vicino a quello raggiunto nelle crisi del 2008 e del 2012 (fonte: Bd'I, ultimo dato disponibile riferito al secondo trimestre del 2020, Fig.4). A differenza di quegli anni, tuttavia, numerose posizioni debitorie sono ora coperte dalla garanzia governativa, i crediti deteriorati sono circa il 30% del livello del 2015 e, nonostante l'aumento atteso per il 2021, non costituiscono per ora una minaccia per il credito bancario.

FIG.4 DEBITI FINANZIARI DI FAMIGLIE E IMPRESE ITALIANE



Fonte: CBRE Research su dati Banca d'Italia

## GARANZIE PUBBLICHE SUI CREDITI E AZIONE DELLA BCE INTERROMPONO IL LEGAME TRA RECESSIONE, CREDITI IN SOFFERENZA E CREDIT CRUNCH

Nel 2020 le condizioni di accesso al credito sono rimaste invariate rispetto al 2019, su livelli buoni (fonte: Bd'I, Fig.5). I tassi d'interesse sui nuovi prestiti, per le famiglie e le imprese, hanno raggiunto il livello storico minimo.

Tuttavia, esiste un allarme per il futuro circa gli effetti di un possibile aumento dei crediti bancari in sofferenza e per l'esposizione delle banche italiane al rischio di diminuzione dei prezzi dei titoli pubblici in loro possesso.

Entrambi i fattori menzionati, deteriorando le condizioni patrimoniali delle banche, potrebbero accrescere la probabilità di una contrazione quantitativa del credito e di un peggioramento delle sue condizioni.

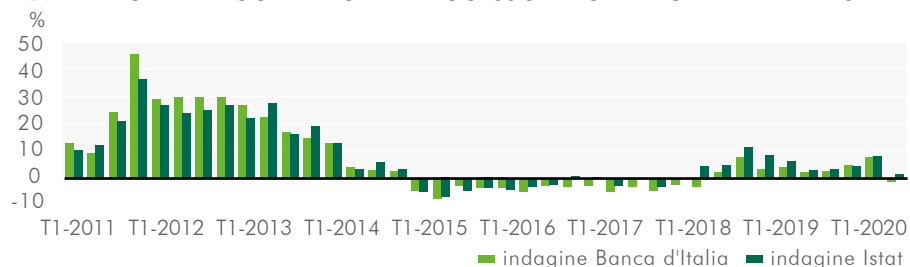
I dati mostrano tuttavia che nel primo semestre del 2020 è proseguita la riduzione

dei crediti deteriorati iniziata nel 2015 e che pertanto la paventata ipotesi di un *credit crunch* è, per questo fattore, da considerarsi attualmente poco probabile (Fig.6).

L'altro fattore di rischio, legato a possibili riduzioni del valore dei titoli pubblici detenuti dalle banche, non appare rilevante nell'immediato; il rischio si porrebbe qualora la ripresa economica determinasse aumenti consistenti dei tassi di interesse e pertanto una contrazione dei prezzi dei titoli pubblici.

L'opinione prevalente al riguardo è che difficilmente questo potrà accadere prima della seconda metà del 2022. I dati BCE mostrano che le banche italiane sono, nell'area Euro, tra quelle maggiormente esposte al rischio sui titoli pubblici (maggiori consistenze), ma non si trovano attualmente in prima fila per gli NPL.

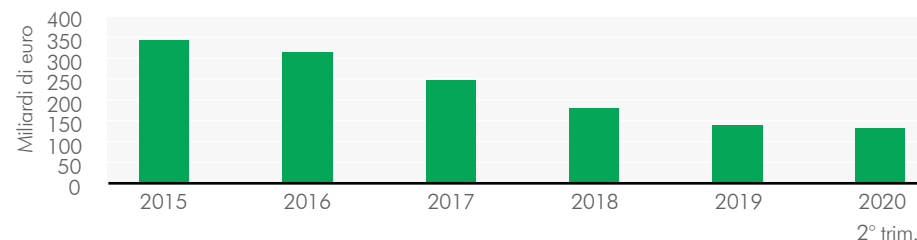
FIG.5 INDICI DELLE CONDIZIONI DI ACCESSO AL CREDITO PER LE IMPRESE\*



\*percentuale netta di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito.

Fonte: CBRE Research su dati Banca d'Italia e Istat

FIG.6 CREDITI DETERIORATI ITALIA



Fonte: CBRE Research su dati Banca d'Italia

# ITALIA: POSSIBILE UN RILANCIO STRUTTURALE DELLA CRESCITA?

## ATTESI PERSISTENTI EFFETTI POSITIVI DEL PIANO EUROPEO SU CRESCITA ECONOMICA E PRODUTTIVITÀ

Il Piano europeo sulla crescita *Next Generation EU* prevede un Piano per l'Italia (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, PNRR) di 209 miliardi i cui obiettivi operativi riguardano l'aumento della produttività del settore privato e l'efficientamento del settore pubblico, in particolare: riduzione della durata dei processi e digitalizzazione delle procedure giudiziarie; investimenti nelle tecnologie digitali del settore pubblico e privato (PMI e nei settori più colpiti dalla pandemia, turismo e cultura); investimenti nell'efficienza energetica del sistema produttivo; riqualificazione degli edifici; mobilità locale sostenibile e fonti energetiche rinnovabili; investimenti in istruzione e ricerca; conciliazione vita-lavoro e parità di genere.

Secondo le stime del Ministero dell'Economia e Finanza (MEF), il primo impatto sulla crescita del Paese di tale Piano sarà visibile nel 2022. Tuttavia, gli effetti positivi continueranno almeno fino al 2026.

Anche nello scenario meno ottimistico del MEF, gli effetti sulla crescita serviranno ad attenuare l'impatto di un eventuale minore sostegno monetario all'economia (previsto dalla seconda metà del 2022) e dei conseguenti problemi di bilancio e di sostenibilità del debito (Fig.7).

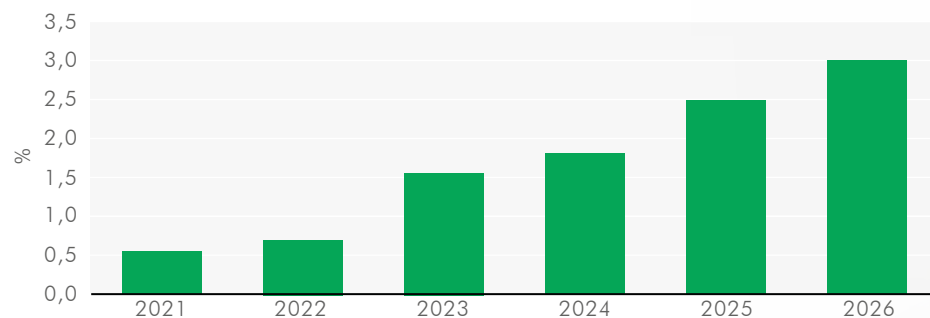
Se realizzate, le riforme previste produrranno un rilevante *shock* positivo non solo sulla domanda aggregata, ma anche dal lato dell'offerta, operando sull'efficienza del settore pubblico (digitalizzazione e riorganizzazione), della giustizia (accorciamento dei tempi delle procedure), sulle infrastrutture e sugli investimenti privati, con un aumento della produttività e della crescita del PIL potenziale.

Se le prospettive di crescita si realizzeranno, il Piano dovrebbe dunque favorire un miglioramento strutturale del bilancio pubblico e la stabilizzazione dello Spread, aumentando la sostenibilità del debito pubblico italiano, attualmente principale elemento di rischio per l'economia del Paese.

Un ulteriore fattore di rischio è costituito dall'instabilità politica, accentuatasi a gennaio. Essa tuttavia non ha determinato i forti aumenti del premio per il rischio sovrano verificatisi nel passato. Il nuovo assetto monetario e fiscale europeo sembra coprire l'Italia da fenomeni di forte volatilità dello Spread di origine politica. Risulta più incerto se tale copertura opererebbe qualora l'attuale instabilità sfociasse in elezioni anticipate, con possibili mutamenti della politica economica e delle relazioni con l'Europa.

FIG.7 IMPATTO DEL PNRR SUL PIL ITALIANO

(Scostamenti Percentuali Rispetto Allo Scenario Base\*)



\*scenario in assenza degli interventi del PNRR

Fonte: CBRE su Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (Bozza gennaio 2021)

## KEY TAKEAWAY



- Un forte slancio dell'economia globale è previsto per i prossimi tre anni: esso riporterà il PIL a livelli pre-pandemia a fine 2021, secondo molteplici previsioni. Tale ripresa è generata principalmente dall'aumento della spesa pubblica in deficit in una situazione di debolezza della domanda aggregata.
- Lo stimolo fiscale ha tuttavia prodotto una notevole dilatazione del debito monetizzato dalle banche centrali a livello mondiale. In Europa è nato un nuovo paradigma di politiche monetarie e fiscali, in particolare:
  - la sospensione delle regole di bilancio dell'Eurozona assicura sostegno al livello di attività dei Paesi;
  - la BCE sostiene i bilanci pubblici nazionali mediante l'acquisto di titoli del debito pubblico e mantiene i tassi d'interesse ai minimi.
- In Italia, si attende un rimbalzo della crescita economica nel secondo trimestre 2021. Per il biennio 2021-2023 la Banca d'Italia prevede un tasso di crescita superiore alla media degli ultimi 5 anni in tutti gli scenari considerati.
- I debiti finanziari di famiglie e imprese italiane sono vicini ai livelli 2008 e 2012, ma coperti in grande misura dalla garanzia governativa. Aumentano i prestiti bancari a famiglie e imprese. Il *credit crunch* non sembra ancora essere un rischio.
- Crolla il premio per il rischio sul debito pubblico italiano nonostante il forte aumento del debito e la grande incertezza macroeconomica, grazie agli interventi della BCE.
- La combinazione alto deficit pubblico-bassi tassi d'interesse assicura la spinta per un rimbalzo dell'attività economica a breve termine.
- Si prevedono effetti positivi del Piano Europeo sulla crescita economica italiana di lungo periodo e sulla produttività.

REAL ESTATE MARKET  
OUTLOOK 2021  
ITALIA

02

# INVESTIMENTI



CBRE

## 2020: GLI INVESTITORI CERCANO ASSET SICURI, CAUTELA SUL VALUE-ADD

### L'AVVERSIONE AL RISCHIO SI CONTRAPPONE ALL'AMPIA LIQUIDITA' NON ANCORA ALLOCATA

Il volume degli investimenti nel Commercial Real Estate in Italia nel 2020 si è chiuso a € 8,8 miliardi in calo del 29% rispetto al 2019, anno record per il settore, ma in linea con il 2018 (Fig.8). Nel corso dell'anno i volumi di investimento non hanno presentato significative oscillazioni, rimanendo attorno ai € 2 miliardi a trimestre, a eccezione di un significativo recupero nel corso del quarto trimestre (€ 2,9 miliardi, +53% sul Q3).

La componente estera degli investimenti nel 2020 si è ridotta, scendendo al 59% (Fig.9) rispetto a una media nel periodo 2015-2019 del 69%. Sono cresciuti invece gli investimenti domestici, con un incremento in valore assoluto del 10%, grazie soprattutto a grandi operazioni di portafoglio.

Gli effetti del Covid-19 sono stati molteplici, a partire dal rallentamento e conseguente slittamento della *pipeline* degli investimenti a causa delle restrizioni imposte durante il periodo di *lockdown*.

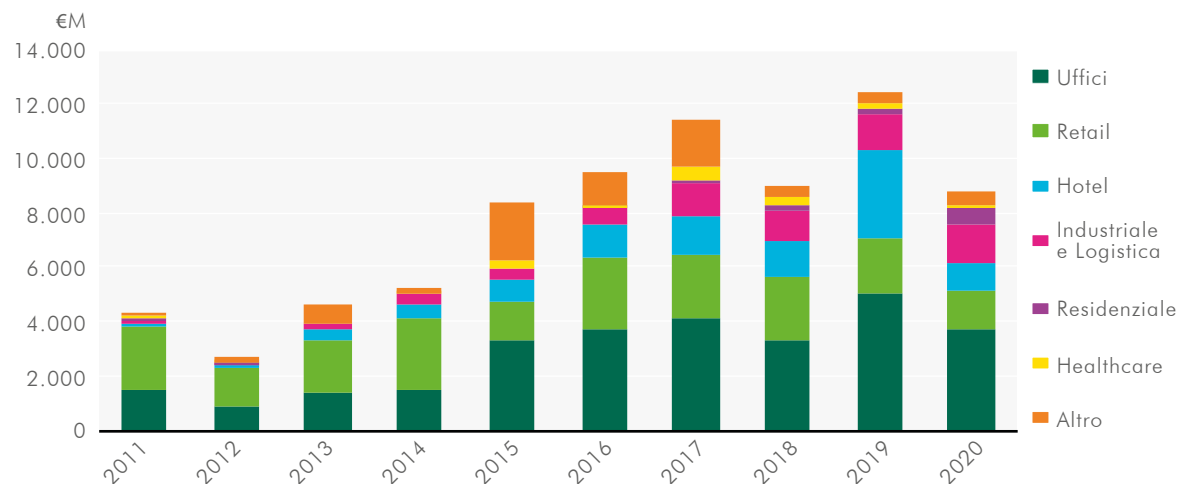
Con la diffusione su scala globale della Pandemia si è inoltre assistito a un atteggiamento attendista degli investitori, legato al crescente clima di incertezza.

L'emergenza Covid-19 ha anche contribuito ad accelerare e diffondere in modo eccezionalmente rapido processi già in corso, in primo luogo la crescita dell'e-commerce e dello *smart/remote working*, creando ulteriori elementi di incertezza sul futuro della domanda nel medio e lungo termine.

In questo quadro, le transazioni originate nel 2020 e in parte ancora da concludersi si collocano in un'ottica di *flight-to-quality* (fatta eccezione per la Logistica), con una predilezione per asset stabilizzati con eccellenti *covenant* e collocati in mercati *prime*. Al contempo, in Italia, la raccolta netta dei fondi immobiliari nei primi nove mesi del 2020 ha superato i livelli dello stesso periodo del 2019, riflettendo l'elevata liquidità del mercato.

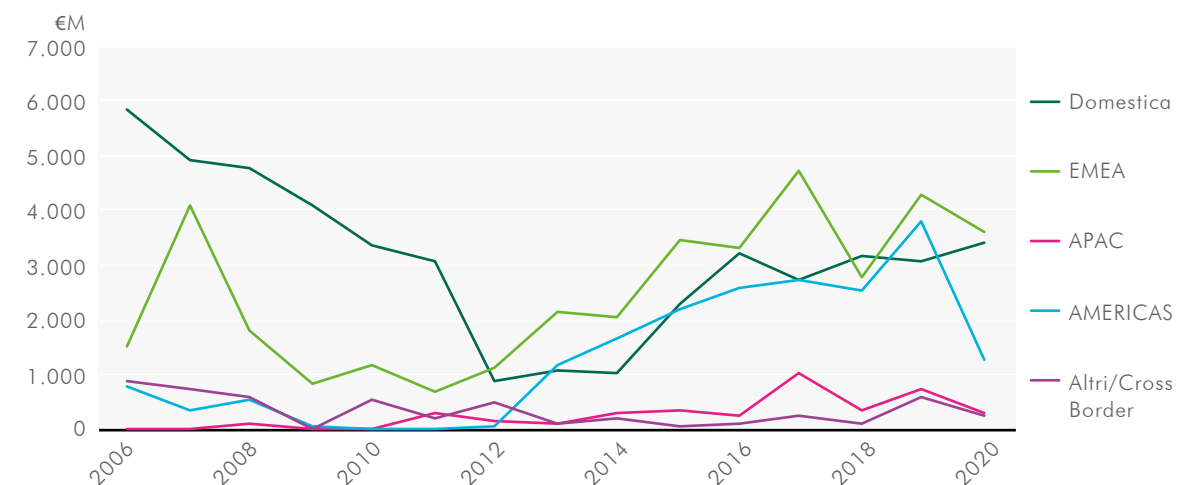
Ciò nonostante, il clima di incertezza ha limitato l'utilizzo della leva finanziaria per le operazioni *value-add*.

FIG.8 INVESTIMENTI PER ASSET CLASS



Fonte: CBRE Research

FIG.9 COMPONENTE INVESTIMENTI ESTERA VS DOMESTICA



Fonte: CBRE Research

## PERFORMANCE SETTORIALI 2020

Nel mercato **Uffici** (€ 3,7 miliardi, -26% rispetto al 2019), l'intensità della domanda di prodotto core ha portato a una compressione dei *Flex yield* nel CBD di Milano, mentre rimangono stabili i *prime yield* delle location secondarie, dove il mercato è apparso comunque in rallentamento negli ultimi mesi.

L'interesse nei confronti delle operazioni *value-add* nel comparto direzionale incontra una fase di rallentamento dovuta all'aumento del costo della leva finanziaria e a una riduzione del *LTV* per operazioni con profilo di rischio più pronunciato, aspetti giustificati dall'incertezza circa il futuro tenore della domanda da parte degli occupier. La ripresa della domanda nei prossimi mesi sarà cruciale per sbloccare la grande liquidità comunque presente anche nel *value-add*.

Nel mercato **Retail** (€ 1,4 miliardi, -26% rispetto al 2019) si mantiene stabile l'interesse degli investitori per il comparto *prime High Street* nel centro di Milano (anche in asset *mixed-use*) mentre si assiste a una crescita dei rendimenti in tutti gli altri comparti, nei quali *tenancy* e *vacancy* continuano a rappresentare i principali fattori di rischio del medio termine.

Fanno eccezione la GDO alimentare, dove riscuotono forte interesse i formati di

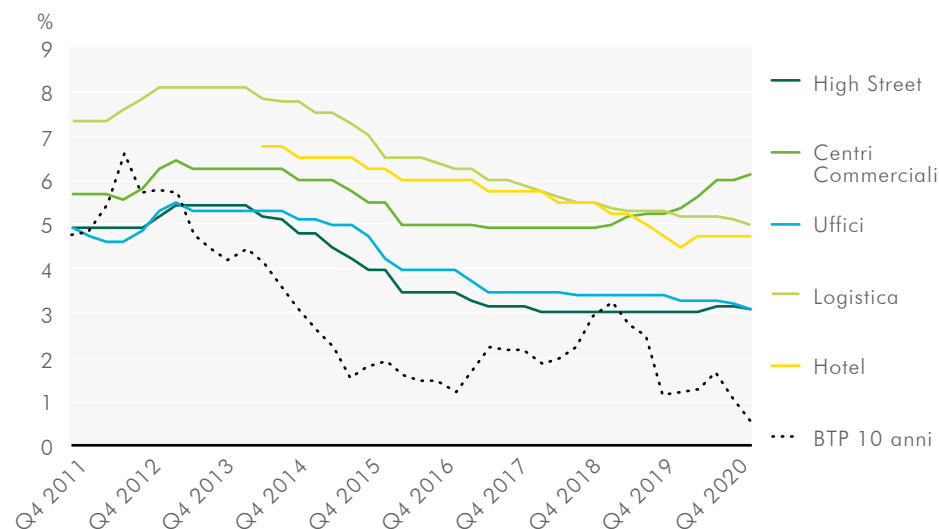
prossimità, e i Retail Park, considerati in grado di assorbire gli shock della crisi sanitaria e di un'ulteriore diffusione dell'e-commerce.

I fondamentali del mercato occupier della **Logistica** guidano l'interesse degli investitori (€ 1,4 miliardi, +3% sul 2019), sia specialisti sia generalisti, questi ultimi interessati sia a prodotti logistici standard con profilo *super-core*, anche grazie a opportunità di *sale & lease-back*, sia ad asset stabilizzati *last mile*.

La ricerca di prodotto *last mile* da parte degli investitori specialisti gioca anche di anticipo rispetto alla diffusione dell'e-commerce nei maggiori agglomerati urbani. La competizione tra gli investitori, alimentata da una buona disponibilità di capitale core, spinge verso ulteriori compressioni del *prime yield*. Gli investitori alla ricerca di rendimenti più elevati risalgono invece la catena del valore con sviluppi speculativi, spesso portati avanti assieme ai *general contractor*.

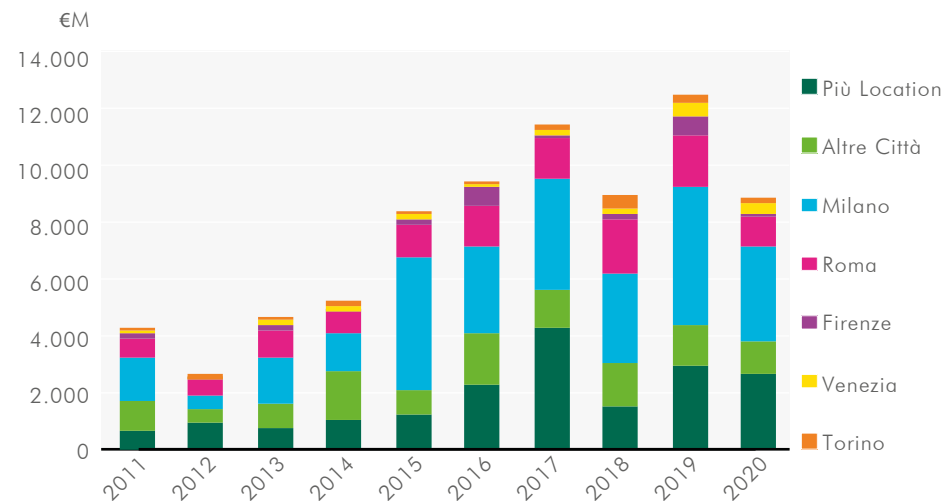
Il mercato **Residenziale** (€ 0,6 miliardi) continua a esercitare grande interesse a livello europeo coinvolgendo anche il mercato italiano, dove la mancanza di prodotto indirizza gli investimenti sugli sviluppi, in particolare all'interno di grandi ambiti di trasformazione urbana.

FIG.10 ANDAMENTO DEI RENDIMENTI PRIME



Fonte: CBRE Research

FIG.11 INVESTIMENTI PER AREA GEOGRAFICA



Fonte: CBRE Research

## INVESTITORI: CAUTO OTTIMISMO SUL 2021

In ambito residenziale si iniziano a osservare anche i primi rilevanti investimenti su immobili esistenti a reddito grazie all'ingresso sul mercato di grandi patrimoni di proprietà di investitori istituzionali domestici.

Il mercato degli **Hotels** (€ 1 miliardo, -82% sul 2019), nonostante importanti transazioni core, rimane dominato da un atteggiamento *wait-and-see* in attesa del ritorno alla normalità. In questo comparto gli investitori puntano a una ripresa sul lungo periodo, concentrandosi in questo momento su operazioni *value-add* e sviluppi, nonostante le maggiori difficoltà per l'accesso alla leva finanziaria.

Gli investimenti nel segmento **Healthcare** si sono chiusi in lieve calo rispetto al 2019,

nonostante *deal* di portafoglio nel comparto RSA, comprendenti una importante quota di iniziative di sviluppo. L'interesse degli investitori per questa asset class rimane alto: il settore si colloca al sesto posto tra i più attrattivi per il mercato italiano secondo la *CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021* (Fig.13).

Nel 2020 sono state registrate anche le prime transazioni di **Data Centre** in Italia, per ora esclusivamente grazie a *share-deal* di portafogli paneuropei. Si osserva infatti un crescente interesse nei confronti di questa asset class a livello europeo grazie all'intensificazione dei processi di digitalizzazione durante la Pandemia.

### LE PROSPETTIVE DEGLI INVESTITORI PER IL 2021

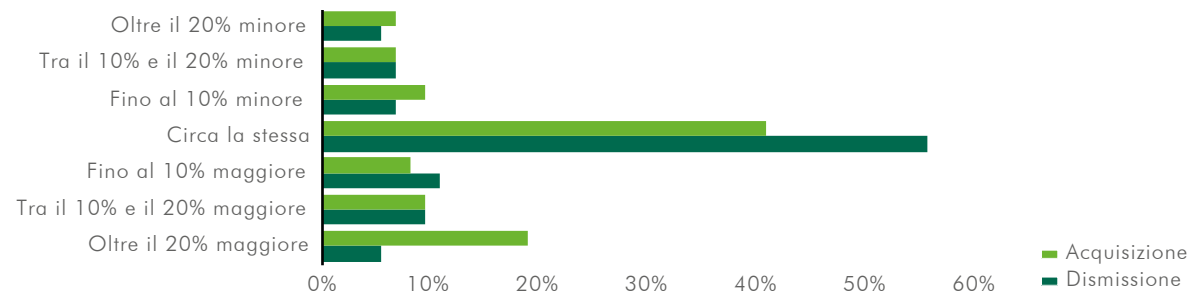
Come ogni anno, CBRE ha condotto il *CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021*, rivolto ai principali investitori operanti nel mercato CRE italiano, per valutare le loro aspettative e intenzioni di investimento. I risultati del sondaggio\* si riferiscono a un ampio ed estremamente qualificato campione di investitori italiani e internazionali, operanti sul mercato italiano prevalentemente come Fund/Asset manager, società immobiliari e società immobiliari quotate.

Secondo il sondaggio, la quota preponderante degli investitori prevede che le proprie attività di acquisizione (40%) e dismissione (56%) si manterranno stabili rispetto al 2020. Inoltre, coloro che si aspettano un'attività di acquisizione/dismissione più intensa sono in numero superiore rispetto a chi prevede invece un rallentamento (Fig.12). In particolare, il 36% degli intervistati dichiara che svolgerà attività di acquisizione superiori a quelle del 2020, mentre nel caso delle dismissioni coloro che prevedono un'attività più intensa si attestano a quota 25%.

Emerge inoltre una forte propensione all'investimento nei settori della Logistica, in particolar modo nel segmento *Last mile*, e del Residenziale (Fig.13); questo risultato è confermato dalla resilienza dimostrata da questi settori già nell'anno appena concluso.

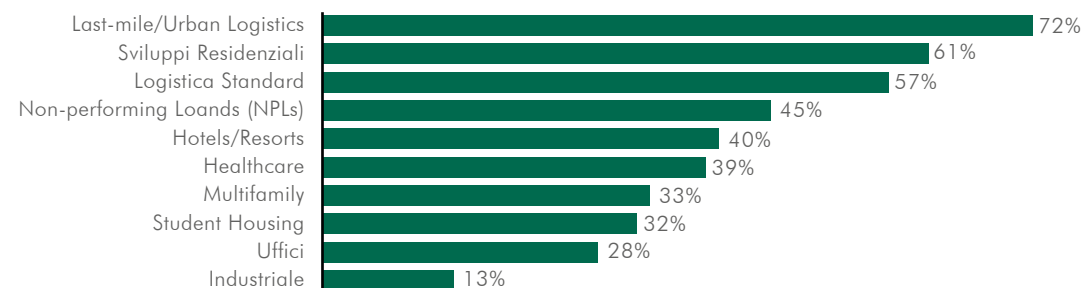
\*I risultati della *CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021* sono consultabili qui: [www.cbre.it](http://www.cbre.it)

FIG.12 ITALY INVESTOR INTENTIONS SURVEY 2021: RISPETTO AL 2020, COME VI ASPETTATE CHE SARA' LA VOSTRA ATTIVITA' DI ACQUISIZIONE/DISSIONE NEL 2021?



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

FIG.13 ITALY INVESTOR INTENTIONS SURVEY 2021: QUALE ASSET CLASS RITIENI PIU' ATTRATTIVA PER GLI INVESTIMENTI NEL 2021? Risposta multipla



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

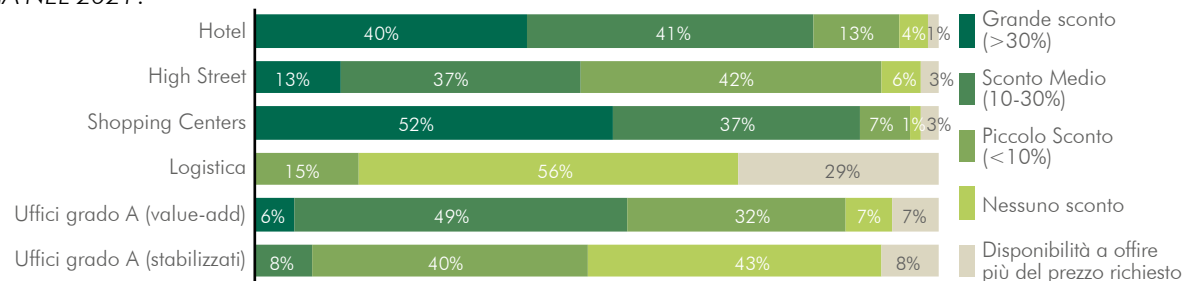
## I RENDIMENTI COMPETITIVI CONTINERANNO AD ATTRARRE CAPITALI ESTERI

Cresce l'attenzione anche nei confronti degli investimenti *Non Performing Loans*: la percentuale di rispondenti che dichiarano di considerarla tra le asset class più attrattive è infatti in crescita (45% contro il 29% dello scorso anno).

Rimane positivo anche l'outlook sul settore Hotels, indicato come uno dei settori più promettenti per il 2021 dal 40% degli intervistati. Questo risultato è riconducibile alle potenzialità del comparto nel mercato italiano in un'ottica di recupero dei flussi turistici nel medio termine, insieme ad aspettative di *repricing*.

Le aspettative sugli sconti e sulla loro entità espresse nel sondaggio (Fig.14) vedono il settore Hotels tra i più esposti a possibili riduzioni dei prezzi, superato solo dai Centri Commerciali. Su questi ultimi pesano infatti incertezze legate a trend più strutturali, acuiti dalla Pandemia, ma già avviati negli scorsi anni. Appaiono più positive le prospettive sull'andamento dei prezzi nel comparto *High Street*: la maggior parte degli intervistati si aspetta comunque un *repricing*, ma di minore entità. Nel comparto Uffici emerge invece una forte polarizzazione sulle aspettative di sconto tra gli asset stabilizzati di grado A e le operazioni *value-add*, un risultato legato all'incertezza sulla futura domanda di spazi a uso ufficio da parte dei *tenant*. Tuttavia, nonostante i rischi di *tenancy* e *vacancy* rimangano tra le principali preoccupazioni per la gran parte dei rispondenti in relazione alle maggiori asset class, le prospettive sulle iniziative *value-add* si mantengono generalmente positive. Il 36% degli intervistati ha infatti dichiarato di considerare le strategie *value-add* come le più promettenti per la propria organizzazione, in crescita rispetto a quanto dichiarato durante il sondaggio dello scorso anno (30% degli intervistati). L'interesse nei confronti delle strategie *value-add* può essere ricondotto a un orizzonte temporale più ampio che punta al superamento dell'attuale crisi e alla possibilità di rispondere con efficacia ai nuovi trend della domanda emersi nel corso dell'ultimo anno. Il 67% degli intervistati si è infatti dichiarato interessato a puntare su operazioni di sviluppo.

FIG.14 ITALY INVESTOR INTENTIONS SURVEY 2021: QUALI SOLO LE VOSTRE ASPETTATIVE SUGLI SCONTI IN ITALIA NEL 2021?



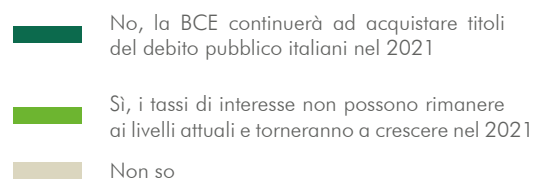
Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

## NUOVI MARGINI PER LA COMPRESSIONE DEI PRIME YIELD

In Italia i rendimenti delle principali asset class si mantengono ancora lievemente superiori rispetto alla media dei tassi europei, confermando per questo una buona capacità di attrarre capitali esteri. La contrazione dei tassi di interesse a lungo termine sui titoli di Stato italiani, se prolungata nel 2021, potrebbe rappresentare un freno alla crescita dei rendimenti immobiliari nei settori maggiormente esposti e favorire ulteriori compressioni per le asset class più ricercate.

A tal riguardo, dal *CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021* risulta che gli investitori sono prevalentemente fiduciosi (81% delle risposte, Fig.15) sul fatto che la BCE proseguirà con i programmi di acquisto dei titoli di Stato nel corso del 2021.

FIG.15 ITALY INVESTOR INTENTIONS SURVEY 2021: CREDETE CHE LA DINAMICA DELLO SPREAD BTP-BUND TORNERA' AD AUMENTARE NEL 2021?



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

Tuttavia, i rispondenti risultano equamente divisi tra coloro che ritengono che le politiche monetarie espansive saranno in grado di compensare l'impatto negativo sul mercato immobiliare di una possibile nuova recessione (o crescita rallentata), e coloro che credono invece avverrà il contrario. La maggioranza dei rispondenti (61%) si dichiara comunque convinto che l'impatto della liquidità si manifesterà attraverso una limitazione del rischio di *credit crunch* all'economia e al settore immobiliare.

## LANDLORD CONCENTRATI SULLA TENANT RETENTION

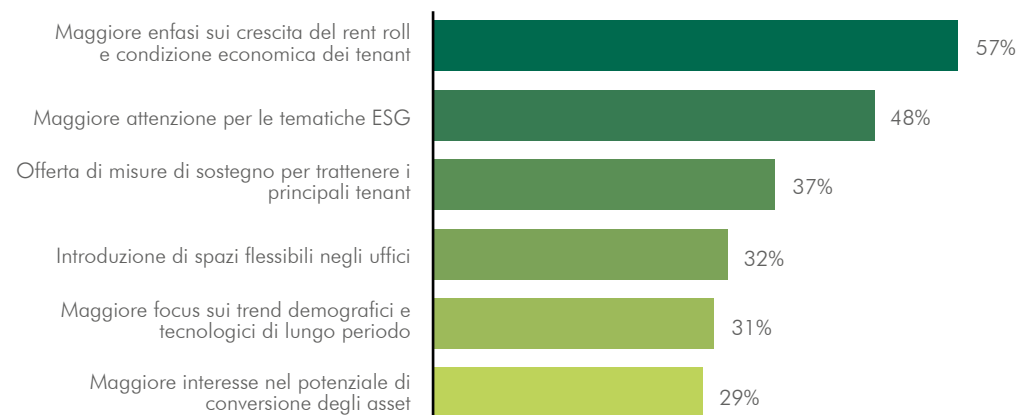
Il cauto ottimismo degli investitori si accompagna comunque a una crescente attenzione al rapporto con i *tenant*, su cui gravano le ripercussioni del Covid-19 sia relativamente al rischio di deterioramento della propria condizione economica sia in termini di una possibile riduzione della domanda di spazi, in particolare nei settori Retail e Uffici.

Alla domanda su come la Pandemia abbia modificato le strategie degli investitori, gran parte degli intervistati ha infatti indicato risposte riconducibili alla *tenant retention* (Fig.16).

In particolare, il 57% dei rispondenti ha affermato di avere dato maggiore attenzione alla stabilità economica e finanziaria dei *tenant* e a misure di sostegno finalizzate alla loro ritenzione (37%).

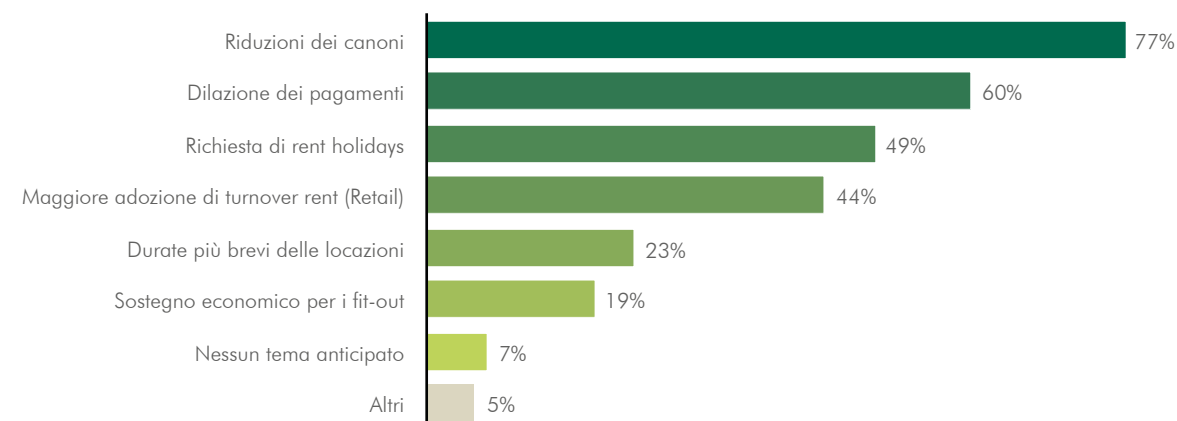
Questo trend sembra essere destinato a proseguire nel 2021, con gli investitori che si aspettano nuove richieste di riduzioni dei canoni (77% degli intervistati), dilazioni dei pagamenti (60%) e *rent holidays* (49%), in continuità con quanto rilevato nel corso del 2020 (Fig.17).

FIG.16 ITALY INVESTOR INTENTIONS SURVEY 2021: LA PANDEMIA DEL COVID-19 COME HA CAMBIATO LE VOSTRE STRATEGIE? Risposta multipla



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

FIG.17 ITALY INVESTOR INTENTIONS SURVEY 2021: QUALI TEMI VI ASPETTATE DI AFFRONTARE CON I VOSTRI TENANT NEL 2021? Risposta multipla



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

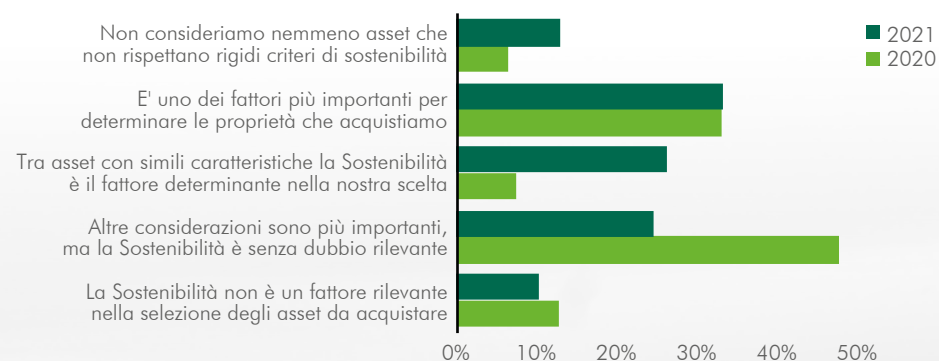
## SOSTENIBILITA', SEMPRE PIU' UN MUST-HAVE PER GLI INVESTITORI

La crescente importanza data dalle istituzioni alla sostenibilità ambientale e sociale si riflette anche in un progressivo cambiamento delle posizioni degli investitori nei confronti delle tematiche *Environmental & Social Impact* (ESG).

Il 47% dei rispondenti al *CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021* ha infatti indicato una maggiore enfasi nei confronti della sostenibilità tra le principali conseguenze della Pandemia. Allo stesso tempo, questa edizione del sondaggio ha segnato per la prima volta un netto sorpasso tra il numero di rispondenti che attribuiscono alla sostenibilità un ruolo prioritario nell'identificare asset oggetto di una potenziale acquisizione (67%) e quelli che invece la considerano un aspetto secondario (33%).

Dal confronto tra le risposte ai sondaggi del 2020 e del 2021 emerge infatti una maggiore propensione a considerare la sostenibilità degli asset un requisito imprescindibile (12% degli intervistati) o comunque uno degli aspetti determinanti nella scelta degli asset da acquistare (31% degli intervistati). Scende invece sotto al 10% la quota di intervistati per i quali la sostenibilità non costituisce un fattore rilevante per le proprie scelte (Fig.18).

FIG.18 ITALY INVESTOR INTENTIONS SURVEY 2021: QUALE DELLE SEGUENTI AFFERMAZIONI CORRISPONDE MAGGIORMENTE AL VOSTRO APPROCCIO IN TERMINI DI SOSTENIBILITA' PER LA SELEZIONE DEGLI ASSET DA ACQUISTARE?



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

## KEY TAKEAWAY

- Secondo CBRE i volumi di investimento in area EMEA torneranno ai livelli pre-Covid nella seconda metà del 2022, ma si prevede un parziale recupero già a partire dal 2021.
- Questo trend riguarderà verosimilmente anche il mercato italiano: a fronte dell'incertezza sulla crescita macroeconomica, l'aspettativa di condizioni del credito stabili e di una dinamica contenuta dei tassi di interesse sui titoli del debito pubblico italiano, determinano un cauto ottimismo negli investitori sul 2021 (CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021).
- I rendimenti immobiliari delle principali asset class, ancora lievemente superiori rispetto alla media dei tassi europei, continueranno ad attirare capitali esteri.
- Gli investitori istituzionali continueranno a mantenere un atteggiamento difensivo sulla maggior parte delle asset class.
- Il mercato Uffici sarà ancora il principale target degli investitori istituzionali alla ricerca di prodotto core nei mercati primari.
- La Logistica vedrà investitori generalisti e specialisti pronti a consolidarsi sui mercati primari e alla ricerca di nuovo prodotto e nuovi mercati.
- Il Residenziale assisterà a un ulteriore consolidamento, ma gli investimenti continueranno a concentrarsi prevalentemente sugli sviluppi a causa della mancanza di prodotto.
- Hotels, Retail e Uffici *value-add* vedranno una maggiore richiesta di sconti e una conseguente crescita dei rendimenti.
- Per il momento non si osserva una crescita delle opportunità *distressed*, che tuttavia potrebbe manifestarsi nel corso del 2021 nei segmenti più esposti alle conseguenze negative nella Pandemia.

REAL ESTATE MARKET  
OUTLOOK 2021  
ITALIA

03

# UFFICI



CBRE

## IL 2021 SARA' ANCORA GUIDATO DAL FLIGHT-TO-QUALITY

La sospensione delle ricerche da parte degli occupier e la grande liquidità a disposizione degli investitori istituzionali polarizzano il mercato Uffici verso due direzioni: da un lato si osserva un atteggiamento attendista nei confronti di operazioni *value-add*, dovuto all'incertezza circa il futuro del *take-up*, dall'altro una tendenza al *flight-to-quality* che genera un'intensa competizione su asset *core* e *trophy* con eccellenti *covenant* nei mercati primari, portando a ulteriori compressioni dei *prime yield* (Fig.19).

Il 2020 si è chiuso con un volume di investimenti pari a 3,7 miliardi di euro (Fig.20), segnando una riduzione del 26% rispetto al 2019, un risultato leggermente migliore rispetto alle performance complessive del mercato immobiliare italiano. Gli Uffici si confermano nuovamente come la prima asset class in Italia, con una quota del 42% dei volumi di investimento complessivi del 2020 (risultava il 40% nel 2019). La componente domestica degli investimenti è cresciuta in modo significativo, toccando il 50% e segnando così il contributo più significativo in termini relativi dal 2013.

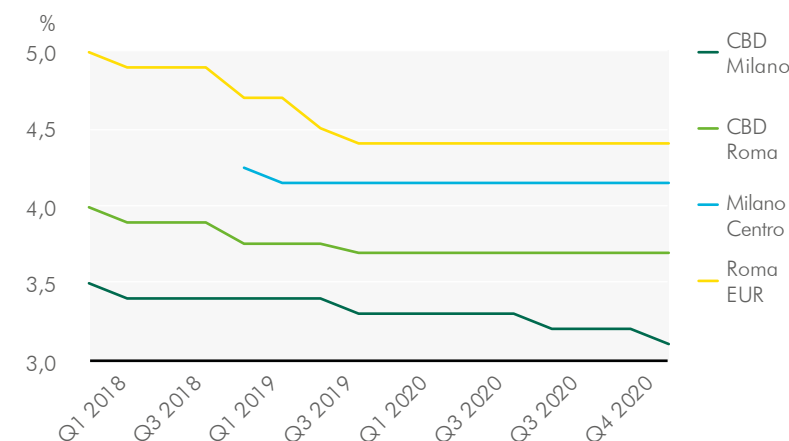
Oltre il 60% degli investimenti si è concentrato nella città metropolitana di Milano, premiata dalla buona disponibilità di prodotto *core* nel CBD, dove si assiste a nuove compressioni dei *prime yield*, e da significative operazioni di asset stabilizzati in *location secondary*. Buoni anche i risultati delle operazioni *value-add/core+*, anche se legate prevalentemente a *deal* di portafoglio originati prima dell'inizio della pandemia Covid-19.

Il mercato di Roma ha visto confermato l'interesse degli investitori verso asset *core* e viene favorito anche dall'attrattività dei rendimenti. Pesa tuttavia la mancanza di prodotto stabilizzato di qualità e adeguato alle contemporanee esigenze in termini di sostenibilità. Questo tipo di prodotto è stato infatti protagonista dei principali *deal* registrati a Roma durante il 2020. Come sembra suggerire la *pipeline* abbastanza solida, questa carenza potrebbe essere mitigata nel medio termine dal consolidamento di prodotto derivante da passate acquisizioni *value-add*.

Più in generale, il rallentamento del *take-up* registrato nel mercato italiano nel 2020 provocherà uno slittamento della *pipeline* di *deal core*, riducendo quindi le opportunità di investimento disponibili sul mercato. Questo aspetto sarà comunque compensato dalla consegna di sviluppi già oggi interamente *pre-let*, attesa nel 2021, che nella sola Milano sarà pari a 145 mila mq, un volume di poco inferiore al totale delle *completion* registrate nel 2019.

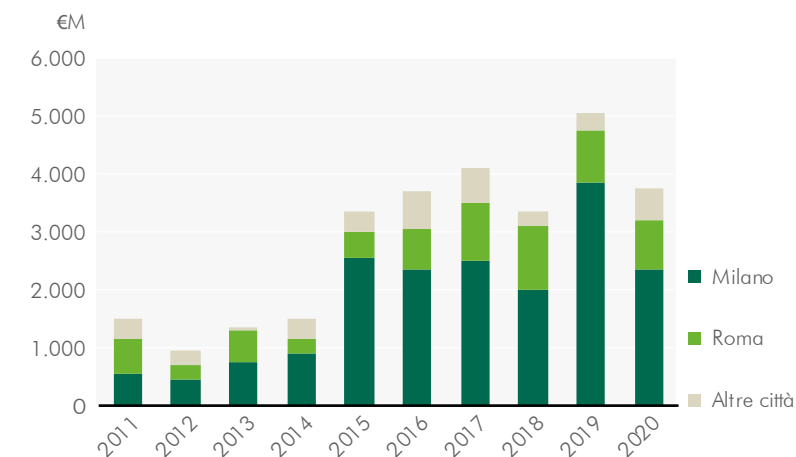
Come discusso nella sezione Investimenti, dal *CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021* emerge che in questa fase di incertezza gli investitori sono prevalentemente concordi su una buona tenuta dei rendimenti degli asset *prime*, mentre crescono le aspettative di *repricing* per le operazioni *value-add*. Un effettivo repricing potrebbe probabilmente rinnovare l'interesse degli investitori nei confronti del *value-add* già a partire dal 2021. Nel medio termine sarà invece la necessità di rispondere ai trend emergenti della domanda occupier a offrire nuove opportunità per sviluppi e *refurbishment*.

FIG.19 ANDAMENTO DEI PRIME YIELD UFFICI IN ITALIA



Fonte: CBRE Research

FIG. 20 INVESTIMENTI UFFICI NEI PRINCIPALI MERCATI IN ITALIA



Fonte: CBRE Research

# GLI INVESTITORI SI ASPETTANO UNA RIDUZIONE DELLA DOMANDA DI SPAZI

## CRESCE L'INTERESSE DEGLI INVESTITORI PER IL FLEX

Secondo quanto emerso dal *CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021*, gli investitori sono prevalentemente concordi su una compressione della domanda di spazi a uso ufficio nel corso dei prossimi tre anni (Fig.21). La maggior parte degli intervistati (il 48%) si aspetta una riduzione moderata (fino a un -10%), mentre poco meno di uno su quattro si aspetta una riduzione significativa (fino al -30%).

L'evoluzione del prodotto legata ai nuovi paradigmi della domanda ha già innescato l'interesse degli investitori. Il 54% dei rispondenti al sondaggio si è detto interessato a investire in asset occupati da operatori *Flex*, percentuale stabile rispetto all'edizione 2020. Il 50% dei rispondenti ha dichiarato inoltre che la presenza di *Flex space* aumenta la propria propensione a investire in un immobile, percentuale in netto aumento rispetto a quella emersa in risposta al sondaggio dello scorso anno (38% dei rispondenti) (Fig.22).

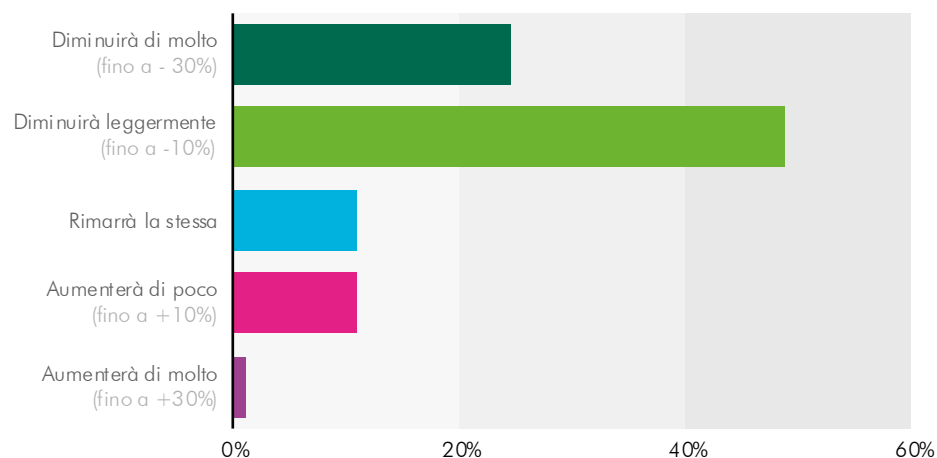
La view positiva nei confronti degli uffici occupati da operatori *Flex* è comunque bilanciata da una certa cautela. Il 74% degli investitori ritiene infatti ottimale una

*occupancy Flex* fino a un massimo del 30% delle superfici di un immobile.

La presenza di diversi conduttori all'interno dell'immobile sembrerebbe quindi essere ancora la condizione maggiormente desiderata, in quanto permette di avere una diversificazione del rischio locativo: l'investitore sembra prediligere una situazione locativa "tradizionale" a un contesto caratterizzato da una forte componente *Flex*, poiché consente di superare eventuali incertezze dovute per lo più alla mancanza, da parte di alcuni operatori, di *track record* consolidati nel tempo.

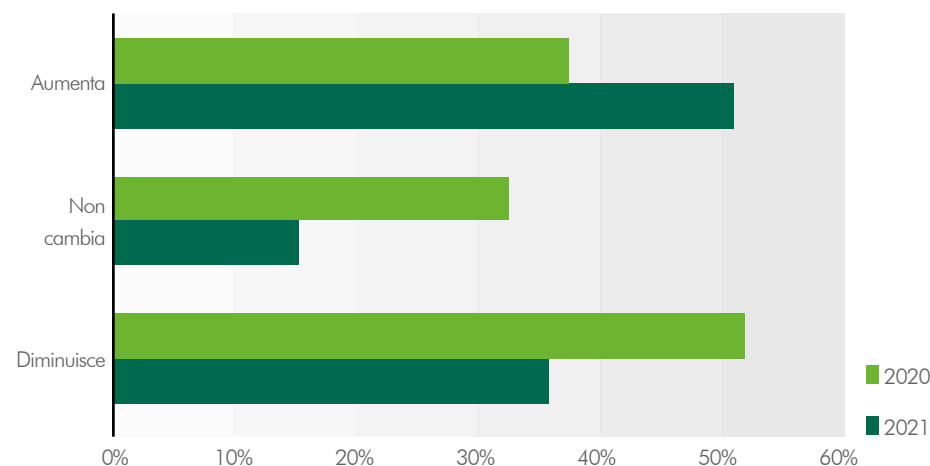
Tuttavia, la grande incertezza dei conduttori nel determinare ad oggi l'esatto ammontare di superficie utile per l'avvenire e i nuovi modelli lavorativi potrebbero contribuire a un maggiore utilizzo di spazi flessibili: se questo dovesse accadere, aumenterebbero gli investimenti in immobili con ampie porzioni di spazi di *co-working* e si osserverà una progressiva compressione del premio finora rilevato nei rendimenti degli uffici con componente *Flex*.

FIG.21 ITALY INVESTOR INTENTIONS SURVEY 2021: QUAL E' LA VOSTRA PROSPETTIVA SULLA DOMANDA DI SPAZI A USO UFFICIO NEI PROSSIMI TRE ANNI?



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

FIG. 22 ITALY INVESTOR INTENTIONS SURVEY 2020-2021: COME CAMBIA LA VOSTRA PROPENSIONE A INVESTIRE IN UN ASSET AL CRESCERE DELLA QUOTA DI SPAZIO OCCUPATO DA OPERATORI FLEX?



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

## MERCATO OCCUPIER IN WAIT-AND-SEE, MA ASPETTATIVE DI RIPRESA GIÀ NEL 2021

Il 2020 ha segnato un calo dell'assorbimento degli spazi a uso ufficio nei mercati di Milano e Roma pari rispettivamente al -41% e al -56% (Fig. 23 e 24). Tale rallentamento è riconducibile alla flessione dell'attività economica registrata nel corso del 2020 e all'incertezza circa gli impatti strutturali della Pandemia sulla domanda futura di spazi, che ha indotto un crescente atteggiamento *wait-and-see* da parte degli occupier. Tuttavia, è importante ricordare che tale risultato è stato registrato a seguito di un anno, il 2019, che aveva segnato il record storico degli assorbimenti a Milano e a Roma.

Milano, con un *take-up* complessivo di 277mila mq, ha visto una contrazione generalizzata dell'assorbimento in tutti i sottomercati, sebbene la superficie media si sia mantenuta stabile grazie alla chiusura di alcuni *deal* di importanti dimensioni che hanno portato le aree dell'Hinterland e della Periferia a registrare riduzioni più contenute dei volumi. In termini di numero di transazioni, invece, il sottomercato più attrattivo è stato il CBD, con un'incidenza del 24%. Va segnalata inoltre una ripresa dell'attività nel quarto trimestre, con il raddoppio dei volumi di *take-up* rispetto al trimestre precedente, e un ritorno dell'attività di *pre-let*, che era risultata quasi assente nel corso dell'anno.

Il settore che ha guidato l'assorbimento milanese è stato il *Manufacturing & Energy*, con il 33% del *take-up*; tuttavia è interessante notare che, nonostante la riduzione del

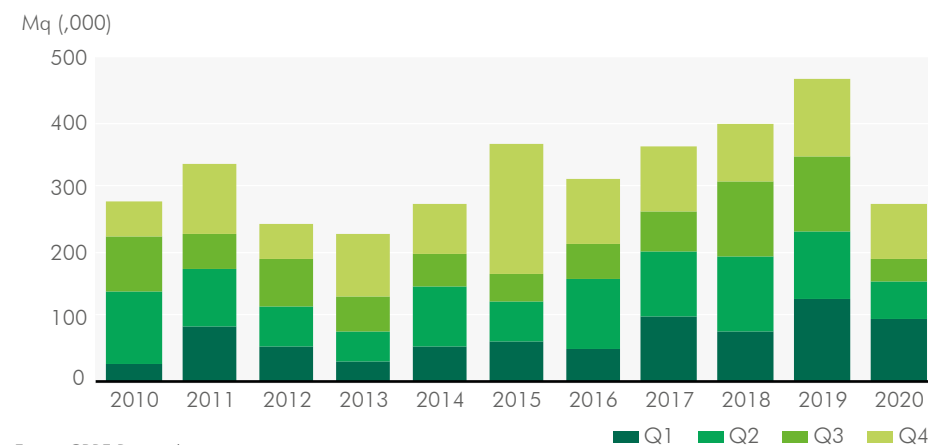
numero di transazioni, il settore Finanziario e quello *High-tech* hanno registrato una stabilità dei mq assorbiti rispetto al 2019.

Come Milano, anche Roma con un *take-up* complessivo di 123mila mq ha visto un calo dell'assorbimento in tutti i sottomercati. La contrazione è dipesa non solo dalla diminuzione del numero di transazioni, ma anche dalla superficie media, che da poco più di 2mila mq del 2019 è scesa a 1.300 mq, in linea con il 2018. A trainare l'attività di letting sono stati i settori del *Business Service* e della Pubblica Amministrazione.

Anche il mercato romano ha visto una decisa ripresa dell'attività nel quarto trimestre, che ha rappresentato la metà dei metri quadri transati nell'anno, confermando l'attrattività della Capitale, in particolare nell'EUR e nel Centro.

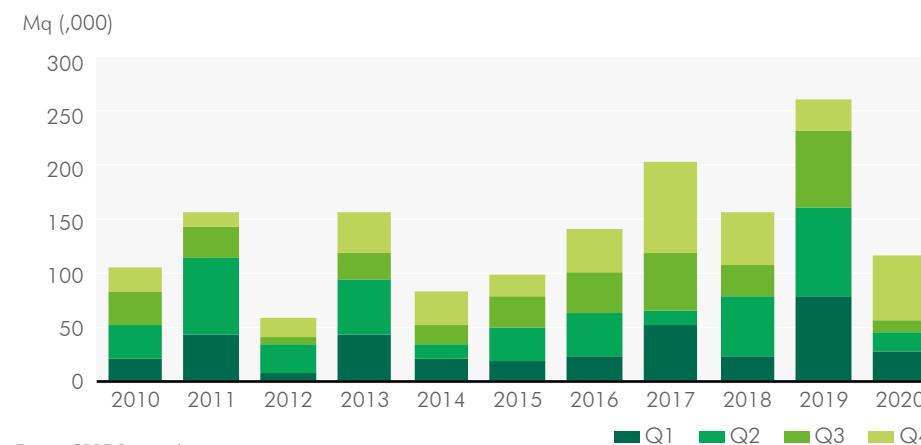
Nel 2020 gli occupier hanno mirato al controllo dei costi attraverso un incremento delle richieste di rinegoziazione dei termini contrattuali, richieste che hanno progressivamente trovato risposta da parte delle proprietà nel corso dell'anno. Tale trend, assieme a un aumento degli incentivi offerti dalle proprietà in fase negoziale, ha garantito la stabilità della *vacancy* e la resilienza di canoni *headline*, a Milano come a Roma. I canoni *prime* si confermano infatti a fine 2020 a 600 €/mq/anno a Milano CBD e Porta Nuova, mentre a Roma rimangono stabili a 450 €/mq/anno nel CBD e 350 €/mq/anno nell'EUR.

FIG.23 EVOLUZIONE TRIMESTRALE DELL'ASSORBIMENTO A MILANO



Fonte: CBRE Research

FIG.24 EVOLUZIONE TRIMESTRALE DELL'ASSORBIMENTO A ROMA



Fonte: CBRE Research

## LA RICERCA DI SPAZI DI QUALITÀ SARA' IL DRIVER DELLA RIPRESA

La ripresa della domanda è prevista a partire dalla fine del 2021, come conseguenza della normalizzazione attesa con la diffusione del vaccino e con il progressivo chiarirsi degli impatti della Pandemia sulle nuove modalità lavorative e sull'ammontare effettivo di spazi richiesto dal mondo *occupier*. Inoltre, l'attesa ripresa economica potrà dare respiro alla stretta delle aziende sui costi, favorendo un ritorno alla normalità delle attività di espansione e capex.

Sebbene il 56% dei completamenti previsti a Milano per il 2020 abbia subito uno slittamento al 2021, non si osserva un ritiro di progetti in corso e la *pipeline* degli sviluppi rimane ricca. Solo nel 2021 è atteso il completamento di 350mila mq, concentrati principalmente nei sottomercati di Porta Nuova e San Donato, di cui il 60% in *pre-let*. Entro il 2023 si stima che saranno immessi sul mercato oltre 650mila mq, a cui si aggiungono gli sviluppi pianificati e i grandi progetti di rigenerazione urbana previsti per l'intera città metropolitana entro il 2030: gli ex Scali Ferroviari, il progetto MIND e l'ex Area Falck.

Anche su Roma molti dei progetti con completamento atteso nel 2020 hanno subito dei ritardi, andando a rafforzare l'interessante *pipeline* per il 2021, pari a circa 90 mila mq, di cui il 60% circa in *pre-let*. Non si hanno notizie di cancellazioni di progetti in corso e risulta solida la *pipeline* dei progetti di ristrutturazione, con oltre 147mila mq attesi in completamento tra il 2021 e il 2023.

In questo contesto, la ricerca di spazio di qualità, che già aveva rappresentato in modo crescente il *driver* della domanda nell'era pre-Covid, si è consolidata come conseguenza dell'emergenza sanitaria, diventando elemento imprescindibile per gli *occupier*. E' ragionevole dunque aspettarsi che la strutturale mancanza di prodotto di qualità garantirà una certa resilienza dei *vacancy rate* e dei canoni *prime* per tutto il 2021 a Milano e a Roma. Una ripresa sostenuta della crescita dei canoni potrebbe verificarsi già a partire dal 2022, con il progressivo ritorno della domanda.

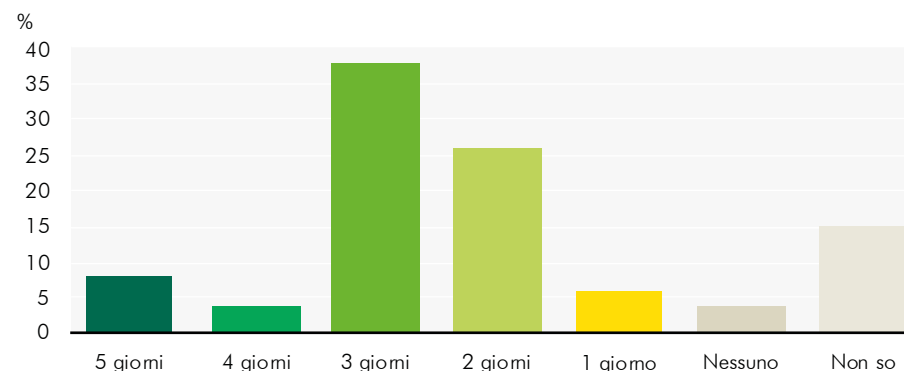
### CBRE ITALY OCCUPIER SURVEY 2021: COME SARANNO GLI SPAZI DEL FUTURO?

CBRE ha condotto un sondaggio rivolto ai principali *occupier* del panorama italiano per coglierne aspettative e intenzioni per il futuro\*. È stato raccolto un campione significativo di risposte da parte del *top management* di importanti aziende di diversi settori, le cui strategie real estate guardano al mercato italiano, con focus in particolare su Milano e Roma.

\*I risultati della CBRE Italy Occupier Survey 2021 sono consultabili qui: [www.cbre.it](http://www.cbre.it)

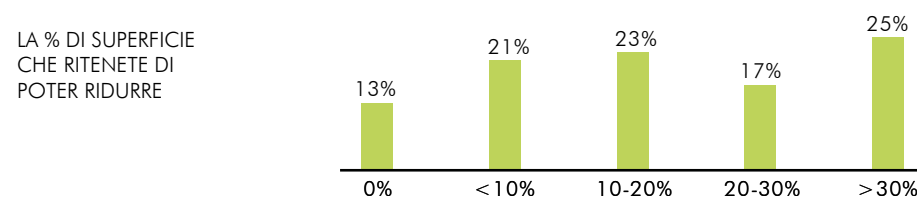
Dalle risposte emerge che già prima della Pandemia il 66% delle società intervistate aveva attuato politiche volte allo *smart working*, prevedendo la possibilità per i propri dipendenti di lavorare almeno un giorno alla settimana da remoto. La diffusione del virus ha indubbiamente accelerato questo fenomeno: la maggioranza delle società intervistate (67%) si dichiara orientata a implementare *policy* che permettano di lavorare in *remote working* fino a un massimo di 2 o 3 giorni alla settimana anche in un regime di normalità post-Covid (Fig.25). Inoltre, la preferenza per un regime prevalentemente in *smart working* risulta confermata anche dai dipendenti delle aziende intervistate nel 47% dei casi. La quasi totalità (86%) delle aziende intervistate dichiara inoltre di voler ridurre gli spazi uffici una volta conclusa l'emergenza sanitaria (Fig.26).

FIG 25 ITALY OCCUPIER SURVEY 2021 - NELL'ERA POST COVID-19, QUANTI GIORNI DI SMART WORKING PREVEDETE DI IMPLEMENTARE?



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

FIG. 26 ITALY OCCUPIER SURVEY 2021 - CON RIFERIMENTO ALLE VOSTRE STRATEGIE AZIENDALI FUTURE RIGUARDO LO SMART WORKING, INDICA: (Al netto delle decisioni eventualmente prese precedentemente all'emergenza Covid-19)



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

## CRESCE L'INTERESSE DEGLI OCCUPIER PER SOLUZIONI FLESSIBILI

Dal sondaggio condotto da CBRE emerge tuttavia che le aziende sono consapevoli degli impatti potenzialmente negativi del prolungato lavoro da casa su: la capacità di coltivare e mantenere i talenti; la capacità di trasmettere *know-how* e valori aziendali; il benessere psico-fisico del personale.

In questo contesto, il 57% degli intervistati manifesta la volontà di investire nel cambiamento del *layout* dei propri spazi, aumentando le aree collaborative a scapito di quelle individuali e incrementando: la componente tecnologica; gli spazi destinati a sale riunioni ed eventi; gli spazi esterni e le aree verdi.

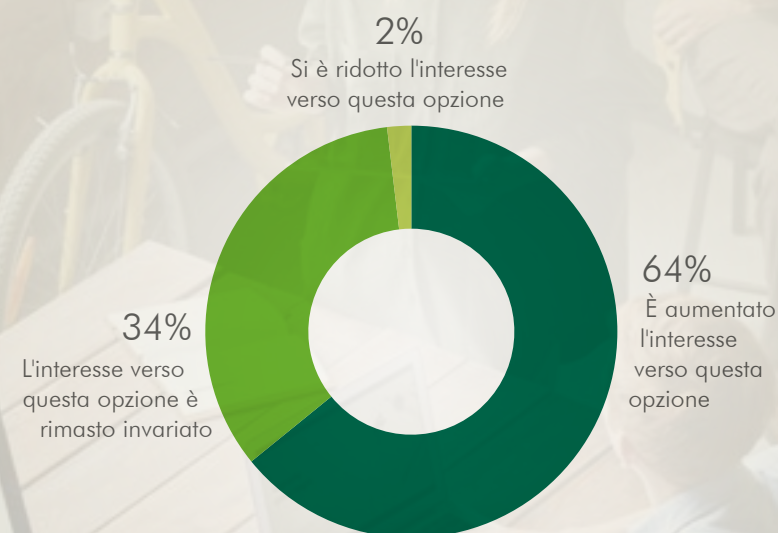
Risulta evidente inoltre che si intende puntare maggiormente sulle soluzioni volte al benessere dei dipendenti e sulle certificazioni di sostenibilità.

Il tema della flessibilità risulta infine centrale, con il 64% degli intervistati che sottolinea un maggiore e crescente interesse verso opzioni *Flex space* come conseguenza dell'emergenza Covid-19 (Fig.27).

Sebbene i risultati del sondaggio sembrino anticipare una riduzione degli spazi a uso ufficio, risulta difficile prevedere in questa fase quale sarà l'effetto netto tra la riduzione della domanda di spazio per effetto dello *smart working* e la concomitante necessità di aumentare gli spazi collaborativi e consentire un adeguato distanziamento sociale. Inoltre, una recente ricerca CBRE ha messo in discussione il legame tra incremento delle *policy* di *smart working* e riduzione degli spazi. Infatti, una gestione flessibile dei flussi di lavoro in ufficio determina dei picchi di affluenza incompatibili con una riduzione massiccia degli spazi; al contempo, la "turnazione" dei dipendenti, unica soluzione che permetterebbe alle aziende un'effettiva riduzione degli spazi, non si coniuga con le esigenze di flessibilità e socialità che gli stessi occupier dichiarano di avere in modo crescente.

Questi risultati sembrano confermare la centralità degli uffici per le aziende. La vera sfida per il 2021 (e probabilmente oltre) sembra stare prevalentemente nella capacità del mercato di rispondere alle esigenze nuove di una domanda strutturalmente sempre più orientata su un prodotto dal design innovativo, tecnologico e rivolto alle logiche di sostenibilità e flessibilità che sempre più interesseranno i *tenant*.

FIG 27 ITALY OCCUPIER SURVEY 2021 - COME È CAMBIATO L'APPROCCIO DELLA TUA AZIENDA VERSO OPZIONI FLEX SPACE COME CONSEGUENZA DELL'EMERGENZA COVID-19?



## KEY TAKEAWAY



- L'incertezza sulla domanda degli *occupier* porterà gli investitori a continuare a puntare su operazioni core con ottimi *covenant*, esercitando nuove pressioni al ribasso sui *prime yield*.
- Aumenta la propensione degli investitori a investire su asset parzialmente locati ad operatori *Flex* in risposta a una crescente domanda di flessibilità da parte degli *occupier*.
- Nonostante il rallentamento delle attività di sviluppo nel 2020 la *pipeline* rimane consistente e prevalentemente costituita da operazioni in *pre-let*.
- Ci si aspetta stabilità di *vacancy rate* e canoni *prime* a Milano e a Roma, spinti dalla strutturale mancanza di prodotto di qualità che solo parzialmente verrà compensata dai nuovi sviluppi.
- L'assorbimento degli spazi a uso ufficio si avvia verso un parziale recupero rispetto ai risultati pre-Covid grazie a un migliore inquadramento dei paradigmi che detteranno la domanda post emergenza sanitaria, sia in termini di volumi sia in termini di qualità degli spazi.

REAL ESTATE MARKET  
OUTLOOK 2021  
ITALIA

04

# RETAIL



CBRE

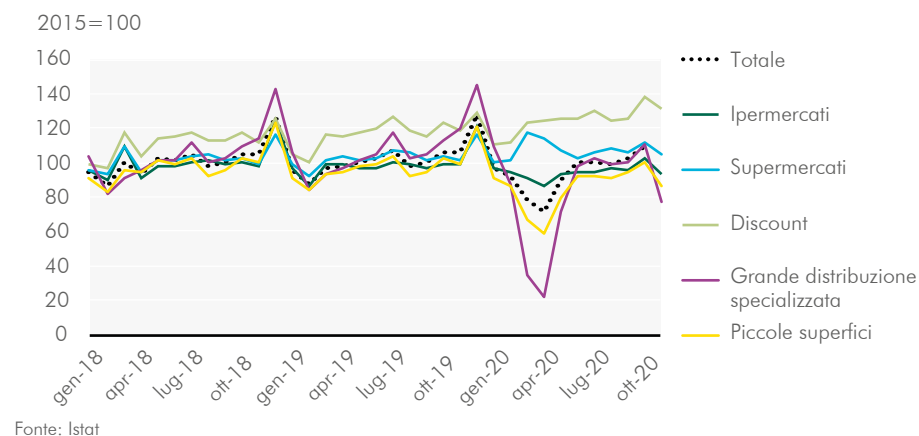
## LA CRISI COVID-19 APRE NUOVI SCENARI

La crescita della curva dei contagi da Covid-19 verificatasi in autunno e il conseguente inasprimento delle misure di contenimento hanno causato un ulteriore aggravio delle condizioni dei *retailer*, già provati dai mesi di chiusura precedenti (Fig.28) e dagli investimenti necessari all'adempimento dei requisiti di sicurezza durante la fase di riapertura.

Nonostante la crescita delle vendite *online*, le stime sulla *e-commerce penetration* in Italia a fine 2020 evidenziano ancora una marcata distanza rispetto a quanto registrato nei maggiori Paesi europei (Fig.29). Nel 2021 si assisterà probabilmente a una normalizzazione della crescita del retail *online* sul totale delle vendite al dettaglio, anche a grazie al recupero delle vendite sui canali fisici. La crescita dell'*e-commerce* nel 2020 non sembra infatti destinata a produrre una significativa accelerazione dei trend di lungo periodo.

La diffusione dell'*e-commerce* ha comunque portato alla luce anche nuove attitudini dei consumatori, che indicano una via per un possibile ammorbidimento della contrapposizione *on-line/off-line*. Gli italiani hanno acquisito familiarità con gli acquisti *online* in tutte le declinazioni possibili (dal *food delivery* al *click & collect*), ma dalle indagini condotte da CBRE nel corso del 2020 è emerso il desiderio da parte dei consumatori di coniugare lo shopping fisico nel tempo libero con la possibilità di ritiro di prodotti acquistati *online*.

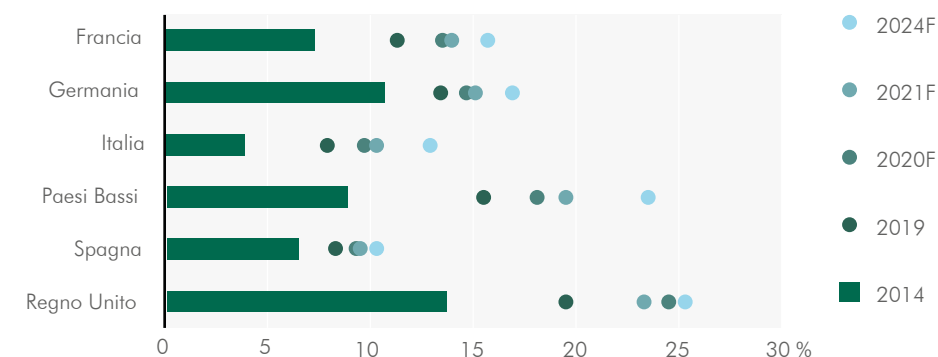
FIG.28 INDICE DELLE VENDITE AL DETTAGLIO PER FORMA DISTRIBUTIVA



Il superamento della dicotomia *online/offline* retail è in questo momento al centro dell'interesse sia dei *retailer* sia degli investitori, sempre più interessati a favorire la crescita dell'omnicanalità. Diventa sempre più chiaro il rapporto complementare tra *e-commerce* e negozio fisico, grazie a un migliore monitoraggio delle performance del retail *online* in seguito alla sua maggiore diffusione durante la Pandemia. Alla base del superamento di questa dicotomia troviamo tre elementi principali: l'unicità dell'esperienza offerta dal retail fisico, il rapporto complementare tra *brick & mortar* ed *e-commerce* e la futura transizione dei negozi verso funzioni diverse dalla semplice vendita di beni di consumo.

L'attenzione è rivolta a nuove forme di *experience-based* retail. Negli Stati Uniti, dove il virus ha portato a un'impennata di fallimenti in alcune categorie di retail fisico, la crescita dell'*e-commerce* sembra comunque prossima a rallentare. Gli spazi fisici rilasciati sono già sotto la lente d'ingrandimento di brand nativi digitali alla ricerca del contributo del negozio fisico sia in termini di *experience* sia in termini di visibilità e posizionamento del *brand*. Tra i format emergenti si osservano "*flagship* di prossimità," altamente differenziati rispetto alle caratteristiche della clientela locale, e negozi che puntano a una totale customizzazione del prodotto *on-demand*. In entrambi i casi, si tratta di iniziative improntate a un'ottica omnicanale.

FIG.29 TREND E-COMMERCE PENETRATION



# LA TREGUA ESTIVA DÀ NUOVO SLANCIO AI FATTURATI

## ...MA RIMANGONO ELEMENTI DI INCERTEZZA

I cambiamenti delle abitudini dei consumatori osservati durante l'anno appena concluso impongono di ripensare il retail tenendo conto dell'eredità del Covid-19.

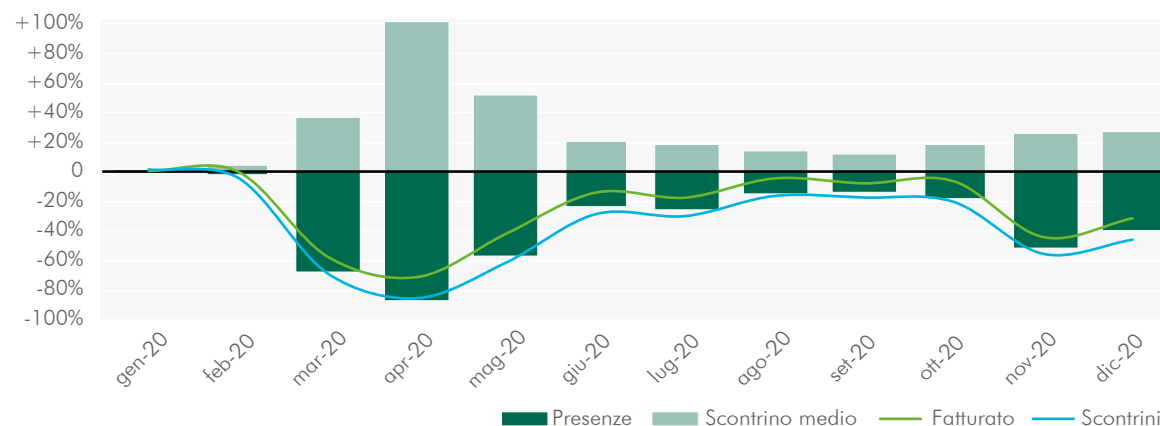
Da questo punto di vista è opportuno interrogarsi sull'impatto della diffusione del *remote working*, che ha portato a una riduzione del *footfall* nelle vie commerciali dei centri storici, gravando soprattutto sul segmento *food & beverage*, ma anche su tutte quelle categorie merceologiche che beneficiano dell'afflusso dei *city user* nei giorni settimanali.

Un altro elemento di incertezza è rappresentato dalle prospettive di recupero del turismo internazionale: è certo che la ripresa della componente domestica sarà ben più rapida, ma l'attrattiva delle location italiane fa ben sperare in vista dell'auspicato contenimento della diffusione del virus.

Pesano anche i timori legati all'erosione del potere di acquisto e della propensione al consumo. Tuttavia, la rapidità del recupero dei fatturati al termine del primo *lockdown* ha dato un segnale incoraggiante al mercato retail.

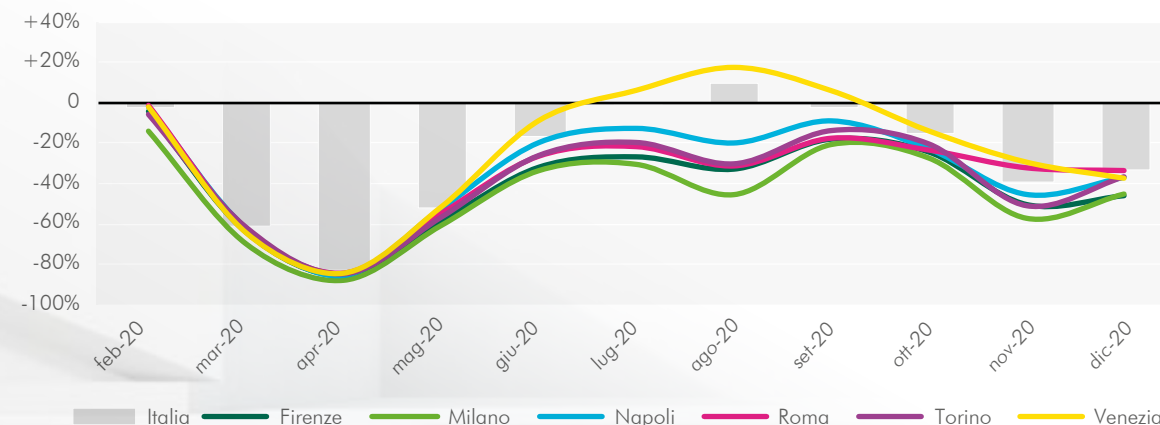
Nei centri commerciali gestiti da CBRE (Fig.30) si è infatti osservata una ripresa dei fatturati durante la «tregua» estiva (raggiungendo a settembre quota -5,8% rispetto allo stesso mese del 2019), accompagnata da un recupero del *footfall* in linea con quanto registrato a livello nazionale dal *Mobility Index* di Google sugli spostamenti per retail e tempo libero (Fig.31).

FIG.30 CENTRI COMMERCIALI, 2020 CBRE KPI, VARIAZIONI TENDENZIALI



Fonte: CBRE Research

FIG.31 MOBILITY INDEX, ACQUISTI E TEMPO LIBERO



Fonte: CBRE Research su dati Google  
variazione % rispetto ai valori medi del periodo di riferimento (3 gennaio-6 febbraio 2020)

## GLI INCENTIVI CONTENGONO LA PRESSIONE SUGLI HEADLINE RENT

*Landlord e tenant* affrontano questa fase di profonda crisi con un approccio dialogante che mira a superare gli impatti a breve termine guardando al futuro.

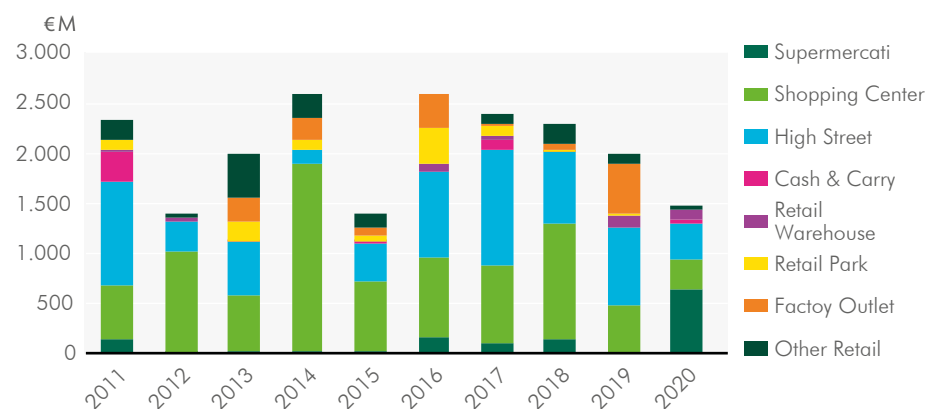
I proprietari, consapevoli dei rischi *tenancy* e *vacancy*, si sono infatti dimostrati accomodanti nei confronti dei tenant, anche in modo proattivo. Questi ultimi, infatti, operano in un'ottica di *cost-saving* e di razionalizzazione delle reti di vendita, ma non rinunciano al proprio posizionamento sui mercati primari.

Questo approccio si è tradotto in un incremento sostanziale del tenore degli incentivi con la concessione di temporanei *rent abatement* e *rent holiday*, e sostegni economici per i *fit-out*, nell'interesse reciproco di *tenant* e *landlord* di giungere a soluzioni efficaci per contrastare l'immediato crollo dei fatturati e scongiurare il rischio *vacancy*.

La pressione sui canoni in posizioni prime rimane comunque considerata sostenibile sul lungo periodo e non si osservano significativi scostamenti rispetto agli *headline rent* pre-pandemia. Contemporaneamente nelle posizioni *secondary*, in particolare nei centri commerciali, si osserva talvolta una propensione all'alleggerimento del tasso di sforzo e all'abbassamento del canone minimo garantito.

Un ultimo aspetto problematico per il mercato retail è costituito in questo momento dalla debolezza della domanda di spazi di grandi dimensioni, sia nei centri commerciali che nel segmento *High Street* con vocazione *mass market*. Questo trend non è legato al Covid-19 ma al numero limitato di operatori attivi sopra determinate soglie dimensionali in grado di sostenere tali canoni, a cui si aggiunge una ridotta propensione a investire per la creazione di nuovi punti vendita in questa fase di incertezza.

FIG.32 INVESTIMENTI RETAIL PER ASSET CLASS



Fonte: CBRE Research

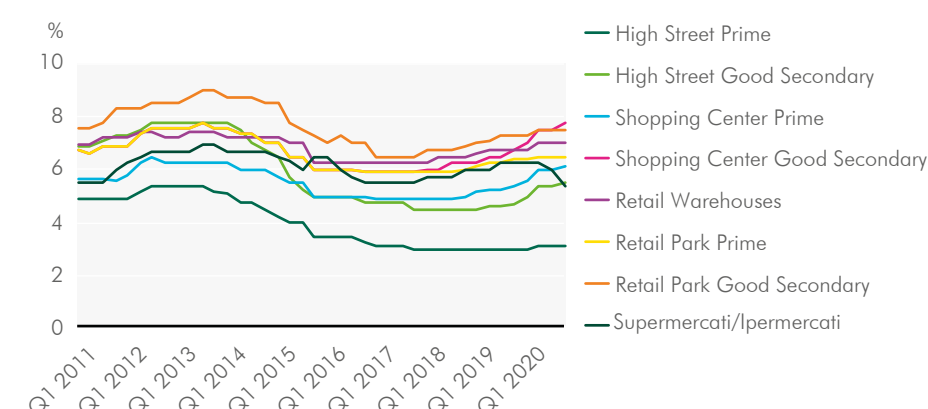
## GLI INVESTIMENTI TENGONO GRAZIE ALLA GDO

Il 2020 si è chiuso con € 1,4 miliardi di investimenti, un risultato sostenuto da *deal* di portafoglio di grandi dimensioni nella GDO e dalle componenti retail di transazioni core di *asset mixed-use* su *high street* primarie (Fig.32). Rispetto al 2019, il volume degli investimenti si è ridotto del 26% complice la contingenza Covid-19 e la riduzione dei *deal* nel comparto *out-of-town*.

Gli investitori sono frenati in questo momento anche dai timori più a lungo termine di una crescente erosione delle vendite negli *store* fisici legata alla crescente penetrazione dell'e-commerce, la cui diffusione è stata accelerata dalla situazione emergenziale. Questo è di certo tra i principali elementi di criticità per il mercato retail: il timore di una progressiva sostituzione del commercio fisico con quello digitale ha portato a una radicale revisione delle strategie a lungo termine degli investitori.

Questa incertezza si è tradotta in una nuova crescita dei rendimenti, che ha interessato soprattutto le *high street* secondarie e i centri commerciali, mentre rimane cautamente positivo l'outlook sui rendimenti *High Street prime*, confermato dalle operazioni in corso e da quelle concluse durante il 2020. Appare invece in controtendenza l'andamento dei rendimenti dei supermercati: la riduzione osservata durante la seconda metà dell'anno riflette il rafforzamento dell'interesse degli investitori nei confronti di questa asset class, grazie alla resilienza dimostrata durante l'emergenza Covid e la minore esposizione nei confronti dell'e-commerce (Fig.33).

FIG.33 ANDAMENTO DEI PRIME YIELD RETAIL



Fonte: CBRE Research

## PIPELINE SVILUPPI CONCENTRATA SU PRODOTTI E MERCATI PRIME

La crescita dei rendimenti ha toccato in modo più contenuto anche i *Retail Park* e le *Retail Warehouse standalone*, percepiti come più sicuri in quanto meno impattati dalla Pandemia, più economici sotto il profilo dei costi di gestione e più adatti ad essere convertiti ad altre funzioni.

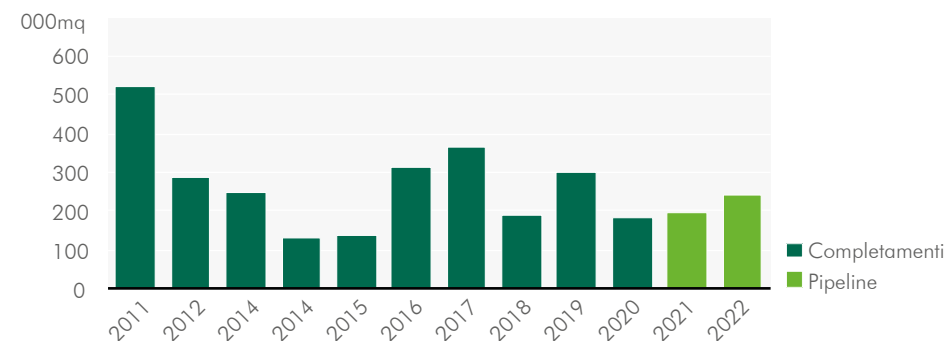
Le prospettive per il 2021 sono ancora incerte. È probabile che i trend osservati lo scorso anno si manterranno invariati fino alla risoluzione dell'emergenza sanitaria. Nonostante l'e-commerce rimanga il principale elemento strutturale di destabilizzazione per questo settore, la sua rapida diffusione durante la Pandemia potrebbe aiutare a definire i nuovi contorni del mercato retail.

### PROSEGUONO I MAGGIORI SVILUPPI, RALLENTA LA PIPELINE SECONDARY

Il 2020 si chiude con poco meno di 200mila mq di *completion retail*, in parte anche a causa del rallentamento delle attività di sviluppo dovute alle misure di contenimento dei contagi. La gran parte delle inaugurazioni è infatti avvenuta nell'ultimo trimestre dell'anno. Non si osservano per ora stralci di iniziative già avviate o prossime all'avvio.

La *pipeline* di sviluppi dei prossimi due anni prevede la realizzazione di oltre 400mila mq (Fig.34), oltre la metà dei quali concentrata nella città metropolitana di Milano (240mila mq), di cui 100mila mq nel solo Comune (il Merlata Bloom e gli interventi di trasformazione/recupero in ottica *Urban retail* in prossimità delle principali *high street*). Tra i principali interventi di *refurbishment* troviamo invece il Centro Leonardo a Fiumicino, che si presenterà nella sua nuova veste entro la fine del 2021.

FIG.34 PIPELINE SVILUPPI



Fonte: CBRE Research

## OUTLOOK A BREVE TEMINE

SHOPPING CENTER  
PRIME

- Recupero delle performance più moderato per la mancanza della componente turistica.
- Atteggiamento *wait-and-see* da parte degli investitori *core*.

SHOPPING CENTER  
GOOD  
SECONDARY

- Rapido recupero delle performance grazie alla domanda locale. Rischio *vacancy* dovuto alle attività di razionalizzazione delle reti di vendita da parte dei *retailer*.

## RETAIL PARK

- Recupero delle performance molto rapido grazie alla capacità di attrarre acquisti mirati.
- Minore esposizione nei confronti delle restrizioni per le tipologie di prodotti/assenza di aree comuni indoor.

## FACTORY OUTLET

- Recupero delle performance lento, strettamente legato alle dinamiche del turismo.

HIGH STREET  
PREMIUM/LUXURY

- Recupero delle performance lento, strettamente legato alle dinamiche del turismo internazionale.
- Interesse degli investitori arginato dalla mancanza di prodotto.

HIGH STREET  
MASS MARKET

- Recupero delle performance più rapido, ma maggiore impatto delle rinegoziazioni dei canoni.
- Grande disponibilità di medie superfici a fronte di una domanda limitata e non necessariamente disposta a sostenere canoni da *High Street*.

## OUTLOOK A LUNGO TERMINE

- Consolidamento strategico dei maggiori *retailer*.
- JV tra investitori specialisti e fondi di investimento generalisti.

- Probabile repricing degli asset.
- Capacità di attrarre investitori *value-add*.

- Capacità di attirare gli investitori grazie a possibilità di conversione, demolizione e ricostruzione, nonché maggiore resilienza in caso di rallentamento dei consumi.

- Prodotto di nicchia, attività di investimento dipendente dall'offerta disponibile.
- Maggiore resilienza nei confronti dei macro-trend grazie all'offerta di *shopping experience*.

- Mantenimento di una posizione dominante nel panorama retail.
- Consolidamento dell'interesse degli investitori in asset *mixed-use multi-tenant* nei centri storici, dove il rischio è ben bilanciato dalla qualità della location.

- Probabile aumento della *vacancy* e del rischio *tenancy*.
- Possibile *mismatch* tra prodotto richiesto dai *tenant* e offerta disponibile.

REAL ESTATE MARKET  
OUTLOOK 2021  
ITALIA

05

# LOGISTICA



CBRE

## GLI INVESTITORI GUARDANO A NUOVI PRODOTTI E NUOVE LOCATION

L'anno appena concluso ha confermato il forte interesse degli investitori nel settore della logistica in Italia, che ha raggiunto un volume di investimento pari a € 1,4 miliardi, in crescita del 3% rispetto all'anno record 2019 (Fig.35). Questo interesse nei confronti del mercato italiano è guidato sia dall'intensità della domanda di spazi logistici da parte degli occupier sia dal mantenimento di rendimenti competitivi rispetto a quanto osservato nei maggiori mercati europei.

Il mercato della logistica nel 2020 ha visto il consolidamento delle attività degli investitori specialisti e un crescente coinvolgimento dei generalisti, che guardano alla logistica come un segmento core dell'investimento immobiliare. Si conferma nel 2020 la quota preponderante di capitali esteri che ha caratterizzato l'attuale ciclo di espansione del mercato logistico italiano.

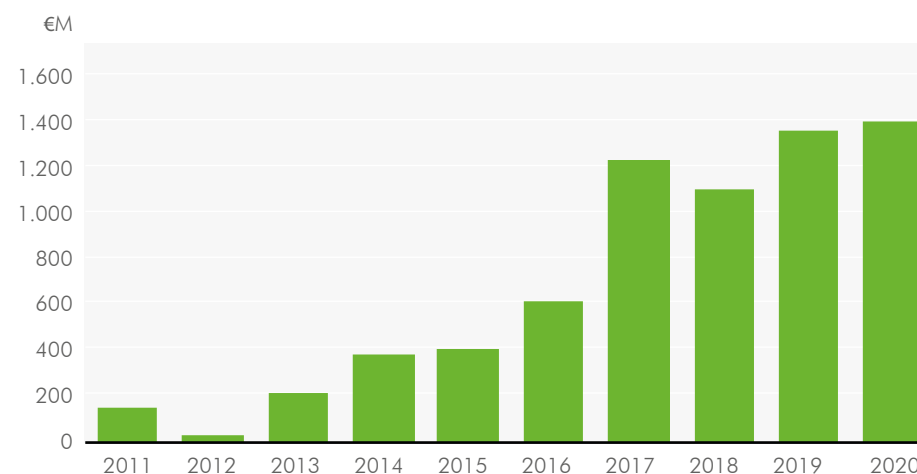
Da un lato si consolida la ricerca di opportunità *core* e *super-core* su immobili logistici standard nei mercati primari, con eccellenti *covenant* e durate contrattuali superiori ai 15 anni, trend destinato a crescere nei prossimi mesi con nuove transazioni di *trophy asset*. Dall'altro lato, la compressione dei rendimenti *prime* spinge gli investitori a guardare a nuovi mercati e nuove tipologie di prodotto (Fig.36).

Relativamente ai nuovi mercati, si assiste a una crescita delle attività di sviluppo promosse da capitali istituzionali sia in aree limitrofe ai sottomercati consolidati, sia lungo le principali direttrici, in particolare lungo il versante adriatico.

Per quanto riguarda il nuovo prodotto, la scarsità di spazi di grado A e il loro ottimo assorbimento offrono buone opportunità per gli sviluppi, spesso guidati dalla domanda di *Built-to-Suit* di elevata qualità e altamente personalizzati. Contemporaneamente, la domanda di spazi da destinare alle funzioni *last mile* e la mancanza di prodotto esistente spingono gli investitori a guardare ad asset non-standard in prossimità dei centri urbani.

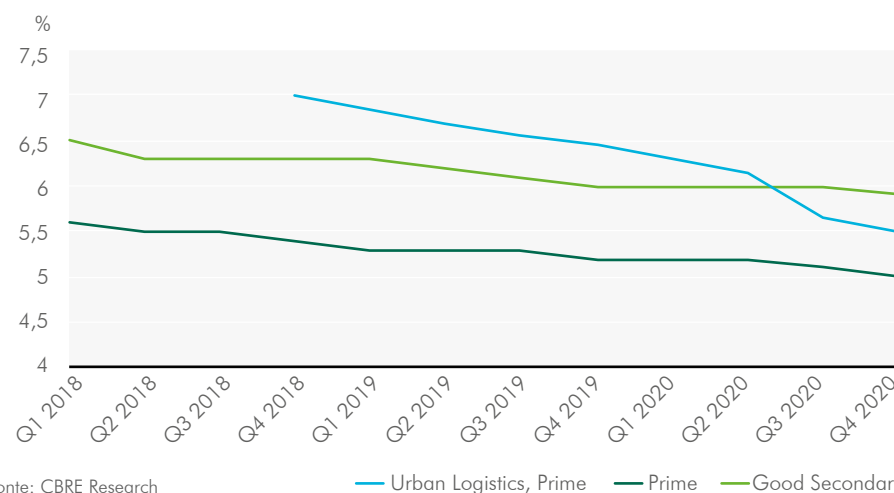
Si assiste inoltre a un'ibridazione della figura dell'investitore con quella del *developer*, in particolare su nuove iniziative speculative portate avanti assieme ai *general contractor*. Questo aspetto continuerà probabilmente a influire sul rapporto tra espansione dello *stock* e crescita del volume degli investimenti anche nel prossimo futuro.

FIG.35 INVESTIMENTI NEL SETTORE LOGISTICO IN ITALIA



Fonte: CBRE Research

FIG.36 ANDAMENTO DEI RENDIMENTI LOGISTICI IN ITALIA



Fonte: CBRE Research

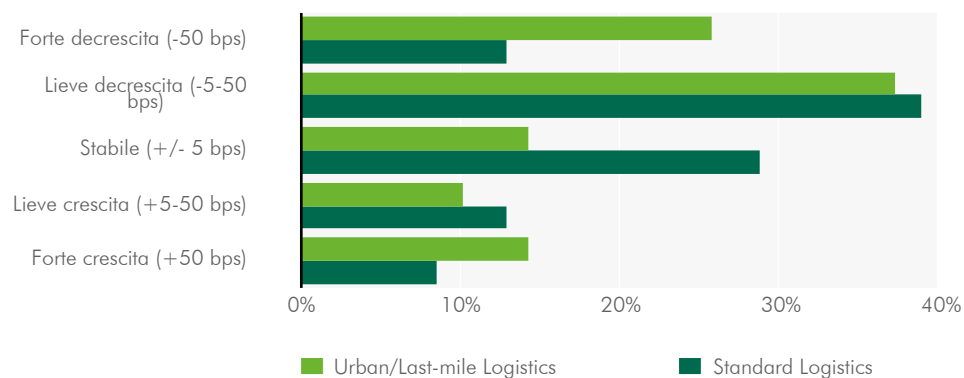
## ULTERIORI COMPRESSIONI DEI RENDIMENTI ATTESI NEL 2021

Gli ottimi *pricing*, uniti a una dinamica sostenibile dei canoni, offrono opportunità per gli occupier interessati a operazioni di *sale and leaseback*, destinate a contribuire al volume degli investimenti logistici nei prossimi mesi.

Il *prime yield* della logistica italiana si è ridotto, nel corso del 2020, di 20 punti base, scendendo a quota 5%. Nell'ambito dei *trophy asset* si rilevano operazioni con rendimenti ben al di sotto del 5%, 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*.

Le prospettive per il 2021 sono positive e la *pipeline* solida: l'attrattività di questa asset class continuerà a richiamare capitali esteri e nuovi investitori, esercitando nuove pressioni al ribasso sui *prime yield*, anche in *location good secondary*, come confermato anche dai dati raccolti tramite il *CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021*. I risultati del sondaggio sottolineano anche come la logistica, soprattutto nella sua accezione *Last mile/Urban logistics*, sia considerata l'asset class più attrattiva per il 2021 nel mercato italiano, con aspettative di *pricing* in rialzo e investitori disposti nei prossimi mesi a offrire cifre superiori agli *asking price* (Fig.37).

FIG.37  
ITALY INVESTOR INTENTIONS SURVEY 2021: QUALI SONO LE VOSTRE ASPETTATIVE SUI RENDIMENTI PRIME DELLA LOGISTICA?



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021



## PERSONALIZZAZIONE E QUALITÀ CARATTERIZZANO GLI SVILUPPI

### GLI SVILUPPI IN CRESCITA GUIDANO L'AMMODERNAMENTO DELLO STOCK ESISTENTE

Gli sviluppi previsti per l'anno appena terminato, nonostante lo stop forzato dei mesi di marzo e aprile, non hanno subito grossi ritardi, con il completamento di oltre 1,6 milioni di mq, permettendo così al 2020 di chiudersi con il valore più alto di sempre. Ricca la *pipeline* delle *completion* attese per i prossimi mesi (circa 1,2 milioni di mq). La domanda continua inoltre a essere trainata dalla richiesta di *Built-to-Suit*, che hanno rappresentato il 79% dei metri quadri completati nel 2020.

La *pipeline* degli sviluppi speculativi, che nel 2020 hanno rappresentato il 21% del totale dei completamenti, continua a rimanere sostenuta, con molti progetti che vedranno conclusione nel 2021, anno che rappresenterà un banco di prova per la maturità di questa tipologia di sviluppo (Fig.38).

La localizzazione per questo prodotto rappresenterà un punto fondamentale per minimizzare il rischio di *oversupply* e mantenere stabile la *vacancy* (che si attesta al

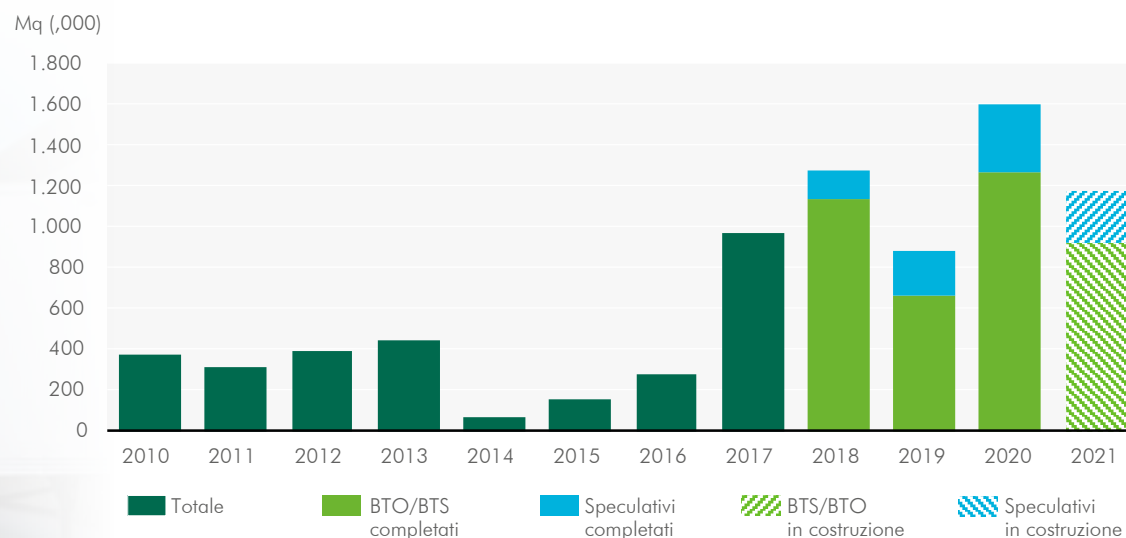
2,6% a fine 2020), con un maggiore focus nelle aree delle location primarie ancora scarsamente influenzate dallo sviluppo speculativo.

La situazione emergenziale dei mesi di marzo e aprile ha messo in luce i limiti della *supply chain* in Italia, non ancora adatta ad sostenere una domanda di servizi *e-commerce* così intensa. È verosimile che questo porterà alla necessità di sviluppare magazzini sempre più personalizzabili e automatizzati, contribuendo al miglioramento della qualità dello stock immobiliare logistico italiano.

Infine, anche gli operatori logistici risultano sempre più attenti alla sostenibilità. Da un recente sondaggio di CBRE condotto su un campione significativo di operatori della logistica, è emerso che il 35% di questi mira a un ridotto impatto ambientale del proprio immobile, interesse confermato dall'aumento delle certificazioni LEED o BREEAM anche in questo segmento\*.

\* I risultati del sondaggio verranno presentati nel corso del primo trimestre 2021 e saranno disponibili visitando il sito web [www.cbre.it](http://www.cbre.it)

FIG.38 SVILUPPI E PIPELINE DEL MERCATO LOGISTICO ITALIANO



Fonte: CBRE Research

## SI RAFFORZANO I FONDAMENTALI DELLA DOMANDA DI SPAZIO

Il mercato della logistica si è mostrato più che resiliente e con una ottima capacità di adattamento, registrando addirittura una sostenuta crescita del *take-up* del +19% rispetto all'anno precedente, per un totale di 2.220.000 mq assorbiti (Fig.39). Rispetto allo scorso anno si registra una leggera crescita delle transazioni di dimensioni superiori a 50mila mq, ciò nonostante gli spazi maggiormente richiesti si confermano essere compresi tra i 5mila e i 20mila mq. La domanda di spazi continua ad essere guidata dagli operatori 3PL, a cui è dovuto il 49% del *take-up* nel 2020. Tuttavia, si osserva come tali operatori si trovano a svolgere attività omnicanale per conto terzi in modo crescente, sostenuti dalla forte crescita delle vendite *online*.

Il 2020 ha visto infatti il decisivo affermarsi dell'e-commerce, che è risultato il *driver* principale della crescita della domanda di spazi logistici, rappresentando il 46% degli utilizzi finali degli spazi assorbiti nel 2020 (Fig.40). La bassa penetrazione dell'e-commerce permetterà interessanti margini di crescita della domanda nel 2021, aspetto che contribuirà al mantenimento di una *vacancy* bassa e di canoni sostenuti.

La Pandemia ha inoltre messo in luce l'importanza della logistica per l'approvvigionamento merci nel settore del food (in particolare nel segmento della GDO) e della *cold chain*, segmenti in cui è in atto una forte riorganizzazione della *supply chain*.

L'incremento delle vendite *online* e la crescente omnicanalità del retail, implicando una crescente capillarità e vicinanza al consumatore finale del settore logistico, hanno iniziato a riflettersi anche sulla domanda di spazio *last mile*. Tale segmento nel 2020 ha rappresentato il 13% del totale dei mq affittati e il 33% del numero di transazioni letting (Fig.41).

FIG.39 TAKE-UP E CANONE PRIME

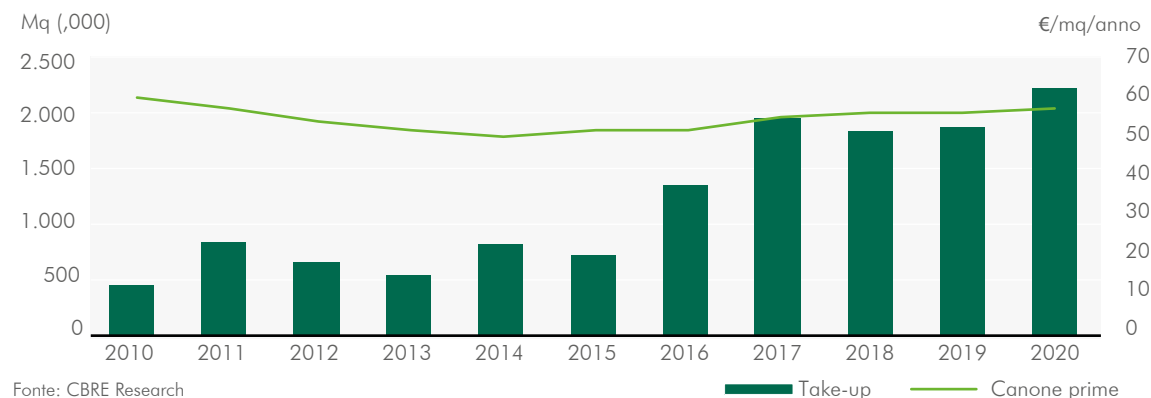


FIG.40 TAKE-UP PER UTILIZZO FINALE DEGLI IMMOBILI

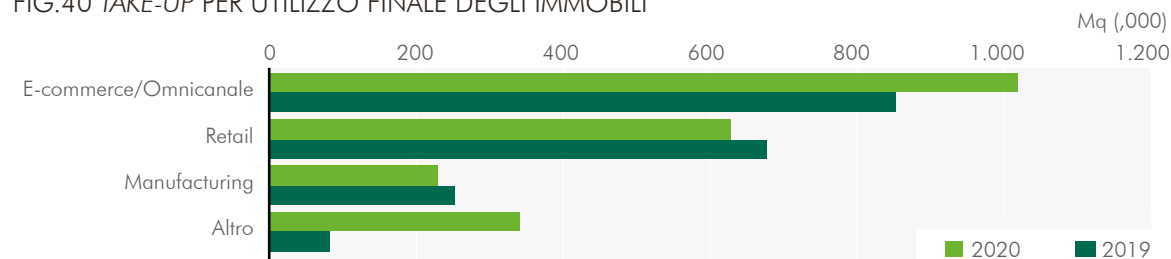
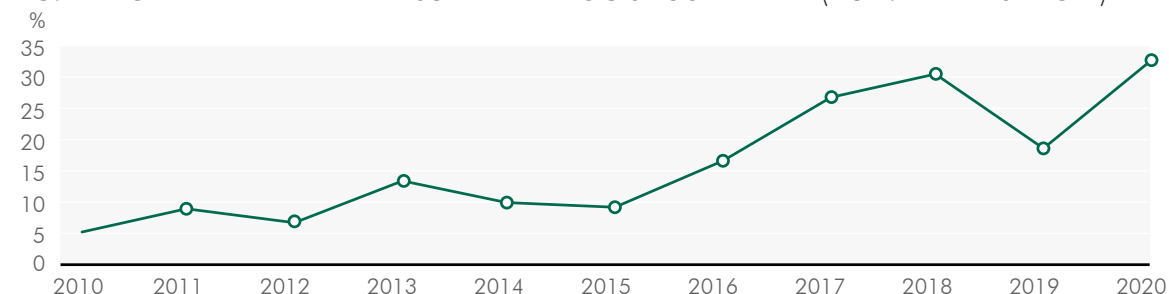


FIG.41 INCIDENZA DEL LAST MILE SUL TAKE-UP LOGISTICO IN ITALIA (NUM. DI TRANSAZIONI)



## IL TREND *BUILT-TO-SUIT* SOSTERRA' LA CRESCITA DEI CANONI NEL 2021

L'area milanese continua a confermare la propria attrattività, assorbendo il 70% del volume del *take-up*. Tuttavia, l'espansione del *Last mile*, al momento limitata ai grandi centri urbani, è destinata a estendersi su tutto il territorio italiano, in particolare a quei centri urbani minori caratterizzati da buone capacità di spesa.

L'emergenza sanitaria ha portato alla nascita di numerose richieste di spazi temporanei dedicati alla distribuzione di dispositivi medici, trend che probabilmente proseguirà anche con l'arrivo del vaccino nei primi mesi del 2021, ma che si stima andrà gradualmente normalizzandosi nella seconda metà dell'anno.

La città assume quindi un ruolo sempre più importante e strategico nel mercato logistico. Il cambiamento delle abitudini di consumo e la digitalizzazione aumenteranno la necessità di capillarità della rete distributiva, con la creazione di prodotto customizzato e *supply chain* dedicate alle nuove esigenze della domanda. È verosimile che questo trend sarà il *driver* principale della domanda anche nel corso del 2021.

Nel 2020 la richiesta di magazzini nuovi e personalizzati ha rappresentato il 70% del volume *take-up* totale. La scarsità di prodotto esistente di qualità, nonostante i crescenti sviluppi, continuerà a sostenere il rialzo dei canoni *prime* (salito a 57 €/mq/anno a fine 2020) sia per immobili standard ben localizzati, sia per immobili *last mile*, su cui grava l'elevato prezzo dei terreni e degli asset in prossimità dei centri urbani.

Lo *spread* tra i canoni di immobili *Built-to-Suit* e immobili esistenti è infatti destinato ad ampliarsi. Anche se il trend dei canoni del prodotto esistente si mantiene in crescita, l'intensa domanda di prodotti personalizzati e di qualità da parte dei *tenant* porterà a un aumento dei canoni sensibilmente più rapido per questa tipologia di immobili.

L'esigenza di accedere a prodotti di elevata qualità e customizzati porterà anche a nuove riduzioni del tenore degli incentivi per gli asset primari. Nel caso del prodotto secondario gli incentivi saranno invece sostanzialmente stabili e costituiti prevalentemente da periodi iniziali di *free rent*.



## KEY TAKEAWAY

NUOVO PRODOTTO E NUOVE LOCATION

---

- Attenzione crescente verso location secondarie.
- Sviluppo di prodotto *last mile*.

PERSONALIZZAZIONE DEGLI SPAZI

---

- Crescente automazione ed efficientamento degli immobili.
- Crescente attenzione alla sostenibilità ambientale e alle certificazioni LEED e BREEAM.
- Crescita del *prime rent* sostenuta dai *Built-to-Suit*.

CRESCITA DELL'E-COMMERCE

---

- Riconfigurazione della *supply chain*, in particolare per gli operatori della GDO e per i *food retailer*.
- Maggiore capillarità della rete distributiva.
- Maggiore vicinanza ai centri urbani.

REAL ESTATE MARKET  
OUTLOOK 2021  
ITALIA

06

# RESIDENZIALE



CBRE

## GLI INVESTIMENTI VALUE-ADD TRAINANO IL SETTORE RESIDENZIALE ITALIANO

La crisi legata all'emergenza Covid-19 ha messo in luce la capacità di resilienza del mercato immobiliare residenziale europeo. Nonostante una complessiva riduzione dei volumi di investimento rispetto all'anno precedente, i mercati *Multifamily*, *co-living* e *PBSA* hanno dimostrato una maggiore tenuta rispetto agli altri settori. *Occupancy* e *rent collection* si sono mantenuti robusti, anche grazie alle misure a sostegno ai redditi e all'occupazione promosse dai governi in risposta alla situazione emergenziale.

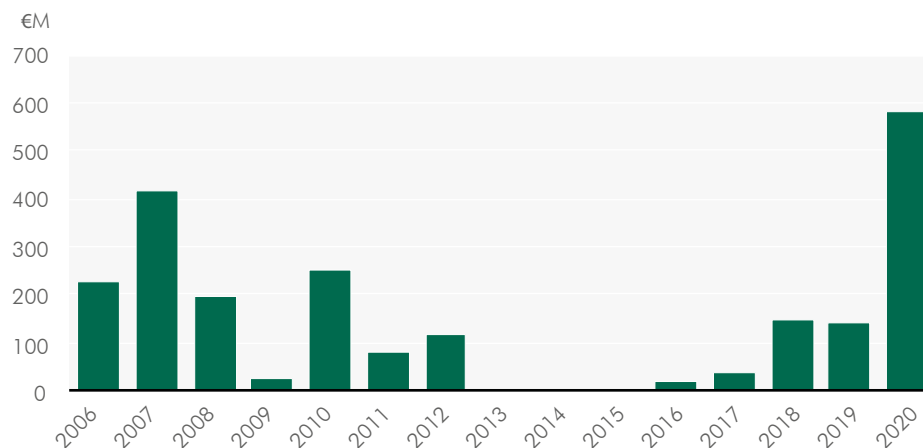
La buona tenuta dei fondamentali del *Multifamily* porterà verosimilmente questo mercato a espandersi ulteriormente nel prossimo anno, grazie all'ingresso di nuovi investitori. Il mercato *Multifamily* italiano si trova ancora a uno stadio iniziale rispetto agli altri maggiori mercati europei, ma riesce comunque a riscuotere forte interesse da parte di investitori internazionali che hanno trainato la crescita dei volumi d'investimento registrata nel 2020 (Fig.42 e 43).

La scarsità e la frammentazione del prodotto disponibile sul mercato italiano continuano a indirizzare gli investitori su operazioni *value-add*, anche se si iniziano ad osservare le *prime* grandi transazioni di portafogli a reddito con un'ottica di investimento *core+*, destinate a concludersi nel corso del 2021. L'attività dei *developer* domestici si affianca all'apporto di capitali internazionali, sia per nuovi sviluppi sia per riconversioni e riqualificazioni, ancora prevalentemente destinate alla vendita frazionata. Più in generale, la filiera dei servizi immobiliari sta implementando linee di business indirizzate al supporto delle attività di investimento nel *Multifamily*. La mancanza operatori specializzati nel settore è infatti considerata una delle principali barriere alla diffusione del *Multifamily* in Italia.

Vengono lottizzati i grandi sviluppi e vengono realizzate nuove acquisizioni di aree: gli ambiti di trasformazione urbana della città metropolitana di Milano si confermano il principale target degli investitori istituzionali, domestici e internazionali. Il prodotto da sviluppare in questi ambiti di trasformazione dovrà rispondere a precisi requisiti funzionali e comprenderà quote inderogabili di sviluppi destinati a edilizia convenzionata.

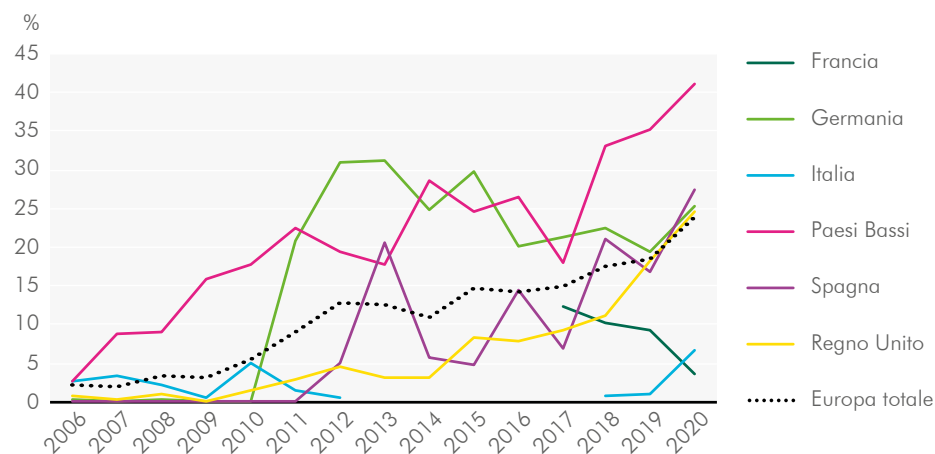
Il mercato dello *student housing* ha continuato a crescere nel 2020, prevalentemente attraverso l'acquisto di terreni o formule di *forward purchase/forward funding* nelle maggiori città italiane. Gli investitori appaiono concordi su una prospettiva di totale recupero dei fondamentali della domanda di residenze per studenti al termine dell'emergenza Covid-19.

FIG.42 RES VOLUMI DI INVESTIMENTO RESIDENZIALE IN ITALIA



Fonte: CBRE Research

FIG.43 PESO DEGLI INVESTIMENTI RESIDENZIALI IN EUROPA SUL TOTALE DEGLI INVESTIMENTI CRE



Fonte: CBRE Research

# IL COVID-19 VEDE UN MERCATO PIU' PICCOLO E SELETTIVO, SEGNALI DI RIPRESA NEL Q3

## MENO COMPRAVENDITE MA A PREZZI PIU' ALTI

L'impatto del Covid-19 sulle compravendite è stato severo: nei primi nove mesi del 2020 gli acquisti di abitazioni si sono ridotti del 13% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (Fig.44).

Il calo del numero di compravendite durante il primo *lockdown* è stato seguito da un positivo rimbalzo nel terzo trimestre, che ha segnato risultati addirittura in crescita del 3% rispetto a quanto osservato nello stesso periodo del 2019.

L'andamento dell'Indice dei Prezzi delle Abitazioni nei primi nove mesi del 2020 ha mantenuto un trend di crescita positivo, sia per le abitazioni nuove sia per quelle usate, queste ultime in controtendenza rispetto a quanto osservato nel 2019 (Fig.45).

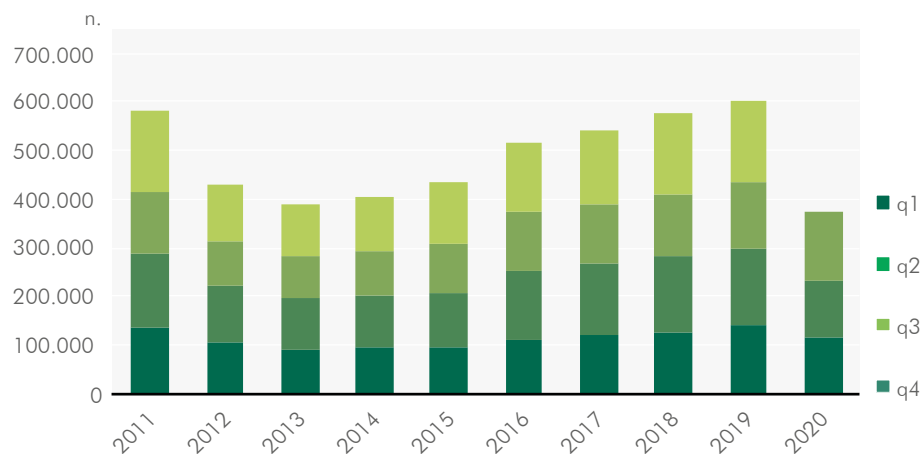
La crescita dell'indice dei prezzi va comunque osservata in relazione a un ridotto numero di transazioni e potrebbe non essere indicativa di un trend generalizzato di aumento dei prezzi di vendita.

La ricerca di spazi di maggiori dimensioni porta i mercati degli hinterland delle città metropolitane a conseguire risultati migliori rispetto a quanto registrato nei capoluoghi. Il mercato degli acquisti per investimento ha sofferto maggiormente a causa dell'incertezza sull'intensità della futura domanda di abitazioni in affitto a breve e lungo termine. A fare le spese di questa contrazione del mercato sono soprattutto le città tradizionalmente più attrattive per gli investitori come Milano.

La commercializzazione dei nuovi sviluppi nel capoluogo lombardo procede tuttavia a velocità sostenuta. La qualità del prodotto guida il *pricing*, segnando nuovi record di prezzi al mq anche durante l'emergenza Covid-19.

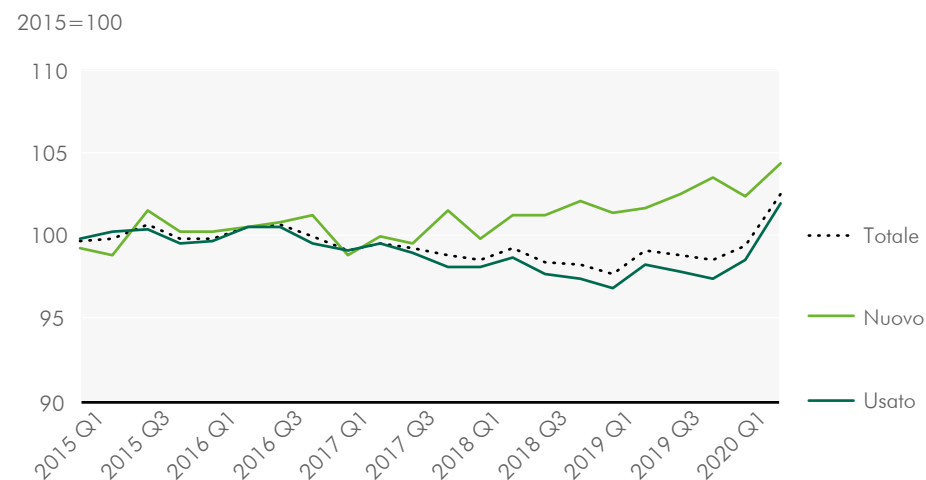
Le opportunità di sviluppo si ampliano anche nelle città secondarie: anche in questo caso si assiste a una crescita dei prezzi delle abitazioni favorita dai bassi tassi di interesse e dalla spinta della domanda alla ricerca di spazi di maggiore qualità e in altri mercati.

FIG.44 COMPRAVENDITE RESIDENZIALI IN ITALIA



Fonte: CBRE Research su dati OMI

FIG.45 INDICE DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI



Fonte: Istat

# CRESCE L'OFFERTA IN AFFITTO MA SI PREVEDE UN RITORNO DELLA DOMANDA PRE-COVID

## LOCAZIONI IN CALO, MA I FONDAMENTALI RIMANGONO SOLIDI

La diffusione del virus Covid-19 ha influito in modo significativo anche sul mercato delle locazioni di immobili residenziali. In primo luogo, si è ridotta la domanda di *short term rent*, in particolare per quanto riguarda la componente turistica; in secondo luogo, l'esodo dalle maggiori città innescato dalla diffusione del *remote working* ha contribuito al rilascio sul mercato di ulteriori immobili e alla riduzione delle ricerche di nuove abitazioni.

In questa fase di incertezza si stima una crescita della diffusione delle formule di locazione transitorie, capaci di assicurare maggiore flessibilità rispetto alle locazioni di lungo periodo, a vantaggio sia di inquilini sia di proprietari.

Negli scorsi anni la diffusione di formule di *short term rent* e *co-living* e la crescita del numero di studenti universitari fuorisede avevano già messo sotto pressione i mercati delle maggiori città, spingendo i canoni al rialzo e comprimendo un'offerta sempre più scarsa (Fig.46).

La pressione sui canoni nelle maggiori città è testimoniata anche dalla graduale sostituzione delle formule a libero mercato su quelle a canone concordato nelle

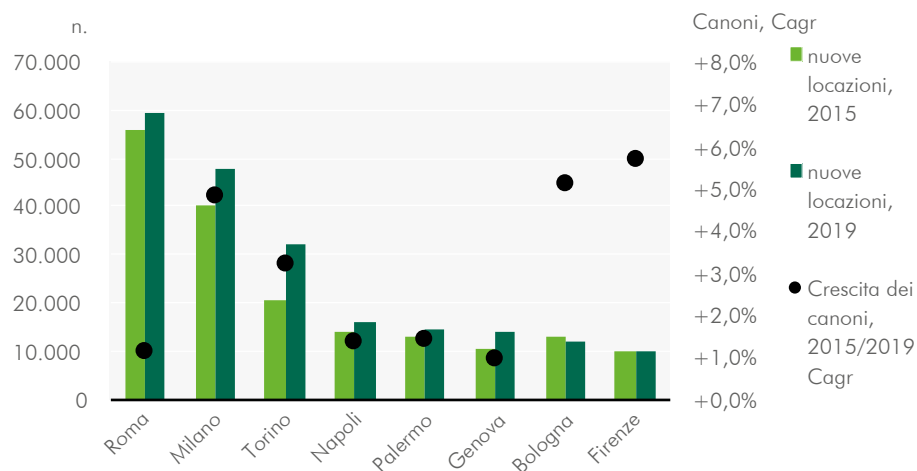
realtà che avevano contemporaneamente registrato una forte crescita dei canoni.

Per questi motivi, nelle città principali si prevede un progressivo ritorno alle tendenze pre-Covid in termini di crescita della domanda, alimentata dalla crescita del numero di posti di lavoro attesa nei prossimi anni (Fig.47), con conseguenti rincari dei canoni a fronte di una nuova riduzione dell'offerta.

L'offerta di qualità ha dimostrato un'ottima forza negli ultimi anni, sostenendo la crescita di attività di gestione in forma *co-living*, ricucendo un mercato fortemente parcellizzato tra persone fisiche, e promuovendo la crescita di forme di gestione più adatte a rispondere al prodotto ricercato dagli investitori istituzionali.

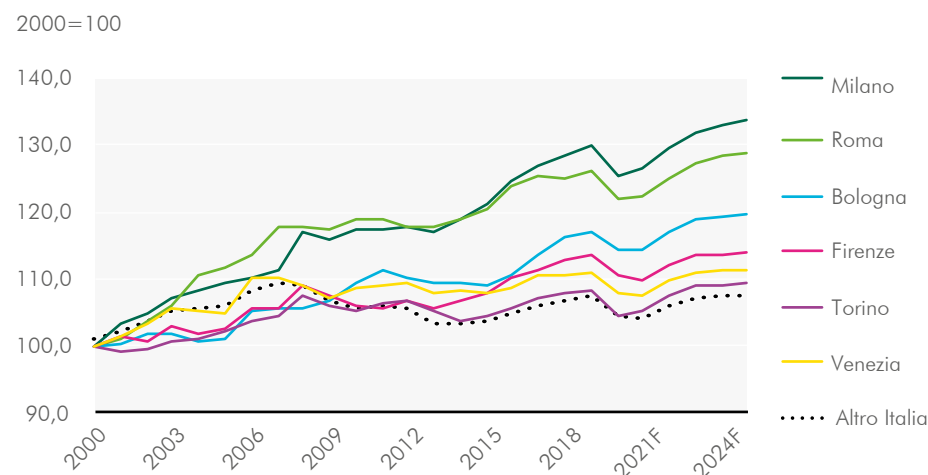
L'ingresso di nuova offerta in locazione proveniente da attività di sviluppo su ampia scala nella città metropolitana di Milano vedrà la luce solo nel medio-lungo termine. Nel frattempo si registrano i primi passaggi di proprietà di portafogli di immobili a reddito e un'intensificazione delle iniziative di sviluppo/conversione/recupero di dimensioni medio-piccole (sotto i 100 appartamenti) che vedono coinvolti *developer* domestici affiancati da capitali internazionali.

FIG.46 NUOVE LOCAZIONI E CRESCITA DEI CANONI



Fonte: CBRE Research su dati OMI

FIG.47 N. DI ADDETTI DELLE UNITA' LOCALI D'IMPRESA



Fonte: Oxford Economics

## CRESCE IL CONSENSO SUL POTENZIALE DEL RESIDENZIALE

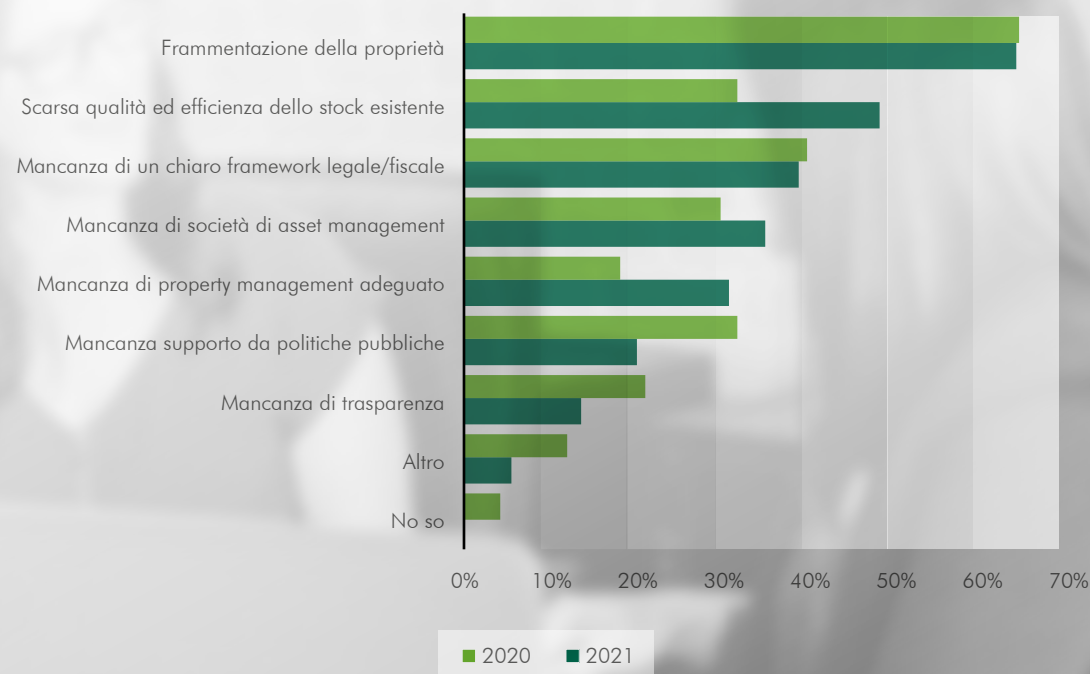
### CRESCE LA PLATEA DEGLI INVESTITORI, SEPPUR CON QUALCHE OSTACOLO

Il 52% degli investitori che hanno risposto al *CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021* hanno dichiarato di voler investire nel segmento residenziale nell'anno in corso. Tra questi, oltre il 90% prevede di investire in nuovi sviluppi, un numero che sottolinea la mancanza di prodotto istituzionale che caratterizza in questo momento il mercato italiano.

Tra gli ostacoli alla crescita del mercato residenziale italiano, quello su cui il maggior numero di investitori concorda è infatti la frammentazione della proprietà, scelto dal 64% dei rispondenti, stabile rispetto allo scorso anno; segue la scarsa qualità ed efficienza dello stock esistente (scelto dal 48% dei rispondenti, in aumento rispetto al sondaggio dello scorso anno) (Fig.48).

Un altro tema sollevato dagli investitori anche nel sondaggio di quest'anno riguarda il diverso trattamento tra immobili strumentali e residenziali relativamente al regime di esenzione IVA dei canoni di locazione di questi ultimi. Questo aspetto comporterebbe un incremento del *leakage* dei costi non recuperabili, riducendo i rendimenti netti. Gli aspetti fiscali sono infatti indicati dal 40% degli intervistati come uno dei principali ostacoli per la crescita del mercato residenziale italiano, tema sottolineato anche nelle risposte aperte del sondaggio, prevalentemente focalizzate proprio su questo tema.

FIG 48 ITALY INVESTOR INTENTIONS SURVEY 2021: QUALI SONO I PRINCIPALI OSTACOLI PER IL MERCATO RESIDENZIALE ITALIANO? Risposte multiple



Fonte: CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021

## KEY TAKEAWAY

- La buona tenuta dei fondamentali del mercato residenziale e l'emergere di nuovi trend hanno rafforzato l'interesse degli investitori a livello Europeo nei confronti di questa asset class, percepita come il *defensive play* per eccellenza del mercato immobiliare.
- La mancanza di prodotto che caratterizza il mercato italiano spinge gli investitori a puntare sugli sviluppi, anche se si assiste ai primi investimenti su asset a reddito esistenti.
- Le opportunità di sviluppo offerte dagli ambiti di trasformazione urbana della Città metropolitana di Milano attirano capitali stranieri.
- Anche lo *Student Housing* continua ad attirare investimenti, prevalentemente di natura *value-add*, guardando a un orizzonte temporale ampio e scommettendo sul superamento della Pandemia.
- Gli investitori attivi in Italia sono concordi sulle potenzialità del comparto *Multifamily* nelle maggiori città; viene tuttavia sottolineato come il diverso trattamento fiscale dei canoni di locazione degli immobili strumentali rispetto a quelli residenziali e la limitata disponibilità di stock continuino a costituire un freno alla crescita di questo settore.

REAL ESTATE MARKET  
OUTLOOK 2021  
ITALIA

07

# HOTELS



CBRE

## “STAYCATION” IMMEDIATA E DIFFUSA CON L’ALLENAMENTO DELLE RESTRIZIONI LEGATE ALLA PANDEMIA

Il settore turistico è stato tra i più colpiti dalla Pandemia. Nonostante la riapertura dei confini internazionali nel mese di giugno, gran parte dei turisti, soprattutto quelli vincolati negli spostamenti ai collegamenti aerei, ha preferito trascorrere le vacanze estive all’interno del territorio nazionale.

Anche in Italia si conferma questo trend: secondo i dati ENIT, la quasi totalità dei vacanzieri italiani ha trascorso l’estate nel Bel paese, e ciò ha portato i mesi estivi (da luglio a settembre) a registrare un calo più contenuto delle presenze nazionali (-14%), contro il -60% degli internazionali.

Complessivamente, le limitazioni agli spostamenti, sia nazionali sia a livello globale, hanno avuto forti ripercussioni sul settore: i dati Istat registrano un calo di arrivi e presenze intorno al 50% tra gennaio e settembre, valore che scende al 35% se si considerano solamente i mesi estivi.

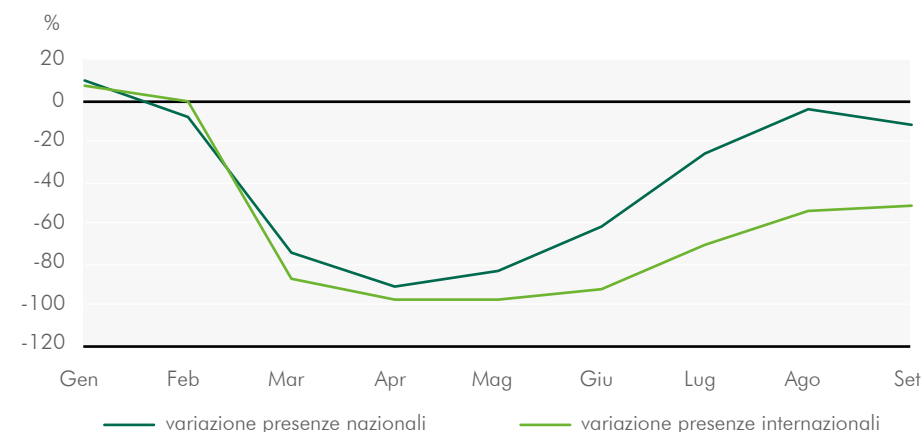
Buone le performance del mese di settembre, che su base annua registra variazioni più contenute (-35%) rispetto al mese di luglio (-48%), trend connesso alla crescente fiducia legata alla riduzione del numero di contagi nei mesi di luglio e agosto (Fig.49).

A essere maggiormente impattate sono state le regioni più marcatamente dipendenti dalla domanda internazionale, che raggiunge il Paese per via aerea.

La forte contrazione dei flussi turistici internazionali ha gravato sulla spesa turistica degli stranieri in Italia, che, secondo quanto osservato da Banca d’Italia, ha registrato un calo del 57% nel periodo tra gennaio e settembre, con una perdita di circa 20 miliardi\*; in tale quadro ha avuto un forte impatto la mancanza di turisti americani e russi, per i quali si registra un calo della spesa e dei pernottamenti dell’80% (Fig. 50). La distribuzione su larga scala del vaccino in tutta Europa nei primi mesi del 2021 contribuirà presumibilmente a una graduale ripresa dei flussi turistici a partire dal secondo semestre. Si stima che tali flussi torneranno ai livelli del 2019 non prima del 2023, con velocità differenziate in funzione della segmentazione *leisure/business/MICE*, oltre che della dipendenza dalla domanda internazionale (Fig.51).

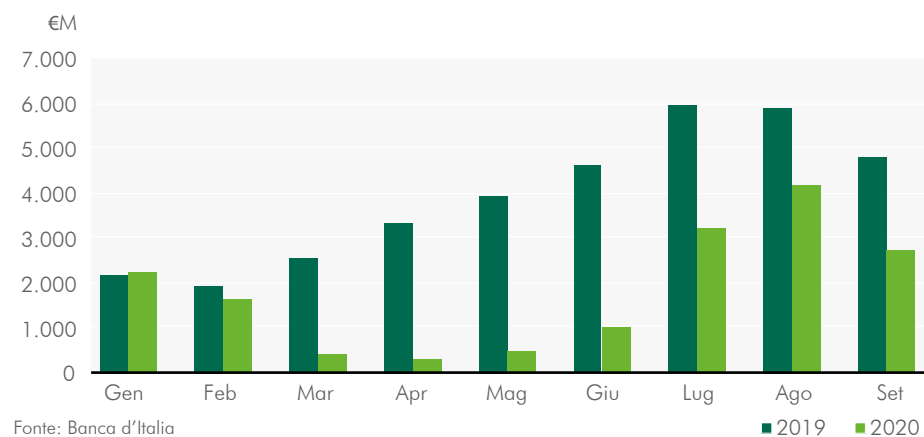
La ripresa sarà infatti presumibilmente più rapida per hotel e location che sono tradizionalmente meta del turismo domestico, business e *leisure*, o internazionale ma capace di raggiungere l’Italia con mezzi propri.

FIG.49 VARIAZIONE PRESENZE NEL 2020 RISPETTO AL 2019



Fonte: Istat

FIG.50 TREND SPESA DEI TURISTI STRANIERI



Fonte: Banca d’Italia

\*Nel periodo marzo - giugno 2020 l’indagine campionaria della Banca d’Italia sul turismo internazionale dell’Italia è stata sospesa a causa dell’emergenza Covid-19. Le stime relative a tale periodo si basano su fonti alternative, principalmente dati di telefonia mobile. I dati diffusi potrebbero dunque essere oggetto di revisioni, anche significative.

# INVESTITORI IN WAIT-AND-SEE MA SI GUARDA AL NUOVO PRODOTTO

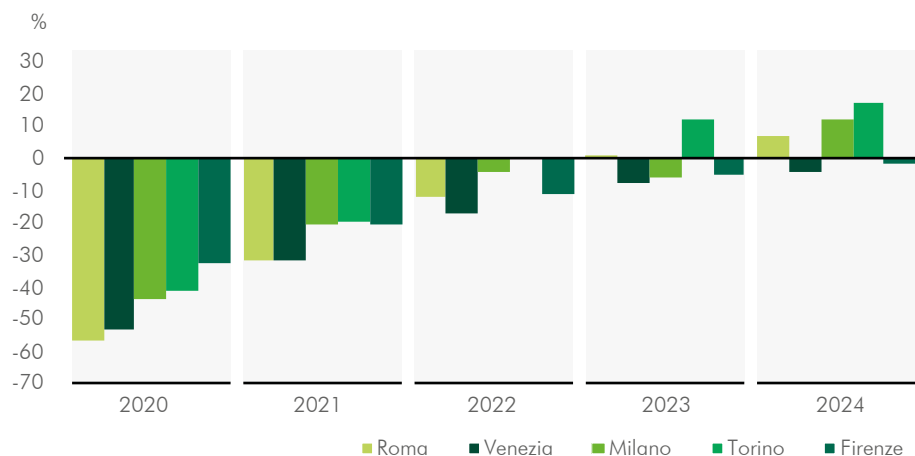
## IL MERCATO SI PREPARA ALLA RIPRESA PUNTANDO SUGLI SVILUPPI

Nel 2020 il volume degli investimenti nell'asset class Hotels in Italia ha registrato un forte rallentamento rispetto ai risultati del 2019, raggiungendo la quota di un miliardo di euro, in calo del 70% sull'anno precedente (Fig.52). Tale risultato è riconducibile prevalentemente al profondo clima di incertezza provocato dalla Pandemia, ma in parte anche all'eccezionale concentrazione di grandi *portfolio deal* osservata nel 2019.

Il peso degli investimenti Hotels sul totale del commercial real estate italiano risulta tuttavia in linea con la media registrata nell'ultimo quinquennio (escludendo l'eccezionale risultato del 2019) e permette di collocare i risultati del 2020 in un più ampio contesto di rallentamento generale del mercato immobiliare domestico e internazionale. Le transazioni osservate nel 2020 hanno comunque confermato la fiducia degli investitori nei confronti dei *trophy asset*, con operazioni originate in periodo pre-Covid che si sono concluse quasi senza *repricing*.

In attesa di una stabilizzazione dei fondamentali dell'industria alberghiera (Fig.51), il mercato immobiliare ricettivo guarda al medio-lungo termine: se da un lato prevale un approccio *wait-and-see* nei confronti dell'acquisto di immobili esistenti, dall'altro si osserva un robusto interesse nei confronti delle attività di sviluppo e conversione.

FIG.51 FORECAST VARIAZIONE PRESENZE NELLE PRINCIPALI CITTÀ RISPETTO AL 2019



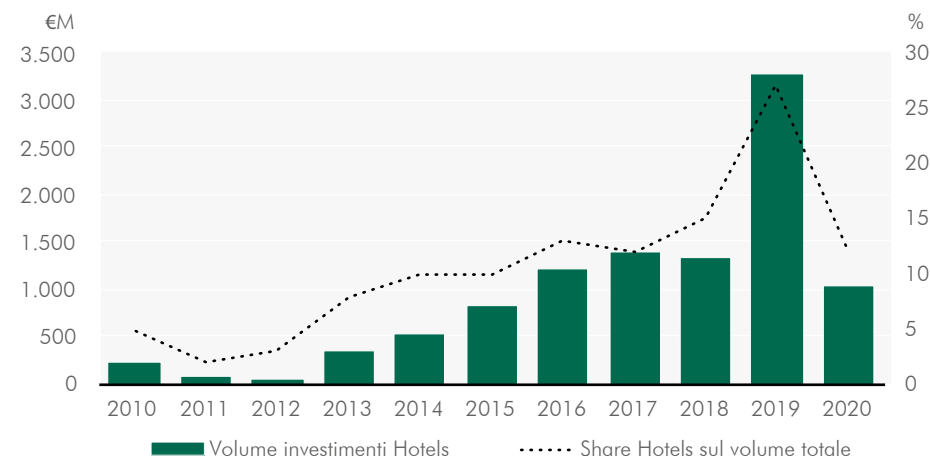
Fonte: Tourism Economics

Gli sviluppi hanno infatti il vantaggio di richiedere tempi di realizzazione sufficientemente ampi, tali da superare la fase di uscita dall'emergenza Covid-19. La *pipeline* degli sviluppi alberghieri si mantiene pertanto consistente, con cantieri in fase avanzata che dopo il *lockdown* hanno ripreso l'attività e per i quali il ritardo rispetto ai tempi originariamente stimati è nell'ordine dei 10-12 mesi. I progetti ancora in fase embrionale hanno invece subito un rallentamento più marcato. Va evidenziato, tuttavia, che con il decreto n. 228 del 14.09.2020 (conversione del D.L. n.76 del 16.07.2020) sono stati prorogati di tre anni i termini di inizio e ultimazione dei lavori, aggiustamento che potrà assicurare dunque tempistiche più flessibili.

La ripresa post-Covid-19 si prefigura anche come un'opportunità per accelerare i trend che erano già in corso prima della Pandemia, caratterizzati da una crescente attenzione nei confronti della qualità e della personalizzazione dell'offerta e dalla valorizzazione anche delle location secondarie.

Il 2021 si prospetta come un anno ancora lontano dai risultati raggiunti nel 2019, ma probabilmente gli investitori non rinunceranno all'occasione di creare valore attraverso conversioni e sviluppi in questa fase di attesa.

FIG.52 INVESTIMENTI ALBERGHIERI E SHARE SUL TOTALE DEL VOLUME IN ITALIA



Fonte: CBRE Research

## L'IMPATTO SUI VALORI DEGLI IMMOBILI RICETTIVI

Come discusso nella sezione Investimenti, dal *CBRE Italy Investor Intentions Survey 2021* emerge che gli investitori si aspettano nel settore Hotels un *repricing* degli asset nel corso dell'anno appena iniziato.

La repentina e fortissima contrazione della domanda ha avuto un effetto sui valori degli immobili alberghieri, evidenziando la forte dipendenza del settore da fattori esogeni alle ordinarie dinamiche di mercato.

Tale dipendenza, congiuntamente al ritmo e alle tempistiche di ripresa, rendono l'investimento alberghiero più rischioso rispetto ad altre asset class più tradizionali, il che si traduce in una minore disponibilità delle banche a finanziare investimenti di settore e in una maggiore remunerazione del rischio da parte degli investitori, e quindi valori di entrata più bassi.

Gli immobili in gestione diretta, così come gli hotel soggetti a *management agreement*, hanno infatti registrato un calo di valore, guidato dalla contrazione dei ricavi e quindi anche della profittabilità.

Per gli hotel in locazione, i proprietari hanno spesso concordato con i conduttori una riduzione della componente fissa del canone, con conseguente accrescimento della componente variabile, e concesso delle *rent holiday* a fronte di un prolungamento della durata dei contratti, in un'ottica di mantenimento della continuità operativa e di condivisione dello sforzo nelle difficoltà contingenti.

Alla luce di questo scenario, alcune opportunità di investimento derivanti da situazioni *distressed* potrebbero presentarsi nel corso del 2021.

Il settore rimane comunque di forte interesse per gli investitori, vista la sua dimensione in Italia, l'elevata frammentazione e la scarsa penetrazione di marchi internazionali. Questo favorisce interventi di riposizionamento, rebranding, creazione del valore, upside da esplodere.

Ci si attende quindi che il volume degli investimenti per il 2021 sia in crescita rispetto all'anno precedente, fortemente guidato da politiche di investimento *flight-to-quality* e *value-add*.



## KEY TAKEAWAY

- Nonostante il forte impatto della Pandemia sul settore turistico, si stima una graduale ripresa dei flussi turistici a partire dalla seconda metà del 2021, per ritornare ai valori del 2019 a partire dal 2023, con velocità differenziate in funzione del mercato e della dipendenza dal turismo internazionale.
- I cantieri ben avviati saranno portati a termine con ritardi tutto sommato contenuti a pochi mesi, di certo inferiori all'anno.
- Il volume degli investimenti risente della situazione di incertezza e della scarsa finanza bancaria attualmente disponibile.
- Opportunità di investimento derivanti da situazioni *distressed* potrebbero presentarsi nel corso del 2021.
- Politiche di investimento *flight-to-quality* e *value-add* guideranno le transazioni alberghiere nel 2021, il cui volume è atteso in crescita.
- *Driver* fondamentali per la ripresa delle performance gestionali saranno la sicurezza e l'attenzione al cliente (ie. politiche di rimborso, upgrade camera e dei servizi qualora possibile).

# NPLs



## IL MERCATO NPL MANTIENE DINAMICITA'

### TRANSAZIONI DI CREDITI DETERIORATI SOPRA LA MEDIA 2014-2019

A livello di investimenti e transazioni, nel 2020 l'attività legata al mercato delle esposizioni deteriorate in Italia ha evidenziato un rallentamento inferiore al 4% rispetto al totale transato nel 2019. Lo scorso anno infatti si sono registrati scambi e operazioni su *Non Performing Exposures* (NPE) (sia *secured che unsecured*) per un totale di € 41,9 miliardi GBV, in calo solo del 4,5% rispetto ai € 43,8 miliardi dell'anno precedente (Fig.53).

Il volume comprende poi una percentuale apprezzabile di esposizioni garantite, anche non considerando le quote (attualmente non divulgate) incluse nelle transazioni tra AMCO e Banca Popolare di Bari o Banca Monte dei Paschi di Siena.

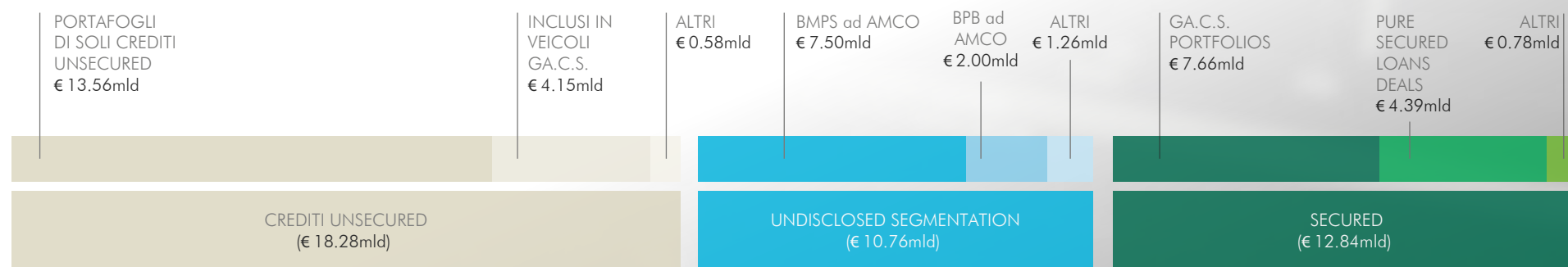
Nonostante i rallentamenti dovuti alla crisi sanitaria, il totale delle transazioni che hanno avuto luogo nel 2020 si pone quindi al di sopra della media di € 38-39 miliardi annui registrata durante questo ciclo (2014-2019), caratterizzato da un'importante fase di cessioni e *derisking*.

Su poco meno del 25% degli oltre € 41 miliardi transati si è registrato il coinvolgimento diretto di AMCO, *Asset Management Company* controllata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, intervenuta in vari dossier oltre quelli sopracitati di BPB e BMPS.

Le 15 operazioni che hanno coinvolto crediti classificati come UTP registrate durante il 2020 hanno interessato un GBV complessivo di oltre € 6,5 miliardi, in aumento rispetto al dato dei 12 mesi precedenti, confermando il focus su questo tipo di prodotto.

Un'altra spinta che ha permesso al mercato di mantenere un'importante dinamicità è stata garantita dal rinnovo del decreto sulle garanzie pubbliche per le cartolarizzazioni di crediti in sofferenza. Le operazioni con GA.C.S. hanno infatti riguardato più di € 11,8 miliardi suddivisi in 8 operazioni (2 delle quali hanno avuto come sottostante, per la prima volta, dei *Non-Performing Leasing*). Nel 2019 le operazioni assistite da GA.C.S. avevano cubato poco più di € 8 miliardi.

FIG.53 TRANSAZIONI DI CREDITI DETERIORATI – VOLUMI E SEGMENTAZIONE (ITALIA - 2020)



Fonte: CBRE Capital Advisors su dati interni di mercato, comunicati stampa e altre fonti

# OUTLOOK 2021 : POLITICHE DI SOSTEGNO, CAMBIAMENTI NORMATIVI E NUOVE ONDATE

Il 2021 si configura come un anno di difficile lettura per la potenziale coesistenza degli strascichi del periodo di crisi e di possibili spinte al rilancio, unitamente a un quadro di linee guida continentali ancora in evoluzione. I principali fattori capaci di caratterizzare i prossimi mesi possono essere riassunti in cinque chiavi di lettura.

## 1. FINE DI MORATORIE E MISURE DI STIMOLO

Se da un lato i tassi di interesse si manterranno verosimilmente bassi, l'economia reale dovrà confrontarsi con la conclusione delle politiche di sostegno varate nei mesi di crisi, su tutte le misure di moratoria sui mutui, arrivate a toccare richieste per € 300 miliardi. La situazione potrebbe avere conseguenze dirette sul settore bancario.

## 2. REGOLAMENTAZIONE EUROPEA

La nuova definizione di *default* prevista dal Regolamento europeo relativo ai requisiti prudenziali per gli istituti di credito impatterà nel modo con cui gli stessi istituti e gli intermediari finanziari dovranno classificare i clienti a fini cautelari. La BCE potrebbe però allentare le restrizioni sulla distribuzione dei dividendi delle banche.

## 3. NUOVI FLUSSI DI SOFFERENZE

Alcuni dei fattori riportati sopra, insieme alle conseguenze dirette del periodo di crisi e di contrazione del PIL, porteranno probabilmente a far registrare un incremento di posizioni distressed nelle banche, dopo anni di calo. La stima condivisa di circa € 35 miliardi si inserirebbe però in un quadro diverso rispetto a quello osservato tra il 2011 e il 2013 (Fig. 54 e 55).

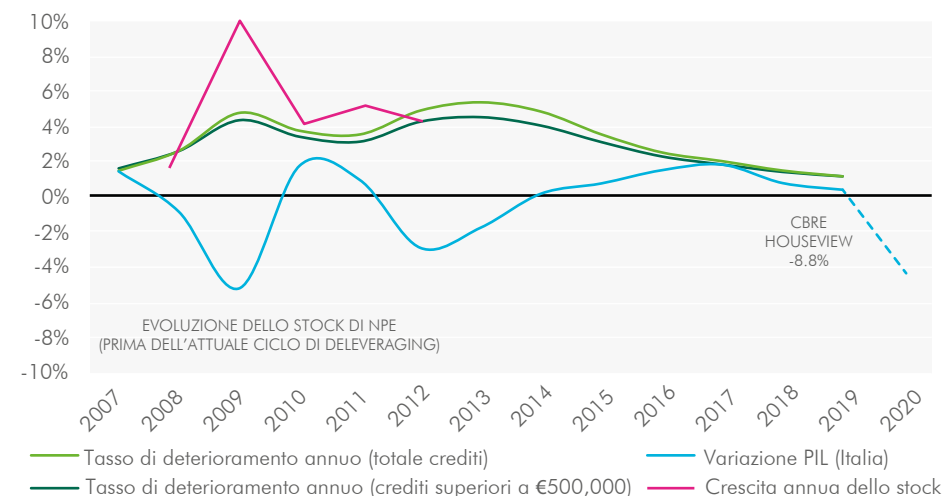
## 4. FUSIONI BANCARIE, M&A E IL RUOLO DI AMCO

Dopo l'operazione Intesa-UBI e quella in atto tra Credit Agricole e Creval, il mercato guarda con attenzione a dossier come l'uscita dello Stato da BMPS o il futuro potenziale di realtà come UniCredit, BPER e Banco BPM. Ciò potrebbe portare ulteriori stimoli alle politiche di derisking e pulizia dei bilanci degli istituti coinvolti, anche con l'eventuale intermediazione e partecipazione di AMCO.

## 5. PERFORMANCE DI RECUPERO

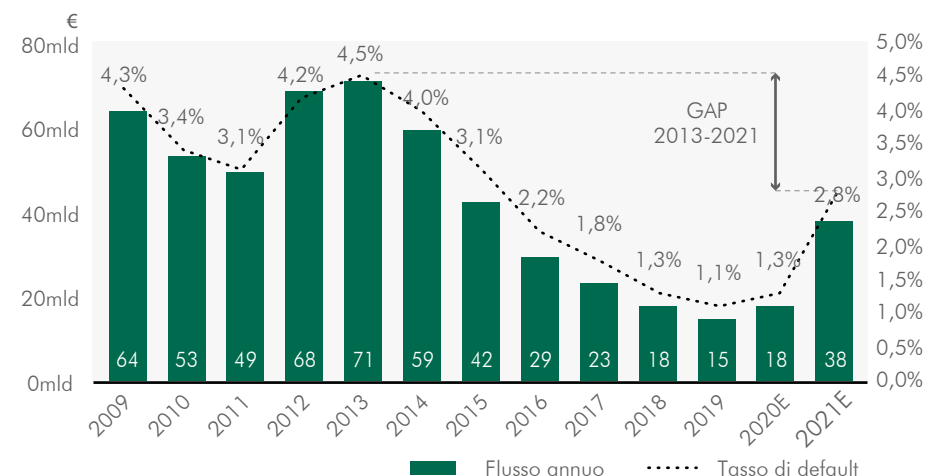
La contrazione dell'economia, innescata dal periodo di crisi sanitaria, e la chiusura dei tribunali potranno continuare ad avere impatti sulle attività di recupero di banche, servicer e investitori, come testimoniato anche dai *downgrade* arrivati a sottolineare le difficoltà di diverse operazioni assistite da garanzia GA.C.S.

FIG.54 PIL E TASSI DI DETERIORAMENTO



Fonte: CBRE Capital Advisors su dati interni di mercato, Banca d'Italia e Oxford Economics.

FIG.55 CREDITI DETERIORATI – FLUSSI ANNUI E TASSI DI DEFAULT



Fonte: CBRE Capital Advisors su dati Banca d'Italia e Banca IFIS Market Watch.

## KEY TAKEAWAY



- Nonostante le difficoltà che hanno caratterizzato il 2020, il mercato si è dimostrato comunque dinamico e in grado di raggiungere un totale di transazioni al di sopra della media dei volumi degli anni precedenti.
- Diversi fattori potranno contribuire a far registrare un possibile incremento dello stock di sofferenze nei bilanci bancari, portando a una nuova potenziale fase di cessioni.
- Molte delle variabili legate all'analisi degli scenari futuri dipendono dalla reale profondità che avranno gli impatti causati dai periodi di *lockdown*, soprattutto all'attenuarsi delle politiche di sostegno a breve termine varate sinora.
- In generale, molta attenzione andrà destinata al monitoraggio delle performance di tutta l'industria che ruota attorno al mondo dei crediti deteriorati, anche considerando che i periodi di crisi hanno già evidenziato alcune situazioni di stress.

# CONTATTI

Per maggiori informazioni su questo report, contatta:

**Giulia Ghiani**

Head of Research, Italy  
giulia.ghiani@cbre.com

**Tommaso Romagnoli**

Senior Research Analyst, Italy  
tommaso.romagnoli@cbre.com

**Elisa Silvestrini**

Research Analyst, Italy  
elisa.silvestrini@cbre.com

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

**Flavio Angeletti**

Head of Residential Agency, Italy  
flavio.angeletti@cbre.com

**Stefania Campagna**

Head of Advisory & Transaction  
Services, Italy  
stefania.campagna@cbre.com

**Massimiliano Eusepi**

Head of Rome – Advisory & Transaction  
Services Office, Italy  
massimiliano.eusepi@cbre.com

**Raffaella Peloso**

Director, VAS Hotels, Italy  
raffaella.peloso@cbre.com

**Edoardo Zuffetti**

Analyst, VAS Hotels, Italy  
edoardo.zuffetti@cbre.com

**Alexandre Astier**

Managing Director  
Capital Markets, Italy  
alexandre.astier@cbre.com

**Davide Cattarin**

Managing Director VAS, Italy  
davide.cattarin@cbre.com

**Silvia Gandellini**

Head of Advisory & Transaction Services  
High Street & Retail Investment Properties, Italy  
silvia.gandellini@cbre.com

**Alessandro Petruzzi**

Head of Industrial & Logistics, Italy  
alessandro.petruzzi@cbre.com

**Luca Bernardis**

Head of Office Investment  
Properties, Italy  
luca.bernardis@cbre.com

**Sergio Cocco**

Senior Analyst, Advisory & Transaction  
Services Office, Italy  
sergio.cocco@cbre.com

**Andrea Mancini**

Head of Residential Investment  
Properties, Italy  
andrea.mancini@cbre.com

**Mario Previsdomini**

Head of Capital Markets Rome -  
Mid Cap & Regional Markets, Italy  
mario.previsdomini@cbre.com

**Francesco Calia**

Head of Hotels, Italy  
francesco.calia@cbre.com

**Alberto Cominelli**

Head of Project Management, Italy  
alberto.cominelli@cbre.com

**Martina Muehlhofer**

Head of Capital Advisors, Italy  
martina.muehlhofer@cbre.com

**Franco Rinaldi**

Head of Property Management, Italy  
franco.rinaldi@cbre.com

**Andrea Calzavacca**

Head of Loan Advisory, Italy  
andrea.calzavacca@cbre.com

**Vittorino De Stefano**

Transaction Senior Advisor,  
Logistics Capital Markets, Italy  
vittorino.destefano@cbre.com

**Marco Pancotti**

Director, Investor Leasing,  
Advsory & Transaction  
Services Office, Italy  
marco.pancotti@cbre.com

**Marcello Zanfi**

Head of Advisory & Transaction  
Services Retail Occupier  
& Out of Town, Italy  
marcello.zanfi@cbre.com

# ITALY REAL ESTATE MARKET OUTLOOK 2021

---

## CBRE RESEARCH ITALY

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.

© 2021 CBRE

The CBRE logo is displayed in a bold, white, sans-serif font. It is positioned in the bottom right corner of the page, set against a background of soft, out-of-focus architectural shapes in shades of grey and blue.